

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسية بن بوعلی الشلف
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التخصص: تحليل اقتصادي

العنوان

دور نماذج التنويع الدولي في التخفيف من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات

الأسواق المالية - دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة -

من إعداد

الاسم واللقب: ربيعة عبو

المناقشة بتاريخ 2020/12/02 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيس	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د محمد أمين بربري
مقرر	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د نبيل بوفليح
ممتحن	جامعة الشلف	أستاذ محاضر أ	د. بومدين نورين
ممتحن	جامعة خميس مليانة	أستاذ محاضر أ	د. بولنوار مختاري
ممتحن	جامعة مستغانم	أستاذ محاضر أ	د. محمد رضائي
ممتحن	جامعة خميس مليانة	أستاذ محاضر أ	د.فاطمة زهرة خبازي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

الحمد لله حمدا يليق بجلال قدره ومعظم سلطانه والشكر لله الذي كان فضله
وعطاؤه كريما، نحمده لأنه سهل لنا المبتغى وأغنانا على انجاز هذا العمل
المتواضع وهون علينا المتاعب والصعاب.

اتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور
بوفليح نبيل على توجيهاته ونصائحه القيمة والتي أخذناها بعين الاعتبار، كما أقدم
امتناني الكبير مسبقا إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على منحهم ايانا جزء من
وقتهم الثمين في مناقشة هذه الأطروحة واثرائها بملاحظاتهم القيمة .

الشكر موصول كذلك إلى كل أساتذة العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم

التسيير

إهداء

أهدي هذا العمل إلى القلبين الرحيمين والذنان لا تكفيهما كل كلمات الشكر

والعرفان إلى القدوة الحسنة أبي رحمة الله، وأمي أطال الله في عمرها وحفظها

إلى زوجي و ابني قرة عيني محمد أمجد

إلى أخواتي وأخوتي وأبنائهم



**قائمة الجداول
والأشكال والمخططات**

قائمة الجداول والأشكال و المخططات والمختصرات

أولا- قائمة الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
5	المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المالية	1-1
12	أهم الأزمات المالية	2-1
53	مقارنة بين الأسهم والسندات	1-2
86	حالات معامل بيتا للمحفظة الاستثمارية	1-3
124	حجم التداول في السوق المالي السعودي من 2007-2018	1-4
125	القيمة السوقية للأسهم المصدرة والمؤشر العام للسوق من 2007-2018	2-4
127	قيمة الأسهم المتداولة لأهم القطاعات في سوق السعودية من 2007-2018	3-4
128	قيمة الأسهم المتداولة للشركات أكثر نشاطا في سوق السعودية من 2007-2018	4-4
132	حجم التداول في السوق المالي المصري من 2007-2018	5-4
133	رأس المال السوقي للأسهم المقيدة والمؤشر العام للسوق من 2007-2018	6-4
134	مؤشرات أهم القطاعات في السوق المالي المصري من 2007-2018	7-4
135	حجم التداول للشركات أكثر نشاطا في سوق مصر	8-4
137	عينة أسهم الشركات النشطة في الاسواق المالية الأجنبية قيد الدراسة	9-4
138	مصنوفة الارتباط بين الاسواق المالية قيد الدراسة من 2007-2011	10-4
139	مصنوفة الارتباط بين الاسواق المالية قيد الدراسة من 2012-2018	11-4
140	معدلات العائد و مخاطر الأصلين	12-4
140	مصنوفة الارتباط بين الأصلين	13-4
140	مصنوفة التباين والتغاير بين الأصلين	14-4
141	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من اصلين في السعودية	15-4
142	معدلات العائد والمخاطر لثلاثة أصول	16-4

142	مصفوفة الارتباط بين الأصول الثلاثة	17-4
142	مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الثلاثة	18-4
143	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من ثلاثة أصول في السعودية	19-4
144	معدلات العائد و مخاطر الأصول الأربعة	20-4
144	مصفوفة الارتباط بين الأصول الأربعة	21-4
144	مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الأربعة	22-4
145	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من أربعة أصول في السعودية	23-4
146	معدلات المرودية و مخاطر الأصول الخمسة	24-4
146	مصفوفة الارتباط بين الأصول الخمسة	25-4
146	مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الخمسة	26-4
147	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من خمسة أصول في السعودية	27-4
148	معدلات العائد و مخاطر الأصلين	28-4
148	مصفوفة الارتباط بين الأصلين	29-4
148	مصفوفة التباين والتغاير بين الأصلين	30-4
149	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من أصلين في مصر	31-4
150	معدلات العائد و مخاطر ثلاثة أصول	32-4
150	مصفوفة الارتباط بين الأصول الثلاثة	33-4
150	مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الثلاثة	34-4
151	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من ثلاثة أصول في مصر	35-4
152	معدلات العائد ومخاطر الأصول الأربعة	36-4
152	مصفوفة الارتباط بين الأصول الأربعة	37-4
152	مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الأربعة	38-4
153	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية المكونة من أربعة أصول في مصر	39-4
154	معدلات العائد و مخاطر الأصول الخمسة	40-4
154	مصفوفة الارتباط بين الأصول الخمسة	41-4

154	مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الخمسة	42-4
155	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من خمسة أصول في مصر	43-4
157	معدلات العائد و المخاطر ل30 سهم في ظل التغطية في سوق السعودية	44-4
158	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الدولية المشككة في السعودية في ظل التغطية ضد خطر الصرف	45-4
160	معدلات العائد و المخاطر ل30 سهم في ظل التغطية في سوق مصر	46-4
161	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية الدولية المشككة في مصر في ظل التغطية ضد خطر الصرف	47-4
163	معدلات العائد و مخاطر 30 سهم في ظل عدم التغطية في سوق السعودية	48-4
164	الأوزان النسبية، عائد المحفظة و مخاطر المحفظة الدولية المشككة في السعودية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف	49-4
166	معدلات العائد و مخاطر 30 سهم في ظل عدم التغطية في سوق مصر	50-4
167	الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الدولية المشككة في مصر في ظل عدم التغطية من خطر الصرف	51-4
169	عائد ومخاطر المحافظ المحلية والدولية	52-4
171	قيمة شارب للمحافظ الاستثمارية المحلية بالسعودية	53-4
171	قيمة شارب للمحافظ الاستثمارية المحلية بمصر	54-4
172	قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية المحلية بالسعودية	55-4
173	قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية المحلية بمصر	56-4
174	قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الاستثمارية المحلية بالسعودية	57-4
175	قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الاستثمارية المحلية بمصر	58-4
176	قيمة شارب للمحفظة الدولية في ظل التغطية بالسعودية	59-4
176	قيمة شارب للمحافظ الدولية في ظل التغطية بمصر	60-4
177	قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية الدولية في ظل التغطية بالسعودية	61-4
177	قيمة ترينور للمحافظ الدولية في ظل التغطية بمصر	62-4
178	قيمة مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل التغطية	63-4

	بالسعودية	
178	قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل التغطية بمصر	64-4
179	قيمة شارب للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بالسعودية	65-4
179	قيمة شارب للمحافظ الاستثمارية الدولية في ظل عدم التغطية بمصر	66-4
180	قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية الدولية في ظل عدم التغطية بالسعودية	67-4
180	قيمة ترينور للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بمصر	68-4
181	قيمة مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بالسعودية	69-4
181	قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بمصر	70-4

ثانياً- قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
1-1	مراحل حدوث الأزمة المالية	9
1-2	الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	62
2-2	العلاقة بين الصيغ الثلاث لكفاءة السوق المالي	65
1-3	العلاقة بين العائد والمخاطر	87
2-3	منحنى المحافظ(الخط الفعال)	90
3-3	تحديد نقطة المحفظة المثلى ببيانيا	91
4-3	تحديد المحفظة المثلى في ظل افتراض وجود الأصول الخطرة	92
5-3	خط سوق رأس المال	95
6-3	خط الأوراق المالية	95
7-3	تأثير التنويع على مخاطر المحفظة	112
8-3	أثر التنويع الدولي على مخاطر المحفظة متنوعة محليا ودوليا	115
1-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من أصلين	141
2-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من ثلاثة أصول	143
3-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية المشكلة من أربعة أصول	145
4-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من خمسة أصول	147
5-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية المشكلة من أصلين	149
6-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية المشكلة من ثلاثة أصول	151
7-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من أربعة أصول	153
8-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية	155
9-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية في ظل التغطية بالسعودية	159
10-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية في ظل التغطية بمصر	162
11-4	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية في السعودية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف	165

168	النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية لمصر في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف	12-4
-----	--	------

ثالثا: قائمة المخططات

الصفحة	اسم المخطط	رقم المخطط
101	النموذج العام لإدارة المحفظة الاستثمارية	(1-3)

رابعاً- قائمة المختصرات

الاختصار	الدلالة بالانجليزية	الدلالة بالعربية
CAPM	Capital Asset Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
CML	Capital Market Line	خط سوق رأس المال
SML	Security Market Line	خط الأوراق المالية
APT	Arbitrage Pricing Theory	نموذج تسعير المراجحة (الأربتراج)
ESIS	Electronic Security Information System	نظام التداول الالكتروني بالسعودية
Sabic	Saudi Basic Industries Corporation	شركة سابك
ARB	AlRajhi Bank	بنك الراجحي
STC	Saudi Telecom Company	شركة الاتصالات السعودية
NAMA	Nama CHemicals	نماء للكيماويات
Maka	Makkah Construction & Development	مكة للإنشاء والتعمير
COMI	Commercial International Bank	البنك التجاري الدولي
ESRS	EzzSteel	حديد عز
EGTS	Egyptian for Tourism Résorts	المصرية للمنتجعات السياحية
HELI	Misr gadida Heliopolis Housing	مصر الجديدة للإسكان والتعمير

جلوبال تليكوم القابضة	Global Telecom Holding	GTHE
شركة آبل	Apple company	AAPL
الكمبيوتر للأعمال الدولية (أي بي أم)	International Business Machines	IBM
شركة بوينغ	Boeing Company	BA
ماكدونالدز	MC Donald's	MCD
مجموعة يونايتد هيلث انك	United Health Group incorporated	UNH
آس أي بي جي	SAP	SAPG
الياتراس أي	Alliang se VNA ON	ALVG
سيمنس أي جي	SIE	SIE
كابيتال ون فاينانشال	Capital One Financial	COF
شركة بايريه جي	Bayer Company	BAY
بنك ماليزيا العام	Public Malaysia Bank	PUBM
تينجا الوطنية	Tenaga National	TENA
مجموعة سيمب القابضة	CIMB Group Holdings	CIMB
جتينغ ماليزيا للفنادق والمنازل	Genting Malaysia	GENM
مطار ماليزيا	Malaysia Airport Holdugs Bhd	MAHB

بنك أبو ظبي الأول	First Abu Dhabi Bank	FAB
الإمارات للاتصالات	Emirates Telecom	ETISA
بنك دبي الإسلامي	Dubai Islamic Bank	DISB
بنك أبو ظبي التجاري	Abu Dhabi Commercial Bank	ADCB
أبو ظبي الوطنية للفنادق	Abu Dhabi National Hotels	ADNH

فهرس المحتويات

	فهرس المحتويات
	كلمة شكر
	إهداء
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة المخططات
	قائمة المختصرات
أ - ز	مقدمة
31-2	الفصل الأول: الاطار النظري للأزمات المالية
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية
3	المطلب الأول: تعريف الازمة المالية أسبابها ومؤشراتها
3	الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية
4	الفرع الثاني: أسباب ومؤشرات الأزمات المالية
6	الفرع الثالث: بعض المصطلحات التي لها علاقة بالأزمة المالية
7	المطلب الثاني: أنواع الازمات المالية
7	الفرع الأول: الأزمة المصرفية وأزمة العملة
8	الفرع الثاني: ازمة أسواق رأس المال وأزمة الديون
8	المطلب الثالث: مراحل الأزمة المالية والنظريات المفسرة لها
8	الفرع الأول: مراحل الازمة المالية
10	الفرع الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية
11	الفرع الثالث: ملخص لأهم الأزمات المالية
14	المبحث الثاني: مفهوم أزمة الرهن العقاري
15	المطلب الأول: نشأة ازمة الرهن العقاري وأسبابها
15	الفرع الأول: نشأة أزمة الرهن العقاري
16	الفرع الثاني: أسباب أزمة الرهن العقاري
19	المطلب الثاني: آثار أزمة الرهن العقاري

19	الفرع الأول: آثار أزمة الرهن العقاري على الدول النامية والعربية
19	الفرع الثاني: آثار أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الجزائري
20	الفرع الثالث: آثار أزمة الرهن العقاري على أهم القطاعات الاقتصادية
21	المطلب الثالث: اجراءات لمواجهة أزمة الرهن العقاري
21	الفرع الأول: خطة الانقاذ الأمريكية
22	الفرع الثاني: خطة الانقاذ الأوروبية
23	الفرع الثالث: الاقتصاد الاسلامي كحل لأزمة الرهن العقاري
24	المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية المفهوم والآثار
24	المطلب الأول: نشأة أزمة الديون السيادية وأسبابها
24	الفرع الأول: نشأة أزمة الديون السيادية
25	الفرع الثاني: أسباب أزمة الديون السيادية
26	المطلب الثاني: مراحل أزمة الديون السيادية
28	المطلب الثالث: قنوات انتقال أزمة الديون السيادية
31-30	خلاصة الفصل
66-33	الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية
33	تمهيد
34	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
34	المطلب الأول: تعريف السوق المالي ووظائفه
34	الفرع الأول: تعريف السوق المالي
35	الفرع الثاني: خصائص السوق المالي
35	الفرع الثالث: وظائف السوق المالي
36	المطلب الثاني: الأركان الرئيسية للسوق المالي
36	الفرع الأول: فئات السوق المالي
37	الفرع الثاني: أهم الأطراف المتدخلة في السوق المالي
39	المطلب الثالث: تقسيمات السوق المالي
39	الفرع الأول: تصنيف السوق المالي حسب معيار التمويل
41	الفرع الثاني: تصنيف السوق المالي حسب معيار الاصدار والتداول
44	الفرع الثالث: تصنيف السوق المالي حسب المجال الجغرافي

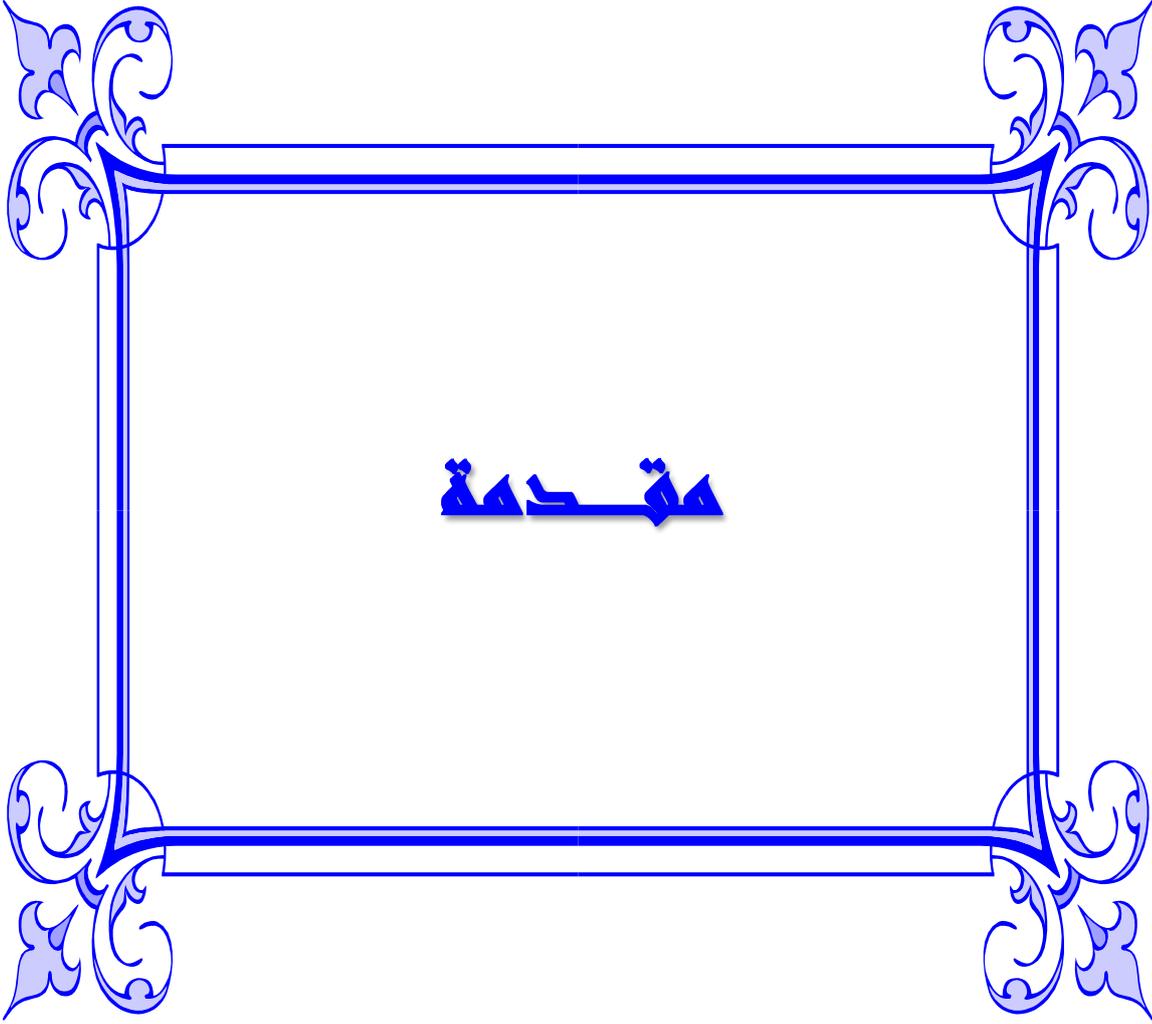
45	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي
45	المطلب الأول: الأدوات المتداولة في السوق النقدية
45	الفرع الأول: أذن الخزانة والقبولات المصرفية
46	الفرع الثاني: الأوراق التجارية وشهادات الايداع القابلة للتداول
47	الفرع الثالث: اتفاقيات اعادة الشراء وودائع العملات الاجنبية
48	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
48	الفرع الأول: أدوات الملكية
51	الفرع الثاني: أدوات الدين
53	الفرع الثالث: المقارنة بين أدوات الملكية وادوات الدين
54	المطلب الثالث: المشتقات المالية
54	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية
55	الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية
58	المبحث الثالث: مفهوم كفاءة السوق المالي
58	المطلب الأول: تعريف كفاءة السوق المالي وشروطه
58	الفرع الأول: تعريف كفاءة السوق المالي
59	الفرع الثاني: الشروط الأساسية للسوق الكفاء
60	المطلب الثاني: متطلبات وأنواع كفاءة السوق المالي
60	الفرع الأول: متطلبات كفاءة السوق المالي
61	الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي
63	المطلب الثالث: النماذج المختلفة لكفاءة السوق المالي
63	الفرع الأول: فرضية الصيغة الضعيفة
63	الفرع الثاني: فرضية الصيغة المتوسطة (شبه القوية)
64	الفرع الثالث: فرضية الصيغة القوية
66	خلاصة الفصل
119-68	الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها
68	تمهيد
69	المبحث الأول: مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية
69	المطلب الأول: نشأة وتعريف المحفظة الاستثمارية

69	الفرع الاول: نشأة المحفظة الاستثمارية
70	الفرع الثاني: تعريف المحفظة الاستثمارية
70	المطلب الثاني: أهداف وقواعد بناء المحافظ الاستثمارية
71	الفرع الاول: أهداف المحفظة الاستثمارية
72	الفرع الثاني: قواعد بناء المحفظة الاستثمارية
72	المطلب الثالث: أنواع المحافظ الاستثمارية
72	الفرع الاول: أنواع المحافظ من حيث مكوناتها وأهدافها
73	الفرع الثاني: انواع المحافظ بإعتبار اسلوب الادارة
74	الفرع الثالث: انواع المحافظ حسب معيار الأدوات المستخدمة
75	المطلب الرابع: عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية
75	الفرع الأول: عائد المحفظة الاستثمارية
78	الفرع الثاني: مخاطر المحفظة الاستثمارية
86	الفرع الثالث: المبادلة بين العائد والمخاطر
87	المبحث الثاني: نظرية المحفظة، نماذجها وكيفية ادارتها
88	المطلب الاول: نظرية المحفظة الاستثمارية
88	الفرع الاول: افتراضات نظرية المحفظة الاستثمارية
89	الفرع الثاني: المحفظة الاستثمارية المثلى
92	المطلب الثاني: نماذج المحفظة الاستثمارية
92	الفرع الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
96	الفرع الثاني: نموذج تسعير المراجعة APT
98	المطلب الثالث: ادارة المحفظة الاستثمارية
98	الفرع الأول: أسس وخطوات ادارة المحفظة الاستثمارية
102	الفرع الثاني: سياسات واستراتيجيات ادارة المحفظة الاستثمارية
104	الفرع الثالث: مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
109	المبحث الثالث: التنويع الدولي كأداة للتقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
110	المطلب الأول: مفهوم التنويع
110	الفرع الأول: تعريف التنويع
110	الفرع الثاني: عوامل نجاح أو فشل سياسة التنويع

111	المطلب الثاني: أساليب التنويع
111	الفرع الأول: التنويع بناء على جهة الاصدار
112	الفرع الثاني: تنويع تواريخ الاستحقاق
113	الفرع الثالث: التنويع الدولي
113	المطلب الثالث: مفهوم التنويع الدولي وأثره على مخاطر المحفظة الاستثمارية
113	الفرع الأول: نشأة التنويع الدولي
114	الفرع الثاني: مبادئ التنويع الدولي
115	الفرع الثالث: مساهمة التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
116	الفرع الرابع: المخاطر المحيطة بالتنويع الدولي
117	الفرع الخامس: طرق التنويع الدولي للمحفظة المالية
119	خلاصة الفصل
183-121	الفصل الرابع: دراسة تحليلية لأثر التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018
121	تمهيد
122	المبحث الأول: مفهوم السوق المالي السعودي والمصري
122	المطلب الأول: السوق المالي السعودي
122	الفرع الاول: نشأة السوق المالي السعودي
123	الفرع الثاني: مهام هيئة السوق المالي
124	الفرع الثالث: أداء السوق المالي السعودي
129	المطلب الثاني: السوق المالي المصري
129	الفرع الاول: نشأة السوق المالي المصري
131	الفرع الثاني: أداء السوق المالي المصري
136	المطلب الثالث: دراسة الارتباط بين الأسواق المالية عينة الدراسة
136	الفرع الأول: عينة الأسواق المالية الأجنبية المختارة
138	الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط بين الأسواق المالية قيد الدراسة
139	المبحث الثاني: اثر التنويع على مخاطر المحافظ الاستثمارية المشكلة في سوق السعودية ومصر
139	المطلب الأول: تشكيل محافظ استثمارية محلية في سوق السعودية ومصر باستخدام

	البرمجة التريعية
140	الفرع الأول: تشكيل محفظة استثمارية محلية في سوق السعودية
148	الفرع الثاني: تشكيل محفظة استثمارية محلية في سوق مصر
156	المطلب الثاني: تشكيل محفظة دولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف في سوقي السعودية ومصر باستخدام البرمجة التريعية
156	الفرع الأول: تشكيل محفظة دولية في ظل التغطية بالسعودية
159	الفرع الثاني: تشكيل محفظة دولية في ظل التغطية بمصر
162	المطلب الثاني: تشكيل محفظة دولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف في سوقي السعودية ومصر باستخدام البرمجة التريعية
162	الفرع الأول: تشكيل محفظة دولية في ظل عدم التغطية بالسعودية
165	الفرع الثاني: تشكيل محفظة دولية في ظل عدم التغطية بمصر
168	الفرع الثالث: المقارنة بين المحافظ المحلية والدولية المشكلة في السوقين
170	المبحث الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المشكلة في سوقي السعودية ومصر
170	المطلب الأول: تقييم أداء المحافظ المحلية في السوقين
170	الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على المحافظ المحلية في السوقين
172	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ المحلية في السوقين
174	الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ المحلية في السوقين
175	المطلب الثاني: تقييم أداء المحافظ الدولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف في السوقين
175	الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الدولية في ظل التغطية بالسوقين
177	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الدولية في ظل التغطية بالسوقين
178	الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ الدولية في ظل التغطية بالسوقين
179	المطلب الثالث: تقييم أداء المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف في السوقين
179	الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بالسوقين
180	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بالسوقين
181	الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بالسوقين

183-182	خلاصة الفصل
187-185	الخاتمة
200-189	المراجع
	الملاحق



مقدمة

مقدمة:

الأسواق المالية لها دورا مهما في اقتصاديات الدول بحيث تعتبر ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي باعتباره كأداة مستخدمة لجمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل الاستثمارات، ويتم التداول في هذه الأسواق بأدوات استثمارية تتمثل أساسا في الأوراق المالية، كما شهد الاستثمار في الأوراق المالية تطورات كبيرة فقد تعددت وتنوعت وسائل الاستثمار في الأوراق المالية وفقا لرؤية المستثمر وميوله ومن أهم هذه الوسائل هي تكوين محفظة استثمارية والتي تعتبر من أهم الأدوات الاستثمارية الحديثة وتدار المحفظة من قبل شخص يدعى مدير المحفظة الذي يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة من الأصول بحيث تحقق أكبر عائد مع مستوى مقبول من المخاطر، لذلك يعد العائد والمخاطر العنصرين الأساسيين لاتخاذ القرار الاستثماري .

يتعرض الاستثمار بشكل عام والاستثمار في الأصول المالية بشكل خاص إلى مخاطر والتي يمكن التقليل منها أو تخفيضها عن طرق التنوع وتبعاً لهذا تعددت أساليب التنوع في المحفظة الاستثمارية ومن بينها التنوع الدولي الذي أصبح هذا الأخير يحظى بالأهمية الكبيرة من طرف مدراء المحفظة الاستثمارية عند تكوينها. كما أصبحت ظاهرة عدم استقرار الأسواق المالية موضوع قلق على المستوى العالمي خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة الأزمات هذه الأخيرة التي ترتب عليها في كل مرة خسائر كبيرة تحمّلها المؤسسات المالية، ناهيك على أنه وبفعل عولمة الأسواق المالية أصبحت الأزمات تنتقل من سوق لآخر وتؤثر في الأسواق المالية خاصة الأسواق المالية العربية الناشئة.

وبناء على ما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

كيف تساهم نماذج التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في الأسواق المالية

العربية الناشئة وفي ظل الأزمات التي شهدتها هذه الأسواق ؟

يترتب عن التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- لماذا تتعرض الأسواق المالية إلى أزمات دورية ؟
- فيما تتمثل نماذج التنوع الدولي وهل تساهم بفعالية في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية؟
- كيف تؤثر مخاطر الصرف على خصائص المحفظة الدولية؟
- كيف يؤثر التنوع الدولي على مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية؟

مقدمة

- هل درجة الارتباط بين السوق المالي المحلي والأسواق الأجنبية تؤثر على تشكيل المحافظ الاستثمارية لبعض الدول العربية؟

الفرضيات:

بغرض الإجابة عن التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية تم اقتراح الفرضيات التالية:

- كلما كان الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية المحلية والدولية كبير أدى إلى انتقال الأزمات بسرعة؛
- التنوع الدولي يساهم في تدنية المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية ؛
- كلما كان معامل الارتباط بين الأصول المالية ضعيفا يكون أفضل لأن ذلك يؤثر على تشكيل المحفظة الاستثمارية؛
- يؤثر خطر الصرف على مخاطر المحفظة الدولية بحيث أنه في حالة التغطية ضد خطر الصرف يؤدي إلى تقليل المخاطر إلى مستويات أقل مقارنة بحالة عدم التغطية .

الأهمية: تكمن أهمية الموضوع في إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه نماذج التنوع الدولي في التقليل من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة الاستثمارية خاصة مع ظهور الأزمات المالية . والذي يمكن أن يظهر هذا الدور أكثر من خلال تشكيل محافظ استثمارية متنوعة دوليا في كل من سوق السعودية ومصر وإبراز أثر التنوع الدولي على مخاطر المحفظة .

الأهداف: يهدف موضوع دور نماذج التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية إلى:

- التعرف على مفهوم الأزمات المالية وبالأخص أزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية.
- التعرف على مفهوم المحفظة الاستثمارية وعائدها وأهم المعايير لقياس مخاطرها.
- تناول مفهوم السوق المالي من حيث تعريفه وخصائصه وأهم الأدوات المتداولة فيه والتي تساهم في تشكيل المحفظة الاستثمارية .
- التطرق إلى مفهوم التنوع ومختلف نماذجه بالتركيز على التنوع الدولي .
- دراسة أثر التنوع الدولي على مخاطر المحفظة الاستثمارية وذلك عن طريق تشكيل بعض المحافظ الاستثمارية الدولية المثلى في كل من مصر والسعودية باستخدام البرمجة التريبيعية.

مقدمة

المنهج المتبع: تم اعتماد المنهج الوصفي من خلال التطرق إلى الجوانب النظرية المتعلقة بكل الأزمات المالية والأسواق المالية إضافة إلى المحفظة الاستثمارية والتنوع الدولي أما المنهج التحليلي يظهر في إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه نماذج التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية وبإسقاط ذلك على السعودية ومصر وتحليل النتائج المتوصل إليها وجراء دراسة مقارنة بينهما.

أسباب اختيار الموضوع:

__ ندرة البحوث الاقتصادية التي تناولت مثل هذا الموضوع بالرغم من أهميته الاقتصادية.
__ الرغبة الملحة في إطلاعنا أكثر على هذا الموضوع والتعمق فيه، وإزالة الكثير من الغموض بشأنه.

الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى: هواري سوسي، غالية ماليك، أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية
دراسة ميدانية لمجموعة من الأسواق المالية خلال الفترة 2010-2013، مقالة في مجلة الباحث،
جامعة ورقلة، العدد 13، 2013. من خلال هذه الورقة البحثية توصل الباحثين إلى مجموعة من النتائج
من أهمها:

- يؤدي التنوع الدولي لتحقيق علاقة أفضل بين العائد والمخاطر؛
- ضرورة وجود استراتيجية وادارة جيدة للمحفظة المالية تراعي وضع التوليفة المناسبة من وزن الأصول المالية المشكلة للمحفظة، وذلك لأن الأوزان النسبية للأصول المالية من شأنها التأثير على خصائص المحفظة سلبا أو إيجابا؛
- إن كل من معامل الارتباط، الوزن النسبي للأصل والتحوط من مخاطر الصرف محددات أساسية في تحسين خصائص المحفظة الدولية من خلال التنوع الدولي.

الدراسة الثانية: محمد أحمد البلخي، دراسة أثر التنوع الدولي على المحفظة المالية دراسة تطبيقية،
رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2012-2013. توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة
من النتائج من أهمها مايلي:

مقدمة

- أدى التنوع الدولي للمحفظة المالية إلى تحسين أداء المحفظة مقارنة بأداء المحفظة المكونة من سوق مالي واحد وذلك من خلال قيام المستثمر السوري بالتنوع الدولي من خلال الاستثمار في عدة أوراق مالية وفي أسواق مختلفة؛

- يساهم التنوع الدولي في تخفيض المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها عوائد المحفظة المالية المكونة من سوق مالي أجنبي واحد مستفيدا من اختلاف أداء مؤشرات الأسواق المالية المختلفة؛

- من المنافع التي يحققها المستثمر (الفرد أو المؤسسات) في الأسواق المالية الأجنبية بشكل غير مباشر تخفيض أثر ارتفاع سعر صرف العملة في تلك الدولة مقابل العملة المحلية على أسعار السلع المستوردة من هذه الدول.

الدراسة الثالثة:

- Ghassan omet, **The international Diversification of investment portfolions**, Dirasat, Administrative sciences, University of Jordan, volume23, N02, 1996.

ركز الباحث من خلال هذه الورقة البحثية على دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر من خلال تشكيل محافظ استثمارية متنوعة دوليا في كل من سوق عمان المالي وسوق نيويورك كل على حدى ثم في السوقين معا، وتوصل إلى نتائج من أهمها:

- ان الارتباطات السالبة أو المنخفضة أحيانا بين أسهم القطاعات المدرجة في سوق المالي الأردني وسوق نيويورك ساهمت في انخفاض درجة المخاطر للمحفظة المكونة منهما مقارنة بارتفاعهما في كل سوق على حدى؛

- ان الاستثمار في السوقين معا حقق مزايا أفضل من الاستثمار في كل سوق على حدى.

الدراسة الرابعة: الياس خضير الحمدوني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية، دراسة في عينة من الشركات المساهمة والمسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مقالة في مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل العراق، العدد112، المجلد 35، 2013.

توصل الباحث من خلال هذه الورقة البحثية إلى مجموعة من النتائج يمكن استخلاصها فيمايلي:

مقدمة

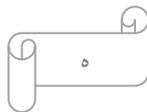
- ان الارتباطات السالبة بين أسهم الشركات والتي تحقق أثر التنوع في المحفظة تؤدي إلى تخفيض مخاطرتها اللانظامية ؛
 - أثر التنوع في تخفيض المخاطر اللانظامية كان متشابها تقريبا في معظم الشركات محل الدراسة، وذلك لأن مستويات المخاطر اللانظامية التي واجهتها الشركات متساوية تقريبا؛
 - معاناة سوق عمان لتبادل الأسهم خلال مدة البحث من انخفاض معدلات العائد المتوقعة للشركات بشكل عام والسبب في ذلك يعود إلى الركود الاقتصادي مما انعكس على تراجع أسعار الشركات في السوق من شهر لآخر والذي أدى إلى سلبية معدلات مدة الاحتفاظ الشهرية، وهذا ما ظهر بشكل واضح من خلال معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق والتي أخذت قيم سالبة؛
- الدراسة الخامسة:

-Ikhlaas Gurrib and Saad Alshahrani, **Diversification in portfolio Risk Management the cas of the UAE finanacial Market**, international journal of trade, Economics and finance,NEW YORK , vol 3, N6, december2012.

تناولت هذه الورقة البحثية التنوع في المحفظة الاستثمارية وذلك بتطبيق نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة لماركويتز، وتم التوصل إلى النتائج التالية:

- التنوع في المحفظة يساعد في الحد من المخاطر المرتبطة بها وتصبح منافع التنوع غير مجدية في التقليل من المخاطر بعد بلوغ عدد معين من الأوراق المالية في المحفظة ؛
- ان تشكيل المحفظة من 20 سهم لشركات مدرجة في السوق المالي للامارات وتعمل في قطاعات مختلفة أدى إلى انخفاض درجة المخاطر المقاسة بالانحراف المعياري والتي قدرت بـ 2.68% بمقابل عائد 3.31% .

من خلال ما سبق من الدراسات جاء بحثنا كإضافة جديدة من خلال دراسة دور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحافظ الاستثمارية وذلك بتشكيل محافظ استثمارية دولية باستخدام البرمجة التربيعية في كل من سوق السعودية ومصر باعتبارهما كأهم الاسواق المالية العربية الناشئة.



مقدمة

حدود الدراسة: يمكن تقسيم حدود الدراسة إلى: **الحدود المكانية** تم تشكيل محافظ استثمارية متنوعة دولياً باستخدام البرمجة التربيعية في كل من السوق المالي للسعودية وبورصة مصر باعتبارهما كأهم الأسواق المالية العربية الناشئة ومن أقدم الأسواق. أما **الحدود الزمنية** فقد تم تحديدها من 2007-2018 وهذا بغرض دراسة مدى تأثير الأزمات على الأسواق المالية وخاصة أزمة 2008 و 2011 من جهة ومعرفة درجة ارتباط الأسواق مع بعضهما البعض وتأثير ذلك على الأصول الداخلة في تشكيل المحافظ الدولية من جهة أخرى.

تقسيمات البحث: تم تقسيم دراستنا إلى أربعة فصول إضافة إلى مقدمة وخاتمة

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول تطرقنا فيه إلى مفهوم الأزمات المالية من حيث تعريفها أسبابها، أنواع الأزمات ومراحلها، أما المبحث الثاني تناولنا فيه مفهوم أزمة الرهن العقاري ركزنا على نشأتها أسبابها وكذا آثارها، في حين أن المبحث الثالث تطرقنا إلى أزمة الديون السيادية من حيث المفهوم والآثار.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تناولنا فيه ماهية الأسواق المالية من حيث تعريفها وكذا الأركان الرئيسية للسوق المالي إضافة إلى تقسيمات السوق المالي، أما المبحث الثاني تناولنا أهم الأدوات المتداولة في السوق المالي والتي تم بدورها تقسيمها إلى أدوات متداولة في السوق النقدي وأدوات متداولة في سوق رأس المال، في حين أن المبحث الثالث والأخير تطرقنا فيه إلى كفاءة السوق المالي من حيث تعريفها، متطلباتها وكذا الصيغ الثلاثة للكفاءة.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها حيث تطرقنا في البداية إلى مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية من حيث نشأتها، تعريفها وكذلك أهدافها وأنواعها بالإضافة إلى عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية وركزنا كذلك على نظرية المحفظة الاستثمارية وبالأخص المحفظة المثلى و نماذج المحفظة وكيفية إدارة المحفظة وتقييمها باستخدام مجموعة من المقاييس والمؤشرات أما المبحث الأخير تطرقنا إلى التنوع وركزنا على التنوع الدولي ومنافعه والمخاطر التي يتعرض لها إضافة إلى أساليبه .

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لأثر التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018 تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تناولنا فيه مفهوم كل من السوق المالي السعودي والمصري وركزنا على نشأة كل منهما ومراحل تطورها وكذلك أداء السوق من حيث حجم التداول، أداء أهم القطاعات وأداء أهم الشركات

مقدمة

النشطة، إضافة إلى دراسة الارتباط بين السوق المحلي والأسواق المالية الأجنبية عينة الدراسة مع اظهار أثر الأزمات، أما المبحث الثاني فتم دراسة أثر التنويع على المحافظ الاستثمارية المشككة في سوق السعودية ومصر حيث تم تشكيل محافظ محلية ودولية مع الأخذ بعين الاعتبار التغطية ضد خطر الصرف من عدمه في السوقين باستخدام البرمجة التريبيعية، أما المبحث الثالث والأخير فتم تقييم أداء المحافظ السابقة باستخدام مؤشر شارب، ترينور ومؤشر الأداء المعدل بالمخاطر.

الفصل الأول:

الاطار النظري
للأزمات المالية

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

تمهيد:

شكل تكرار الأزمات المالية خلال حقبة التسعينات من القرن العشرين ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام وترجع أسباب ذلك إلى آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار السياسي والاقتصادي، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده الدول واندماجها في منظومة التجارة العالمية.

تعتبر الأزمة المالية لسنة 2008 من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ أزمة الكساد العظيم 1929 بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي في احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال، كما تعد أزمة الديون السيادية التي ظهرت بواردها بداية 2009 في أوروبا بالضبط في اليونان هي امتداد للأزمة المالية العالمية .
على أثر هذا سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية.

المبحث الثاني: مفهوم أزمة الرهن العقاري.

المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية المفهوم والآثار.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية

عرف النظام الاقتصادي العالمية منذ نشأته عدة هزات وأزمات اقتصادية عالمية كبيرة أودت بالعديد من اقتصاديات دول العالم وخاصة المتقدمة منها إلى خسائر مالية كبيرة وآثار اقتصادية استمرت لعدة سنوات، ولعل أبرز تلك الأزمات الاقتصادية وأشدها خطورة أزمة الكساد العالمي 1929 وما تبعها من أزمات مالية أخرى كالأزمة المالية الآسيوية 1997 وصولاً إلى أزمة الرهون العقارية 2008 وأزمة الديون السيادية والتي ظهرت بوادرها من 2009 وانتشرت في سنة 2011، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تناول مفهوم الأزمة المالية بصفة عامة من حيث تعريفها، أسبابها و أنواعها ثم إعطاء ملخص عن الأزمات المالية التي مست النظام الاقتصادي العالمي .

المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية أسبابها و مؤشراتهما

نتناول في هذا المطلب تعريفات مختلفة للأزمة المالية إضافة إلى الأسباب المؤدية إلى حدوثها.

الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية

هناك مجموعة من التعريفات للأزمة المالية من أهمها

التعريف الأول: الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية وعلى حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، إجمالي القروض، الودائع المصرفية ومعدل الصرف وتعتبر عن انهيار شامل في النظام المالي والنقدي¹.

التعريف الثاني: الأزمة المالية هي التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والتي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية².

التعريف الثالث: هي فترة تشهد اضطراباً حاداً ومفاجئاً في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثارها إلى القطاعات الأخرى³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص العناصر الأساسية للأزمة المالية والمتمثلة في¹:

¹ - Erice Barthalon, **crises financières**, Revue problèmes économiques, paris, France, 1998, p12.

² - عرفات تقي الحسيني، **التمويل الدولي**، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، سنة 1999، ص 200.

³ - عبد المطلب عبد الحميد، **الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2009، ص 189.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- __ الأزمة نقطة تحول أساسية ومرحلة حرجة وأحداث متتابعة و متسارعة تصيب الكيانات المالية وتحدد وجودها؛
- __ حالة الذعر: حيث تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر والقلق مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمواجهتها أو صدور أفعال غير صحيحة من قبل الجهات المعنية بالأزمة؛
- __ المفاجأة: تؤدي إلى حالة من الخوف تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة وتصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجة عالية من الشك في الخيارات المطروحة لمعالجة الأهداف المتسارعة؛
- __ نقص المعلومات: حيث يؤدي التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة والمعارضة لها إلى عدم توفر معلومات، فمثلا من المتسبب في هذه الأزمة؟، وما حجم الأزمة؟، وما آثارها المتوقعة؟
- __ تهديد مصالح النظام المالي والإداري وتحدد استمرار في أداء وظائفه وتحقيق أهدافه وأمنه واستقراره، وهذا ما يتطلب توافر درجة عالية من الكفاءة والخبرة للخروج من هذه الأزمة؛
- __ غياب الحل الجذري والسريع فمواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة وابتكار نظم وأنشطة تتمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية، وقد تحتاج الأزمة لبعض السنوات للخروج منها وتجاوز آثارها.

الفرع الثاني: أسباب ومؤشرات الأزمات المالية

- أولاً- أسباب الأزمات المالية: لا يمكن حصر الأسباب التي تؤدي إلى حدوث الأزمات في سبب أو سببين وإنما تضافر جملة من الأسباب تؤدي بأكملها إلى إحداث أزمة مالية ومن أهمها²:
- __ المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب؛
- __ المتغيرات المحلية المتمثلة في معدل التضخم، أسعار الصرف، أسعار الأسهم وأسعار الفائدة؛
- __ التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات وتحويل الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار؛
- __ الإشاعات والتعليمات غير الصحيحة؛

¹ - عمر يوسف عبد الله عبابنه، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، اربد، الأردن، سنة 2011، ص 19.

² - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر، سنة 1998، ص 207.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

__ المضاربة غير المحسوبة؛

__ عدم الاستقرار السياسي والنزاعات الأهلية في بعض الحالات .

ثانياً __ مؤشرات الأزمات المالية: يمكن تصنيف أهم مؤشرات الأزمات المالية إلى صنفين هما التطور في الاقتصاد الكلي والخصائص الهيكلية البنوية للسوق. والتي يمكن إظهارها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المالية

الخصائص الهيكلية البنوية للسوق	التطورات في الاقتصاد الكلي
__ نظام جمود معدلات التبادل ؛	__ ارتفاع معدل التضخم ؛
__ إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات ؛	__ نمو سريع في التدفق النقدي ؛
__ قطاع التصدير أكثر تركيزا ؛	__ انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات ؛
__ ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية ؛	__ النمو السريع في الإعتمادات المحلية كنسبة من
__ ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل ؛	الناتج الوطني الإجمالي ؛
__ إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها ؛	__ ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي
__ انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم ؛	القروض ؛
__ سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم ؛	__ ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة
__ سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم ؛	مئوية من الناتج الوطني الإجمالي ؛
__ الرقابة على الدخول والخروج من السوق ؛	__ نمو الديون الخارجية وزيادة الديون بالعملات
	الأجنبية ؛
	__ انخفاض الاحتياطي العالمي ؛
	__ انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي ؛
	__ ارتفاع معدل الأسعار؛
	__ ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل
	البطالة.

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم وعدوى الأزمات المالية،

دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2005، ص 39.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

الفرع الثالث: بعض المصطلحات التي لها علاقة بالأزمة المالية

نظرا للتداخل بين الأزمة وبعض المصطلحات سيتم إدراج بعض المصطلحات والتي من أهمها المشكلة، الكارثة، الواقعة، الصدمة.

1_ المشكلة: هي حالة من التوتر وعدم الرضا نتيجة لوجود بعض الصعوبات التي تعيق تحقيق الأهداف والوصول إليها، والمشكلة هي السبب لحالة غير مرغوب فيها ويمكن أن تصبح تمهيد للأزمة إذا اتخذت مسارا حادا ومعقدا لذلك يجب حل المشكلات بشكل دوري وعدم تركها تتراكم¹.

2_ الكارثة: المشكلة التي تبقى دون حسم لفترة طويلة تتحول إلى كارثة، والكارثة هي الحالة التي حدثت فعلا وأدت إلى تدمير وخسائر في الموارد البشرية أو المادية أو كلاهما والكارثة ما ينجم عنها من نتائج هي ما قد تسبب أزمات².

3- الواقعة: هي خلل في أحد مكونات النظام، وهي حالة حدثت وانتهى أثرها غير أن تأثيرها يكون على جزء من النظام ومن ثم لا يترتب عليها حدوث تهديد للنظام بأكمله كما هو الحال في الأزمة³.

4- الصدمة: هي حدث ينتج عنه شعور فجائي حاد غير متوقع الحدوث، وهذا الشعور مركب من الغضب والخوف، وتكون الصدمة هي إحدى عوارض الأزمات أو أحد نتائجها عند انفجارها في شكل فجائي وسريع بدون سابق إنذار، والصدمة لا تمثل أكثر من إطار عام خارجي يغلف أسبابها، لهذا لا بد من استيعاب تأثير هذا الغلاف في أقرب وقت للوصول إلى جوهر الأزمة الذي نجم عنه الصدمة⁴.

¹ - سامي محمد هشام حريز، المهارة في إدارة الأزمات وحل المشكلات الأسس النظرية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار البداية، عمان، الأردن، سنة 2007، ص 15.

² - أنظر:

- سامي محمد هشام حريز، مرجع سابق، ص 16.

- محسن أحمد الخضيرى، إدارة الأزمات منهج اقتصادي إداري لحل الأزمات على مستوى الاقتصاد القومي والوحدة الاقتصادية، الطبعة الثانية، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر، سنة 1990، ص 59.

³ - عمر يوسف عبد الله عبابنة، مرجع سابق، ص 15.

⁴ - محسن أحمد الخضيرى، مرجع سابق، ص 60.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى الأنواع التالية¹:

الفرع الأول: الازمة المصرفية وازمة العملة

أولاً- الازمة المصرفية: تحدث هذه الازمة عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في الطلب على سحب الودائع، والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب.

وتأخذ الازمة المصرفية الشكلين التاليين:

1- **أزمة سيولة:** تبدأ الازمة المصرفية في الظهور عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، ولأن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة معينة لمواجهة طلبات السحب اليومي، ولن يستطيع الاستجابة لطلبات كل المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة في هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى عندها تأخذ الازمة شكل أزمة مصرفية.

2- **أزمة الائتمان:** تحدث عندما تتوافر الودائع لدى البنوك إلا أنها ترفض القيام بعمليات الإقراض، خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب لدى المودعين وفي هذه الحالة تحدث ما يعرف بأزمة الإقراض (الائتمان).

وتعد الأزمات المالية من الأزمات التي تعرض البنوك لصعوبات مالية تهددها بالإفلاس نتيجة القروض المتعثرة وصعوبة السداد.

ثانياً- أزمة العملة: تنجم هذه الازمة عن حدوث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل وتسمى أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات وتحدث هذه الازمة للأسباب التالية:

¹ - أنظر:

- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص ص 189، 190.

- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، سنة 2010، ص ص 317، 319.

- محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية، إنذار الرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2011، ص ص 25، 27.

- ترهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية الراهنة، مقالة في مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سورية، المجلد 26، العدد 02، سنة 2010، ص 659.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- يحدث ارتفاع كبير في سعر الصرف الأجنبي (انخفاض كبير في قيمة العملة المحلية مقومة بعملة أجنبية)؛
- رفع كبير في سعر الفائدة المحلية؛
- اتخاذ السلطات النقدية قرار بتخفيض سعر العملة نتيجة عملية المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهيار سعر تلك العملة؛
- قيام الدولة بتعويم عملتها وعلى الرغم من أن قرار التعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا انطواعيا من السلطة النقدية. إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة.

الفرع الثاني: أزمة أسواق رأس المال وأزمة الديون

أولاً- أزمة أسواق رأس المال: تحدث أزمة أسواق رأس المال عندما ترتفع أسعار الأصول بقيمة تفوق قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر وهو ما يعرف بظاهرة الفقاعة، وتنجم نتيجة لعمليات المضاربة بهدف الحصول على الربح الناتج عن ارتفاع أسعار الأصول التي تم شراؤها، إلا أنه بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية تحصل عملية الانهيار وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو في قطاعات أخرى.

وهذا النوع من الأزمات يؤدي إلى صعوبات مالية للشركات والبنوك التي تقرض أموالا في هذه القطاعات. ثانياً- أزمة الديون: تحدث هذه الأزمة في حالتين، حالة ما إذا توقف المقترضون عن سداد القروض التي عليهم للبنوك، أو حالة ما إذا اعتقدت البنوك أن التوقف عن السداد من الأمور ممكنة الحدوث وفي هذه الحالة تمتنع البنوك عن تقديم قروض جديدة وتكتفي بعملية تصفية القروض القائمة.

المطلب الثالث: مراحل الأزمة المالية والنظريات المفسرة لها

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مراحل الأزمة المالية إضافة إلى النظريات المفسرة لها .

الفرع الأول: مراحل الأزمة المالية: تقسم مراحل الأزمة المالية أساسا إلى ثلاثة مراحل أساسية¹:

أولاً- مرحلة ما قبل اندلاع الأزمة: تعد هذه المرحلة مرحلة ميلاد الأزمة حيث تتكون أحداث ومواقف غير محددة المعالم أو الاتجاه، وتتمثل أهمية هذه المرحلة في محاولة استشراف الأزمة والاستعداد للحيلولة دون وقوعها أو الإعداد لمواجهةها عن حدوثها، كما أن الأزمات المالية لا تحدث فجأة وإنما تسبقها مقدمات ومؤشرات كثيرة تتنبأ بوقوعها ومن هذه المؤشرات: ارتفاع نسب العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، ارتفاع حجم

¹ - عمر يوسف عبد الله عبابنه، مرجع سابق، ص 33.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

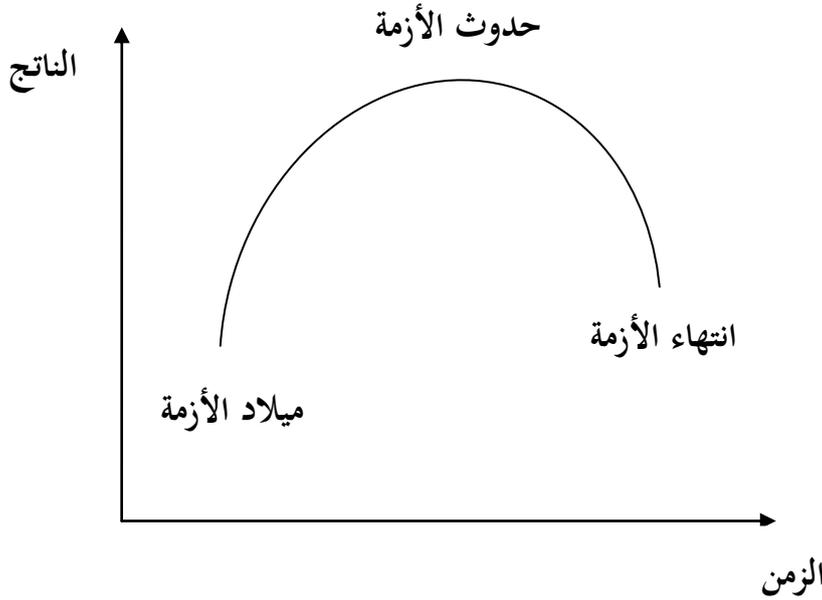
الائتمان المصرفي، الديون الخارجية قصيرة الأجل، التقلبات في أسعار الأسهم، ضعف نظم الرقابة والإشراف وغياب الشفافية والإفصاح مما يعد مقدمات لمولد أزمة مالية.

ثانياً-مرحلة حدوث الأزمة: تمر الأزمة بهذه المرحلة عندما لا يمكن السيطرة على متغيرات الأزمة المتسارعة لتصل إلى نقطة الانفجار منذرة بخطر حقيقي على الاقتصاد ويكمن ذلك في الصدمة وحالة عدم التوازن التي تحدثها، وتتميز هذه المرحلة بمؤشرات تتمثل في التقلبات الحادة في أسعار الأصول المالية وأسعار العقارات، تزايد حالات الإفلاس والاندفاع في سحب الودائع، إغلاق العديد من المؤسسات وتأميم بعض المؤسسات وتقديم المساعدات للمؤسسات المالية من قبل الحكومات، وهذه المؤشرات تعد مؤشراً لانفجار الأزمة .

ثالثاً-مرحلة انحسار الأزمة وانتهائها: تبدأ هذه المرحلة بعد أن يقوم الجهاز المالي والنقدي بمواجهة الأزمة بعد انفجارها وذلك بتغيير السياسات المالية والنقدية وإجراء الإصلاحات الضرورية في الإدارة والضوابط الرقابية والنظم الخاصة بالعمل للخروج من هذه الأزمة المالية . وبالتالي فإن تفاقم الأزمة وانفجارها ووصولها إلى الذروة هو بداية الانفجار ونقطة الدخول.

ويمكن تلخيص مراحل الأزمة المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): مراحل حدوث الأزمة المالية



المصدر: عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص 35.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

الفرع الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية

تعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية ومن أهمها ما يلي¹:

أولاً-ظاهرة الفقاعات: تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف بظاهرة انفجار الفقاعة وتكون إما فقاعة سعرية، مالية أو فقاعة المضاربة وتحدث الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو غير مبرر وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في القطاع نفسه أو القطاعات الأخرى، وبالتالي فإن من علامات الفقاعة هي بيع وشراء الأصول بحثاً عن الربح الرأسمالي المتوقع وليس بناء على العائد المنتظم أو غير المنتظم لتلك الأصول، وتنشأ الفقاعة عندما تصب أموال على أصول أكثر مما تبرره عوائدها كما يحدث في عملية المضاربة، ومن أشهر الفقاعات فقاعة الدوت كوم (فقاعة شركات الإنترنت) عام 2001 حيث انهارت جميع شركات الإنترنت ولم يبقى إلا عدد محدود، وفقاعة الإنترنت كانت المحرك الأساسي لنشوء ما يعرف اليوم بشركات الويب.

ثانياً- نظرية مينسكي: وفقاً لهذه النظرية فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي يتسم بالهشاشة وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة من تعاملها مع القطاع المالي وهو ما يسمى التمويل المتحوط، أما أثناء مرحلة النمو تبدأ التوقعات المتفائلة تطفو على السطح وتوقع الشركات ارتفاع الأرباح ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض، وتنتقل عدوى التفاؤل إلى القطاع المالي ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً ولكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحهم المتوقعة وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان أو في حالة حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض. الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها تؤدي إلى أزمة اقتصادية ويعود الاقتصاد مجدداً لنقطة البداية.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 324، 327.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

ثالثا- نظرية المباريات: من التفسيرات الحديثة للأزمة ما طرحته نظرية المباريات تحت ما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية، إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي على وجود علاقة موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبي الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون) فقد يكون قرار شراء أصل ما بناء على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج " بول كروجمان " ذلك السلوك مثلا أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة ولكن قد يحدث له انهيار سريع بمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعليا.

رابعا- نظرية القطيع: تقوم هذه النظرية على ميل المستثمرين بالشراء والبيع في اتجاه السوق، ويلعب كل من المستثمر الأجنبي والمستثمر المحلي دورا هاما في تفجير الأزمة المالية ولكن بعض الدراسات ترى أن المستثمر المحلي هو أول من يهرب عند حدوث الأزمة لأنه ببساطة لديه معلومات أكبر من المستثمر الأجنبي وفي الغالب فإن المستثمر الأجنبي يتبع المستثمر المحلي أي أن المستثمرين الأجانب يكونون عرضة لسلوك القطيع أكثر من المستثمرين المحليين.

خامسا- نظرية الأحق الأكبر: تحدث أزمة سوق المال نتيجة أفعال المضاربين بشراء أصول بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية لاعتقادهم بأنهم سوف يتمكنوا من بيع هذه الأصول بأسعار إلى مضاربين آخرين (حمقى) وتستمر الفقاعة طالما بقي حمقى عندهم الاستعداد لشراء الأصل بأسعارها العالية، وتتوقف الفقاعة عند آخر أحق (الأحق الكبير) الذي لم يجد من يشتري منه الأصل بسعر مرتفع.

الفرع الثالث: ملخص لأهم الأزمات المالية

الأزمة المالية هي سمة من سمات الرأسمالية والمتتبع للأزمات التي عانى منها العالم على مر التاريخ نجد أنها اتخذت أشكالا مختلفة، وسنحاول من خلال هذا المطلب التركيز على أبرز الأزمات المالية .
يمثل الجدول التالي أهم الأزمات المالية ومضمونها

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

الجدول رقم (1-2): أهم الأزمات المالية

مضمونها	الأزمة
حدثت هذه الأزمة عام 1637 بعد مرور عدة سنوات من المضاربة بأوروبا حيث انخفضت الأسعار فجأة مسببة إفلاس المضاربين وهي أولى الأزمات الناتجة عن المضاربة.	أزمة السندات لأجل
حدثت هذه الأزمة عام 1797 حيث تعرض بنك إنجلترا لانخفاض في الاحتياطي الأمر الذي أدى إلى خلق نوع من الذعر بين المواطنين والشركات فسارعوا إلى سحب ودائعهم ومدخراتهم من البنوك فتسبب في إفلاس جماعي.	الأزمة النقدية
كانت عام 1825 وحدثت نتيجة المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية وذلك في مجال البنوك والتأمينات وغيرها، حيث انخفضت أسهمها انخفاضاً شديداً في بورصة لندن مما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات	أزمة الأسهم
حدثت عام 1929 بحيث شهدت الأسواق المالية الأمريكية انهياراً مدمراً بحيث خسر مؤشر داوجونز في 24 أكتوبر نسبة 22% وتراجع المؤشر بنسبة 13% في 28 أكتوبر و 12% في 29 أكتوبر.	أزمة الكساد الكبير
كانت عام 1982 بحيث تراكمت ديون الدول النامية وأعلنت المكسيك عدم قدرتها على تسديد ديونها وجزت ورائها دول أخرى منها البرازيل والأرجنتين بعد تضاعف إجمالي ديون تلك الدول لتتجاوز 345 مليار دولار، والسبب الرئيسي الذي أدى إلى حدوث الأزمة هي إجبار بعض الدول النامية على الاستدانة بفوائد عالية على المدى القصير لتغطية العجز في ميزان المدفوعات مما أثقل هذه الدول، حيث لم تستغل القروض في عمليات الاستثمار بل لسد العجز لديها.	أزمة الديون المصرفية
حدثت سنة 1987 بسبب انخفاض قيمة الدولار مما أدى إلى ارتفاع سعر الفائدة وعلى الرغم من هذا الارتفاع واصلت أسواق الأسهم نموها إلا أنه عند بلوغ أسعار الفائدة 400 نقطة حدث أكبر انهيار في بورصة الأسهم في يوم واحد وخسر مؤشر داوجونز 22.6% وتراجعت مؤشرات البورصات الأخرى نتيجة تداخل الأسواق العالمية وهو الانهيار الأول في عصر المعلوماتية.	أزمة انهيار سوق السندات الحكومية ثم سوق الأسهم

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

<p>حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية بعد إفلاس مجموعة من مؤسسات التوفير والاقتراض نتيجة الإفراط في التسليفات العقارية من دون ضوابط، وأنشأت على أثرها الحكومة الأمريكية مؤسسة لإعادة هيكلة تلك المؤسسات متحملة خسائر حوالي 200 مليار دولار.</p>	<p>أزمة عام 1989 و 1991</p>
<p>حدثت في أمريكا الجنوبية بالضبط في المكسيك بعد بيع عدد كبير لسندات حكومية بالبيزو المكسيكي عقبها عجز كبير في الموازنة تخلف عن سداد الديون مما دفع المؤسسات الدولية لدعم بقيمة 50 مليار دولار</p>	<p>أزمة عام 1994</p>
<p>وقعت في عام 1997 عندما عجزت المصارف عن مواصلة الإقراض في ضوء التوسع المقترن بتدفق الاستثمار الأجنبي إلى تلك البلدان، انطلقت من تايلاندا وامتدت إلى دول شرق آسيا ولم تحل تلك الأزمة إلا بعد تقديم صندوق النقد الدولي قروضا تجاوزت 45 مليار دولار.</p>	<p>الأزمة الآسيوية</p>
<p>كانت عام 1998 تعد هذه الأزمة أطول أزمة في تاريخ روسيا وبدأت في سوق الصرف وذلك بعد انهيار المورد النفطي الذي يعد المصدر الرئيسي للعملة الأجنبية لروسيا الأمر الذي أدى إلى انخفاض قيمة عملتها في الوقت الذي انخفض فيه سعر النفط مما أثر سلبا على الاقتصاد الروسي.</p>	<p>أزمة روسيا</p>
<p>كانت عام 2000 حدثت بسبب تهافت المؤسسات على البيع عن طريق الانترنت دون وضع اللوجيستيك (إمداد بالمعلومات)، حيث تسبب مؤشر التكنولوجيا المتطورة في أزمة مالية كبيرة نتيجة التلاعب في حسابات الشركات إضافة إلى التوقعات الوهمية لقدرة الانترنت على إحداث نمو اقتصادي فانهارت معظم شركات الانترنت.</p>	<p>أزمة الانترنت والأسهم</p>
<p>حدثت عام 2001 عقب أحداث 11 سبتمبر حيث نتج عن هذه الأحداث انهيار العديد من فروع الأسواق المالية الدولية فضلا عن تدمير شبكة الاتصال الحيوية كأنظمة المقاصة مما استدعى تدخل البنك المركزي لتوفير السيولة اللازمة للبنوك المتضررة لمدة أسبوع خوفا من الخطر النظامي، كما قام البنك المركزي الأوروبي بتقديم أكثر من 130 مليار يورو للبنوك الأوروبية لتفادي الانهيار .</p>	<p>أزمة الخطر النظامي</p>
<p>كانت في 2004-2005 وهو العصر الذهبي لأسواق المال عاشته اليابان</p>	<p>أزمة اليابان</p>

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

<p>إبان النمو الاقتصادي السريع حيث شهدت اليابان توسعا كبيرا في الإقراض و فقاعة ضخمة في سوق الأسهم، كما شهد القطاع العقاري ارتفاعات كبيرة بحيث بلغ سعر المتر المربع الواحد من الأراضي 1,5 مليار دولار، واتجهت البنوك إلى منح قروض عقارية عالية المخاطر</p>	
<p>حدثت في نهاية عام 2007 وبداية 2008 بدأت شرارتها بالولايات المتحدة الأمريكية، ثم امتدت إلى باقي الدول الأوروبية والآسيوية والخليجية والدول النامية التي لها ارتباط بالاقتصاد الأمريكي وسرعان ما تحولت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية أثرت على معظم قطاعات الاقتصاد في دول العالم، والسبب في ذلك هو التوسع في منح قروض عقارية بأسعار فائدة منخفضة وأسفر عن هذه الأزمة إفلاس وتأميم وبيع العديد من البنوك والمؤسسات مثل بنك ليمان برازر، ميريل لينش، بير ستيرنز، بورزن روك، بحيث وصل عدد البنوك المنهارة 19 بنكا خلال سنة 2008 وتعتبر أشد وأخطر من أية أزمة سابقة.</p>	<p>أزمة الرهن العقاري</p>
<p>برزت بشكل كبير في 2010 باليونان نتيجة ارتفاع حجم الدين الحكومي و فشل الحكومة اليونانية في القيام بخدمة ديونها المقومة بالعملات الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها.</p>	<p>أزمة الديون السيادية</p>

المصدر: -محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص ص 21-40.

-السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 320، 324.

المبحث الثاني: مفهوم أزمة الرهن العقاري

تعد الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ نهاية 2007 من أعنف الأزمات الاقتصادية العالمية بعد أزمة الكساد الكبير وتأتي خطورة وعنف هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل نموه محركا لنمو الاقتصاد العالمي، وقد بدأت مظاهر الأزمة من خلال شح السيولة في النظام المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية وانحيار المؤسسات المالية الكبيرة وهبوط أسعار الأسهم والسندات، وما لبثت أن امتد تأثيرها إلى أوروبا وبعض الدول الآسيوية ومن ثم تحولت إلى أزمة اقتصادية انتقل تأثيرها من قطاع المال إلى قطاع الإنتاج. لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أسباب أزمة الرهن العقاري، نشأتها وكذا آثارها على الدول المتقدمة والنامية.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

المطلب الأول: نشأة أزمة الرهن العقاري وأسبابها

سنحاول من خلال هذا المطلب تناول نشأة أزمة الرهن العقاري إضافة إلى أسبابها.

الفرع الأول: نشأة أزمة الرهن العقاري

ظهرت أزمة الرهن العقاري في عام 2007 بسبب فشل الملايين من المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في تسديد ديونهم للبنوك فأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت إلى الاقتصاديات الأوروبية والآسيوية مصيبة في طريقها بعدد من البنوك والمؤسسات المالية العالمية ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخحت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهن العقاري حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية.

ويمكن تلخيص المراحل الكبرى التي مرت بها أزمة الرهن العقاري فيما يلي¹:

- **فيفري 2007**: زيادة حادة في حالات عدم تسديد قروض الرهن العقاري الممنوحة للمدينين الذين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد، مما تسبب في أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة؛
- **أوت 2007**: تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة وتدخل البنك المركزي لدعم سوق السيولة؛
- **أكتوبر-ديسمبر 2007**: إعلان عدد من البنوك عن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري؛
- **22 جانفي 2008**: يخفض البنك المركزي معدل فائدته ثلاثة أرباع النقطة إلى 3,5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي تم تخفيضه تدريجياً إلى 2% بين جانفي و أبريل 2008؛
- **17 فيفري 2008**: الحكومة البريطانية تؤمم بنك نورذون روك؛
- **16 مارس 2008**: جي بي مرجان تشير يعلن عن شراء بنك بير سترينز بسعر متدن؛
- **24 أبريل 2008**: قام بنك يو بي إس السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته من جراء أزمة الرهن العقاري والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله؛
- **7 سبتمبر 2008**: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري (فريدي ماك، وفاني ماي) تحت الوصاية طيلة الفترة بغية إعادة هيكلة ماليتها مع كفالة ديونها في حدود 200 مليار دولار؛

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 333، 335.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك ليمان براذرز بإفلاسه إضافة إلى اتفاق عشرة بنوك على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجتها إلحاحا، في حين توافق البنوك المركزية على فتح مجالات التسليف؛
- 16 سبتمبر 2008: البنك المركزي والحكومة الأمريكية تؤمنان أكبر مجموعة تأمين في العالم ايه أي جي المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار؛
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها وعملية الإقراض تضعف في النظام المالي ويكشف البنك المركزي العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية؛
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني لويدي إسي بي يشتري منافسه إن شي أو إس المهدد بالإفلاس وتعلن السلطات الأمريكية أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها غير القابلة للبيع؛
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية فورتيس في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشتري جي بي مورجان منافسه واشنطن ميو تشوال؛
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعويم فورتيس من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولكسمبورغ ، وفي بريطانيا يجري تأمين بنك براد فورد وبينجلي؛
- ديسمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وبورصة وول ستريت تنهار، كما تراجع البورصات الأوروبية بقوة كما واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها؛
- فبراير 2009: تقديم صفقة تحفيز لمدة عامين بقيمة تتراوح بين 675_775 مليار دولار وقد تصل 850 مليار دولار، أي ما يمثل 5_7% من الدخل الوطني الأمريكي.

الفرع الثاني: أسباب أزمة الرهن العقاري

يمكن تقسيم أسباب الأزمة المالية إلى أسباب مباشرة وأخرى غير مباشرة.

أولا- الأسباب المباشرة: يمكن إرجاع أسباب الأزمة إلى¹:

¹ - زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة الأسباب والدروس المستفادة، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول استراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، جامعة الشلف، يومي 25-26 نوفمبر 2008، ص ص 7، 9.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

1- **توفر الأموال الرخيصة:** انخفض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003 مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية ومع سهولة وتسيير هذه القروض تزايد الطلب عليها، مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة الأمريكية، هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية مما أدى إلى انتشار مخاطرها على نطاق واسع.

2- **الرهون العقارية الأقل جودة:** وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية وهذا ما يسمى الرهون الأقل جودة لأنها رهونات من الدرجة الثانية وهي أكثر خطورة في حالة انخفاض ثمن العقار وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض.

3- **الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية:** وهو ما قام به المهندسون المليون في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تم اختراع جديد اسمه المشتقات المالية وهو اختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون).

4- **استخدام المشتقات المالية:** البنوك لم تكتف بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي التوسع في الإقراض وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة وهو ما يطلق عليه التوريق، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولى بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية وهكذا فإن العقار يعطي لمالكه الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتابعة وبالتالي فإن التركيز في قطاع واحد يؤدي إلى زيادة المخاطر.

5- **نقص وانعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة:** حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية.

6- **ترابط الاقتصاديات:** قد كان ارتفاع وانخفاض أسعار العقار مقصوراً على بعض الدول لكن الفقاعة التي حدثت في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكية مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق واسع.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

ولقد تضافرت الأسباب السابقة وساهمت في تهديد أهم عناصر القطاع العقاري وهو الثقة، فبالرغم من أن العناصر السابقة كافية لإحداث الأزمة فإن الأمر يصبح خطيرا إذا فقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي والذي يقوم على ثقة الأفراد ويزداد تعقيدا نتيجة التداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول.

ثانيا- الأسباب غير المباشرة: هذه الأسباب تتعلق بوضعية الاقتصاد الأمريكي ويمكن إجمال أهمها فيما يلي¹:

1- اهتزاز الاقتصاد الأمريكي: الأزمة المالية تقوم على محورين لا يمكن فصل بعضها البعض فمن من حيث طبيعتها هي أزمة مزدوجة مالية ونقدية، ومن حيث مصدرها فإنها تعود لاهتزاز الاقتصاد الأمريكي وعيوب النظام الرأسمالي، فال محور الأول يتركز على فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي وعملته، أما المحور الثاني فيتركز على أن الاقتصاد الأمريكي هو السبب وراء الكارثة.

2- عجز الميزانية: أدت السياسات غير المتناسكة لبوش إلى تعميق العجز في الميزانية الأمريكية والمتمثلة في:

- خفض معدل الضرائب؛
- الإنفاق على الأمن الداخلي؛
- الإنفاق الكبير على الحروب؛
- عجز ميزان المدفوعات ويظهر في تدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي بسبب القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية إضافة إلى ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي بصفة خاصة من السلع المستوردة، وقد تزامن عجز ميزان المدفوعات جنبا إلى جنب مع دين محلي ضخم؛
- استخدام البنك المركزي في استخدام احتياطاته بشراء أذون الخزانة الأمريكية ناهيك على أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الولايات المتحدة الأمريكية انخفض بشكل واضح بعد أحداث 11 سبتمبر؛
- تصاعد حجم الدين الأمريكي: تضاعف حجم الدين الأمريكي بحيث بلغ في سبتمبر 2007 حوالي 2,9 تريليون دولار أي ما يمثل حوالي 70 % من الناتج المحلي الإجمالي وقد وصل إلى حوالي 72,5% من الناتج المحلي الإجمالي في سبتمبر 2008 وبهذا الشكل يتجاوز مستوى الحد المقبول دوليا.

¹ - سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، سنة 2008، ص 61.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

المطلب الثاني: آثار أزمة الرهن العقاري

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية على البلدان المتقدمة والنامية وكذا الدول العربية ويظهر تأثير ذلك خاصة على الأسواق المالية .

الفرع الأول: آثار أزمة الرهن العقاري على الدول النامية والعربية

يمكن إجمال هذه الآثار في عدة جوانب يمكن إجمالها فيما يلي¹:

- التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة ويترتب على ذلك خسائر مالية فادحة؛
- ارتفاع معدل سحبيات الودائع من البنوك بسبب الذعر والخوف ويسبب لها ذلك خللا في حركة التدفقات النقدية والمالية مما اضطرت بعض البنوك المركزية في الدول العربية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد؛
- زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك العربية بسبب عدم القدرة على التنبؤ؛
- قيام العديد من البنوك العربية بتجميد تمويل المشروعات التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقا للخطط والاتفاقيات وهذا يسبب انكماشاً في مجال الاستثمارات مما قاد إلى تعثر وعدم قدرة الشركات المقترضة عن سداد مستحقاتها للبنوك، وهذا ما ساهم في تفاقم الأزمة؛
- قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال العربية، وهذا ما أحدث خللا ملحوظا في استقرار المعاملات وتأثرت البورصات العربية بهذا السلوك؛
- القلق النفسي الشديد الذي أصاب كل الأعوان الاقتصاديين ومنهم الأفراد خاصة، وهذا ما ترتب عليها من فرض ضرائب ورسوم جديدة وما انجر عنه من ارتفاع في أسعار السلع والخدمات.

الفرع الثاني: آثار أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الجزائري

تأثرت الجزائر كبقية اقتصاديات العالم بالأزمة الاقتصادية العالمية وإن كان بنسبة أقل مقارنة بالدول الأخرى وذلك للأسباب التالية²:

¹ - عبد القادر لحول، إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفراغات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، يومي 28-29 أبريل 2010، ص ص 19، 20.

² - صالح مفتاح، الأزمة المالية العالمية، مقالة في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 8، جامعة بسكرة، سنة 2010، ص ص 15، 16.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر؛
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها؛
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي وهذا راجع إلى أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات وهو ما يجعله يتأثر في هذا الجانب أكثر من غيره؛
- أما الآثار السلبية: فيرتبط الاقتصاد الجزائري بالأسواق العالمية من خلال التجارة الخارجية وتوظيف احتياطات الصرف في سندات الخزينة الأمريكية ولهذا فإن الاقتصاد الجزائري متأثر بالأزمة المالية من خلال:
- انخفاض قيمة الدولار الأمريكي: في ظل استمرار تدهور قيمة الدولار الأمريكي تتأثر الصادرات النفطية المقومة بالدولار واختلال التوازنات المالية الكبرى إن استمرت أسعار المحروقات في الانهيار؛
- تراجع نمو الاقتصاد العالمي: تسبب الأزمة المالية العالمية تراجعاً في نمو الاقتصاد العالمي (الأمريكي، الأوروبي، الصيني والياباني) مما يؤدي إلى تقلص الطلب العالمي على النفط ومن ثم انخفاض أسعاره وبالتالي تراجع عائدات النفط والركود الاقتصادي سيؤدي إلى إفلاس الكثير من الشركات والمؤسسات عبر العالم؛
- التضخم العالمي: سيؤثر التضخم إن استمر سلبي على احتياطات الصرف الموظفة في سندات الخزينة الأمريكية.

الفرع الثالث: آثار أزمة الرهن العقاري على أهم القطاعات الاقتصادية

من أهم القطاعات الاقتصادية متأثراً بالأزمة مايلي¹:

- أولاً-قطاع النفط: على اثر الأزمة المالية العالمية انخفض الطلب على معظم السلع وخاصة البترول، باعتبار أن الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر دولة مستهلكة للبترول في العالم، حيث انخفض سعر البترول من 150 دولار في 2008 إلى 40 دولار في بداية 2009 و بمآن دول الخليج هي أكثر الدول العربية إنتاجاً وتصديراً للبترول فهي أكثر الدول متأثراً من بقية الدول العربية؛
- ثانياً-قطاع الصادرات: في ظل الركود الاقتصادي العالمي يقل الطلب وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الصادرات العربية وخاصة أن الجزء الأكبر من هذه الصادرات يتجه نحو الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية وهذه الأخيرة تأثرت كذلك بالأزمة؛

ثالثاً-قطاع الاستثمارات العربية في الخارج: قدرت الاستثمارات العربية بالخارج بحوالي 80 تريليون دولار في عام 2008، وهذه الأموال مملوكة للحكومات والمؤسسات (الصناديق السيادية) والأفراد، وتأثرت تلك

¹- إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والإستراتيجية اللازمة لمواجهتها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة سانت كليمنتسن العالمية، تخصص الاقتصاد العام، العراق، سنة 2011، ص ص 119، 122.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

الاستثمارات من جراء الأزمة المالية العالمية وفقد جزء منها نتيجة إفلاس بعض البنوك وتعثر بعض شركات التأمين وانحيار بعض البورصات ؛

رابعاً-قطاع البنوك: إن البنوك العربية لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية إلا في حدود ضيقة (ماعداد الدول النفطية) ويرجع ذلك إلى متانة مراكزها المالية والرقابة الصارمة من جانب البنك المركزي وتطبيق مقررات بازل باستثناء أحد بنوك الكويت الكبرى الذي تعرض لهزة عنيفة كانت تعصف به لولا تدخل الحكومة وضمائها لكافة الودائع بالبنوك؛

خامساً-قطاع البورصات: تعتبر البورصات العربية هي القطاع الأكثر تأثراً بالأزمة المالية، وهذا راجع على إلى تشابك البورصات مع بعضها البعض في مختلف دول العالم في إطار ما يعرف بشهادات الإيداع الدولية، وعلى اثر الأزمة قام الأجانب ببيع ما يملكون من أسهم وسندات في البورصات العربية نظراً لحاجتهم الشديدة للسيولة؛

سادساً- قطاع العقارات: قبل وقوع الأزمة المالية العالمية شهدت الدول العربية ارتفاعات متتالية في أسعار العقارات منذ عام 2003 حتى بداية الربع الأخير من عام 2008، وبعد ذلك بدأت أسعار العقارات في الدول العربية تتجه نحو الانخفاض خاصة في دبي، حيث أن النسبة الكبرى لمبيعات العقارات كانت للأجانب وتوقفوا عن الشراء بسبب نقص السيولة لذلك لجأ الكثير منهم إلى بيع عقاراتهم وتوقف الكثير عن سداد الأقساط.

المطلب الثالث: إجراءات لمواجهة أزمة الرهن العقاري

لقد تعددت خطط الإنقاذ حسب تأثر الدول بها

الفرع الأول: خطة الإنقاذ الأمريكية: اقترح وزير المالية الأمريكي بغرض الخروج من الأزمة عدة اقتراحات تضمنت ما يلي¹:

¹-أنظر:

- فريد راغب النجار، إدارة التغيير الاستراتيجي العربي لمواجهة الأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2009، ص ص 48، 49.

- فوزي محيريق، عقبة عبد اللاوي، مصيده السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة بين وصمة من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني، الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية والنظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5 و 6 ماي 2009، ص 10.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- إعطاء وزارة المالية إمكانية شراء الأصول الهالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار وقد ترتفع إلى 350 مليار دولار ولا تتجاوز 700 مليار دولار؛
- التنسيق بين وزير المالية والسلطات والبنوك المركزية لدول أخرى ؛
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف إلى 250 ألف دولار؛
- تقديم إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى وللشركات ؛
- تجنب دفع تعويضات تشجع على المضاربات عديمة الجدوى؛
- تقديم تعويضات كبيرة لرؤساء الشركات الذين يتم تسريحهم،
- تحقيق المراقبة والشفافية عن طريق مجلس رقابي يضم محافظ البنك المركزي الأمريكي ومشاركة وزير المالية ورئيس الهيئة المنظمة للبورصات لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات مع تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قدرات وزارة المالية؛

الفرع الثاني: خطة الإنقاذ الأوروبية: لقد قامت الدول الأوروبية المتضررة من الأزمة المالية بالتدخل المباشر من خلال إتباع الإجراءات التالية¹:

- شراء أسهم بعض البنوك المتعثرة للرفع من قدرتها المالية ؛
- تخفيض معدلات الفائدة من طرف البنوك المركزية؛
- تقديم ضمانات لمساعدة البنوك على الاقتراض واستعمالها في تمويل المؤسسات الاقتصادية والخصوص؛
- إتباع خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأميم جزئي للمؤسسات المالية المتضررة وهذا من خلال ضخ أموال في البنوك المتضررة وضممان الودائع كما تسعى إلى ضمان القروض بين البنوك وإعادة تمويلها.
- **قمة العشرين G20** : انعقدت في لندن أفريل 2009 تمثلت أهدافها في²:
 - إعادة الثقة في الاقتصاد العالمي من خلال العمل على رفع معدلات النمو والتشغيل؛
 - إصلاح وتعزيز حوكمة النظام المالي؛
 - إعادة بناء وإصلاح المؤسسات المالية العالمية: بهدف عكس مسار الأزمة المالية والوقاية من الأزمات المستقبلية؛

¹ - محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009، ص 19.

² - نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مقالة في مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العددان 48 و 49، القاهرة، مصر، سنة 2009، 2010، ص ص 98، 99.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- ترقية التجارة الدولية والاستثمار مع العمل على الحد من الإجراءات الحمائية؛
- دعم الرقي والتطور العالمي من خلال العمل على تحقيق تنمية مستدامة مع مراعاة الجانب البيئي.

الفرع الثالث: الاقتصاد الإسلامي كحل لأزمة الرهن العقاري

حل الأزمة المالية يكمن فيما يقدمه الاقتصاد الإسلامي والذي يبنى على أسس وضوابط يمكن إنجازها فيما يلي¹:

- الحرية المنضبطة الإسلامية بدلا من الحرية المطلقة الرأسمالية وتطبيق ذلك في أسواق المال يقتضي ممارسة المستثمرين الأنشطة النافعة في اكتسابهم للدخول، وهي الأنشطة المتعلقة ببذل مجهود حقيقي وحرمة اكتسابها من نشاطات ضارة لا تنتج إنتاجا حقيقيا كعمليات توريق الديون وعقود المشتقات باعتبارها عمليات وهمية لا إنتاجية وتنطوي على حالات من الغش والتحايل والقمار؛
- منع فوضى المعاملات المالية والأخذ بالرقابة المالية الإسلامية : لأن غياب الرقابة المالية الفعالة في أسواق المال الرأسمالية كان واحدا من أهم الأساليب التي تسببت في الأزمة، ويتضمن النظام المالي الإسلامي أرقى نظام رقابي سواء على الحكومة أو الأفراد، وتمثل الرقابة في النظام الإسلامي من خلال تنظيم الأسواق وتحديد ضوابط المنافسة فيها وإقرار قواعد للتبادل يضمن الشفافية والعدالة وبفعل هذه الرقابة الحكومية المتوازنة والعدالة كفيلة بأن تمنع تلك الفوضى في المعاملات المالية وأن تحول دون وقوع الأزمات؛
- تحريم الفوائد الربوية والمعاملات المبنية على الربا والأخذ بالمشاركة في الربحية: إن التعامل بالفوائد الربوية يعد الوقود الذي يحرك كل عمليات التوريق، لقد أجمع فقهاء المسلمين على حرمة هذه الصيغة من صيغ التعامل لما فيها من ظلم واستغلال لطرف على حساب طرف آخر، فالإسلام أخضع صيغ الاستثمار لتشريعات تضبط المستثمر في سلوكه مع ماله ومع نفسه ومع المجتمع الذي يعيش فيه ليسير في إطار العقيدة، فالتشريع الإسلامي مبني على الموازنة بين مصلحة طرفي التبادل في العملية الاقتصادية بما يحقق عدالة توزيع الدخول وتوظيفها، فرأس المال في الإسلام لا ينمو بنفسه فالنقود لا تلد نقودا وإنما لا بد أن يقطع الإنتاج دورة النقود، بمعنى أنه ينمو بإظهار العمل الإنساني فيه واختلاط الجهد البشري معه. وبناء على هذه المفاهيم يرفض الاقتصاد الإسلامي أن تكون الفائدة هي عائد رأس المال كما هو في الاقتصاد الوضعي، لأنها تعمل على تعطيل الطاقات البشرية المنتجة، فالمرابي الذي يجد المجال لإنماء ماله بالربا

¹ - علا عادل علي، الأزمة المالية العالمية: تأثيرها وطرق مواجهتها، مقالة في مجلة النهضة، المجلد الرابع عشر، العدد الأول،

مصر، جانفي 2013، ص ص 39، 40.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

يسهل عليه الكسب دون اشتغال بالصناعات الشاقة، ولهذا حصر الاقتصاد الإسلامي فرص الاستثمار بالإنتاج الفعلي والاستثمار الحقيقي وليس المالي.

إن جوهر العملية الاقتصادية في الإسلام تقوم على أساس المخاطرة المنضبطة والمحسوبة، فكلما كان رأس المال فاعلا في عمليتي الإنتاج والاستثمار يتحمل مخاطر التلف والخسارة كان ربحه مشروعاً، والعكس في حالة يكون رأس المال غير فاعل أو مشارك في العملية الإنتاجية بحيث يكون مضموناً بعيداً عن المخاطرة والخسارة كانت الزيادة فيه ربا محرم، وهذا ما يعني أن عائد رأس المال في الاقتصاد الإسلامي هو الربح الناتج من المشاركة في العملية الاستثمارية من خلال الإنتاج الحقيقي، وهذا ما يثبت أن الاقتصاد الإسلامي اقتصاداً تنموياً يهدف إلى خلق السلعة وتنميتها وليس اقتصاداً تمويلياً يسعى لزيادة المال بالمال.

المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية المفهوم والآثار

عرفت منطقة الأورو منذ عام 2009 أزمة مالية حادة عرفت بأزمة الديون السيادية وأطلق عليها هذه التسمية لكونها ترتبط بعجز بعض الدول على تسديد ديونها اتجاه دائئتها، وتأتي هذه الأزمة امتداداً للأزمة المالية العالمية التي مست الاقتصاد العالمي في أواخر 2007، وظهرت الشرارة الأولى لهذه الأزمة في عدم قدرة اليونان على تسديد التزامات اتجاه دائئتها من بنوك ومؤسسات مالية وازدادت حدتها في كل من سنة 2010، 2011 وانتقلها إلى كل من البرتغال، إيرلندا، اسبانيا إيطاليا . لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تناول كل من تعريف الأزمة، أسبابها وآثارها.

المطلب الأول: نشأة أزمة الديون السيادية وأسبابها

نتناول في هذا المطلب كل من نشأة هذه الأزمة إضافة إلى أسبابها

الفرع الأول: نشأة أزمة الديون السيادية: بدأت أولى بوادر الأزمة بعد التعافي التدريجي للأزمة المالية الأمريكية وذلك بعد عجز اليونان عن تمويل العجز في ميزانيتها وهذا ما انجر عنه احتمال وقوع الاتحاد الأوروبي في أزمة، إذ خسر اليورو 12% من قيمته عام 2000، ومع بداية سنة 2009 عرفت الحكومة اليونانية عجز في ميزانيتها في حدود 12.5% من الناتج المحلي الخام، وأصبحت الحكومة اليونانية عاجزة عن تسديد ديونها. ومع انتشار الأزمة اليونانية تم الكشف على أنه خلال سنوات عديدة من الزمن والحكومة اليونانية كانت تقوم بتقديم تقارير وإحصائيات خاطئة وهذه التقارير كانت تعطي صورة حسنة على الاقتصاد اليوناني ولكن في الواقع كان العكس، وكل هذا كان من أجل البقاء في الاتحاد الأوروبي والاستفادة من المزايا التي يحققها وكذا لإخفاء حجم ديونها والعجز في ميزانيتها لاشتراط الاتحاد الأوروبي ألا يتجاوز عجز ميزانيتها

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

3% من الناتج الوطني، وعند اندلاع الأزمة اتضح أن العجز كان يبلغ 12%، أما الديون المعلنة تجاوزت 300 مليار أورو، وأن اليونان تواجه احتمال العجز عن خدمة ديونها¹.

عموماً يمكن تعريف الديون السيادية على أنها سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة، أي أنه شكل من أشكال الاقتراض، ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء بديونها المقدمة في شكل سندات بالعملة الأجنبية وأن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الأجنبي والذي يسمح لها بذلك حرصاً منها على ثقتها لدى المستثمرين الأجانب وكذلك على تصنيفها الائتماني في سوق الإقراض².

تحدث أزمة الديون السيادية عندما يتوقف المقترض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ويتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القديمة³.

الفرع الثاني: أسباب أزمة الديون السيادية

هناك أسباب داخلية وخارجية تضافرت في وقوع أزمة الديون السيادية ومن أهمها⁴:

أولاً- أسباب داخلية:

- حقق الاقتصاد اليوناني انتعاشاً خلال 2007 حيث نما بنسبة 4% وساهم بذلك تسهيل التوسع في منح القروض والتسهيلات الائتمانية من قبل البنوك مما أدى إلى زيادة استهلاك القطاع الخاص .
- تمول اليونان العجز المزدوج في الميزانية والحساب الجاري عن طريق الإقراض من أسواق رأسمال الدولية، وهو ما ساهم في ارتفاع الديون الخارجية بـ 115% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2009.
- زيادة الإنفاق بنسبة 87% بينما زادت الإيرادات بنسبة 31% وهذا ما ساهم في ضعف التحصيل الضريبي مما أدى إلى زيادة عجز ميزان المدفوعات .

ثانياً- أسباب خارجية: من أهمها

¹- أحمد السيد علي، أزمة اليونان سياسات صارمة، مجلة تداول، مجلة السوق المالية السعودية، مارس 2010، ص ص 21، 23.

²- الغرفة التجارية الصناعية، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مركز الدراسات والبحوث، إصدار سنوي، العدد 19، الرياض، السعودية، سنة 2011، ص 16.

³- رابح حدة، الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية، مقالة في مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 16، سنة 2009، ص 67.

⁴- محمد خبش، الأزمة المالية اليونانية إلى أين؟، مقالة في مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد الخاص 3 و 4، عمان، الأردن، سنة 2011، ص 13.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- **الدخول في عضوية العملة الأوروبية:** أصدرت الحكومة اليونانية بيانات اقتصادية غير حقيقية تتماشى مع اتفاقية ماستريخت (المتعلقة بنسبة الدين العام وعجز ميزان المدفوعات إلى إجمالي الناتج المحلي) وذلك لكي يتسنى لها دخول عضوية العملة الأوروبية مما أدى إلى التأخير في اتخاذ إجراءات مالية واقتصادية لحل هذه المشاكل.
 - **الأزمة المالية العالمية 2008:** تأثرت اليونان بالأزمة المالية العالمية ودخلت في ركود اقتصادي بسبب ضعف الدخل من السياحة والنقل وضعف التنافسية مما أدى إلى زيادة نسبة البطالة وصلت 9% عام 2009، وبلغت نسبة العجز في ميزان المدفوعات 13.6% إلى إجمالي الناتج المحلي، وبلغت نسبة الدين العام 115% من الناتج المحلي.
 - **المبالغة في الدين العام:** منذ عام 2009 ازدادت مخاوف الدائنين والمستثمرون في بعض الدول الأوروبية (اليونان، أيرلندا، إيطاليا، البرتغال وإسبانيا)، وهذا ما أدى إلى ظهور أزمة ثقة في السندات الحكومية اليونانية.
 - **تعريف الأرقام والإحصائيات:** حيث ثبت أن اليونان انتهجت على مدى سنوات ممارسات أضعفت موقفها وهزت حجم ديونها والعجز في ميزانيتها، كما أن الاتحاد الأوروبي يشترط على دولة ألا يتجاوز العجز في ميزانيتها النسبة المحددة 3% من الناتج الوطني، وعندما اندلعت الأزمة اتضح أن العجز بلغ أربعة أضعاف النسبة المسموح بها، كما أن الديون المعلنة تجاوزت 300 مليار يورو وأن اليونان تواجه احتمال العجز عن خدمة ديونها.
- المطلب الثاني: مراحل أزمة الديون السيادية**
- يمكن تلخيص أهم المراحل الكبرى للأزمة فيما يلي¹:
- 04 أكتوبر 2009: تشكيل حكومة يونانية جديدة؛
 - 08 نوفمبر 2009: عجز في ميزانيتها بنحو 12.7% من الناتج المحلي الإجمالي، ودين عام قدر بنحو 113.4% من الناتج المحلي الإجمالي أي ضعفي ما صرحت به الحكومة؛
 - 08 ديسمبر 2009: لجنة التنقيط الدولية تقوم بتغيير نقطة سندات الخزينة اليونانية من A إلى A'؛
 - 10 ديسمبر 2009: رئيس البنك المركزي الأوروبي يطالب اليونان باتخاذ إجراءات صعبة للتخفيف في عجز ميزانيتها وديونها؛

¹ - برهوم أسماء، برهوم هاجر، أزمة اليونان، مداخلة في الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2011، ص 10.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- 14 ديسمبر 2009: الوزير الأول لليونان يصرح بأنه سيعمل على تطبيق سياسة تقشفية بهدف استرجاع التوازن في الميزانية والنفقات العمومية؛
- 14 جانفي 2010: اليونان تعلن برنامج تعديلي للنفقات العمومية الذي سيخفض عجز الميزانية إلى 2.8% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2012 الأمر الذي لم يقتنع به مشتري الأوراق المالية؛
- 3 فيفري 2010: مجلس البنك المركزي الأوروبي يقوم بالمصادقة على البرنامج التعديلي المقترح من طرف السلطات اليونانية في شأن تسيير نفقاتها العمومية وبدأ بتجميد رواتب العمال؛
- 11 فيفري 2010: الاتحاد الأوروبي يعلن بإصدار برنامج مساعدة اليونان دون تحديد آلياته؛
- 24 فيفري 2010: إضراب لمدة يوم كامل احتجاجا على السياسة التقشفية؛
- 25 فيفري 2010: تشكيل لجنة مشتركة بين اليونان وصندوق النقد الدولي والاتحاد الأوروبي؛
- 05 مارس 2010: إعلان على سياسة تقشفية جديدة لتوفير ما يقارب 4.8 مليار أورو من خلال
 - بيع أملاك عقارية عامة ، رفع سن التقاعد من 61 عام إلى 63 عام؛
 - رفع الضريبة على الغاز والكحول من 19 إلى 23%؛
 - فرض ضريبة على القيمة المضافة بزيادة تقدر ب 30% .
- 11 مارس 2010: إضراب باليونان ومظاهرات شملت القطاعين العام والخاص؛
- 15 مارس 2010: اتفاق وزراء المالية لدول الاتحاد الأوروبي على مساعدة اليونان؛
- 11 أبريل 2010: اتفاق رؤساء الدول الأوروبية على منح اليونان قرض يقدر ب 30 مليار أورو بسعر فائدة 5% على 3 سنوات؛
- 28 أبريل 2010: اليونان تطلب مساعدات من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي؛
- 02 ماي 2010: إعلان اليونان على سياسة تقشفية وموافقة الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على أن إجمالي حجم الأموال التي ستحصل عليها اليونان يصل إلى 45 مليار يورو بينما يصل إجمالي المساعدات التي ستحصل عليها خلال السنوات الثلاثة المقبلة إلى نحو 110 مليارات يورو، منها 30 مليار من صندوق النقد الدولي و 80 مليار من دول منطقة اليورو؛
- 07 ماي 2010: موافقة المفوضية الأوروبية على تفعيل المساعدات التي تقدر ب 110 مليار يورو؛
- 14 جوان 2010: تراجع تقييم الديون اليونانية؛
- 23 أكتوبر 2010: منح اليونان أول قسط مساعدات يقدر ب 8.5 مليار أورو من أصل 61 مليار أورو؛

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- 12 مارس 2011: انعقاد قمة أوروبية للاتفاق على منح اليونان قروض من 4 إلى 7 سنوات بسعر فائدة من 4.2% إلى 5.2%؛
- 15 ماي 2011: قمة جمعت ستة وزراء مالية أوروبية بلكسمبورغ للاتفاق على خطوة جديدة لإنقاذ اليونان؛
- جويلية 2011: إتباع سياسة تقشفية تضمنت:
 - خصخصة الشركات؛
 - زيادة الضريبة على المعاشات التقاعدية؛
 - خلق هيئة خاصة لاستغلال الممتلكات العمومية؛
 - فرض ضريبة إضافية لمن دخله أكبر من 12000 أورو .
- 02 نوفمبر 2011: خطة إنقاذ جديدة تشمل إعفاء اليونان من سداد 50% من ديونها المستحقة ومنحها قرض بـ 130 مليار أورو؛
- 15 نوفمبر 2011: طلب اليونان مساعدات قدرت بـ 80 مليار أورو لتجنب الإفلاس.

المطلب الثالث: قنوات انتقال أزمة الديون السيادية

- تعد كل من الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني كأهم الآليات التي ساهمت في تفاقم أزمة الديون السيادية وانتقالها من دولة إلى أخرى، وسنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى أهم الآليات التي ساهمت في انتقال أزمة الديون السيادية.
- تتركز أهم الآليات التي ساهمت في انتشار أزمة الديون السيادية في آليات أسعار الفائدة، علاوة التأمين، علاوة المخاطر، تخفيض التصنيف الائتماني، والتوقعات الاحتمالية للمستثمرين¹
- في أعقاب الأزمة الاقتصادية 2007 وما بعدها لجأت الدول الأوروبية إلى عمليات الإصدار السندي لسد احتياجاتها التمويلية، فارتفعت ما بين 2007 و 2009 احتياجات التمويل على المدى المتوسط والطويل وذلك بالنسبة إلى البرتغال، إيطاليا، فرنسا، اليونان، وإسبانيا بالنسب التالية 34%، 45%، 53%، 70%، 34% وعليه فإن ارتفاع المديونية العمومية وتوقع الانكماش الاقتصادي أدى إلى ارتفاع حاد لعلاوة المخاطرة وعلاوة التأمين المرتبطة بمخاطر عدم القدرة على التسديد .

¹ - أوكيل نسيمة وآخرون، الأزمة المالية في منطقة الأورو، أسباب نشوبها وانتشارها، مقالة في مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، مصر، العددان 61 و62، سنة 2013، ص ص 21، 25.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- بالنسبة لعلاوة التأمين المرتبطة بالديون اليونانية ذات الأجل 10 سنوات فقد ارتفعت بنسبة 122% خلال الثلاثي الأخير من عام 2009، وذلك إثر تصريح رئيس الحكومة اليوناني في ما يتعلق بتصحيح العجز في الميزانية في أكتوبر 2009 وذلك بنسبة 7.7% بدلا من 5%، وعلى إثر هذه الأحداث قامت وكالات التصنيف الائتماني بإجراء تخفيض ثاني لتصنيف الديون اليونانية في ديسمبر 2009، كما ارتفعت علاوة التأمين المرتبطة أيضا بالديون الإيطالية، البرتغالية والإسبانية بنسبة 68% في المتوسط. وأصبح خطر الديون السيادية هو الانشغال الأول للأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، فلأسواق استهدفت الدول الهشة كاليونان حول الشك في عدم قدرتها على تسديد الديون، وعلى هذا الأساس تشترط السوق المالية معدلات فائدة عالية لإقراضها، وما زاد في تأثير الأسواق المالية في حدة المديونية هو اتجاهات المضاربة المتزايدة على السندات اليونانية في 2010 وعلاوة المخاطر المرتبطة بها، ما أجبرها على اللجوء إلى الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي لإقراضها الأموال التي أبت أن تقدمها إليها الأسواق المالية، وبالنظر إلى أسعار الفائدة العالية جدا التي فرضتها آليات السوق، حيث بلغت أعلى قيمة لها في نوفمبر 2011 بنسبة 25%.

على الرغم من تبني اليونان للسياسات التقشفية إلا أنها لم تتمكن من الوصول إلى تقليص العجز في الميزانية وهذا ما أدى إلى حدوث ارتفاع آخر في علاوة التأمين وتخفيض التصنيف الائتماني لليونان. وعلى إثر ذلك تخطت الديون اليونانية صنف الاستثمار إلى ديون مضاربة وما زاد في تعقيد مهمة البنك المركزي الأوروبي في مساعدة اليونان، إذ لم يكن بإمكانه التدخل لشراء سندات غير مضمونة في إطار عمليات السوق المفتوحة لأن هذه السندات تعدت تصنيف الاستثمار وأصبحت سندات مضاربة. وقد فرضت كل من السوق المالي ووكالات التصنيف الائتماني على الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي اللذين قدما دعما ماليا قدره 110 مليار أورو على مدار 3 سنوات، وجرى الإعلان في جويلية 2011 من أجل تهدئة الأوضاع في الأسواق المالية في احتمال مساهمة الدائنين الخواص لليونان (صندوق الاستثمار، البنوك، شركات التأمين) بتخفيض 21% من الديون اليونانية غير أن هذا الحدث لم يؤثر في آليات السوق بسبب خوف المستثمرين من المخاطر الكبيرة لعدم قدرة اليونان على التسديد فضلا عن تخوفها من احتمال انتقال العدوى إلى دول أخرى كإسبانيا وإيطاليا، وفي محاولة لتحقيق آثار الأزمة وضغط الأسواق المالية قام البنك المركزي الأوروبي في أوت 2011 بالتدخل في السوق الثانوية بالاستحواذ على ما يعادل 100 مليار أورو من السندات الإسبانية والإيطالية وهذا ما سمح بتفادي ارتفاع معدلات الفائدة على سندات هذه الدول.

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

أما الأثر الكبير الذي أحدثته وكالات التصنيف الائتماني في أزمة منطقة الأورو هو إقدام وكالة ستاندر آندبورز على تخفيض التصنيف الائتماني لتسع دول في يوم واحد في جانفي 2012 بما فيها دول محورية كفرنسا، ويعد هذا القرار انعكاسا للصراع السياسي القائم بين الأطراف المتحاوره وخصوصا بين ألمانيا وفرنسا حول آليات معالجة الأزمة.

وقد أكدت وكالة ستاندر آندبورز بعد التخفيض الذي مس تسع دول أوروبية أن تشخيص أسباب الأزمة غير كاف وتؤكد أن مسار الإصلاحات مبني على ركيزة واحدة وهي سياسات التقشف ولم يؤد إلى تحقيق الأهداف المنشودة في معالجة جذور الأزمة وهكذا أدى إلى انتشار الأزمة من دولة إلى أخرى نظرا إلى سلوك القطيع الذي تتميز به الأسواق المالية من جهة وتقلص إمكانيات الدعم بين الأعضاء من جهة أخرى .

خلاصة الفصل:

تم التوصل من خلال هذا الفصل على جملة من النتائج يمكن إيجازها فيما يلي:

- الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية وعلى حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، إجمالي القروض، الودائع المصرفية ومعدل الصرف وتعبر عن انهيار شامل في النظام المالي والنقدي؛
- تتلخص أهم أسباب الأزمات المالية في المتغيرات الدولية (الكوارث والحروب)، المتغيرات المحلية (معدل التضخم، أسعار الصرف، أسعار الفائدة)، المضاربة غير المحسوبة، التغيرات التكنولوجية (المنتجات الجديدة والاختراعات)؛
- يتم تصنيف مؤشرات الأزمات المالية إلى صنفين وهما : مؤشرات التطورات في الاقتصاد الكلي (ارتفاع معدل التضخم، نمو سريع في التدفق النقدي، انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات...)، الخصائص الهيكلية و البنيوية للسوق (نظام جمود معدلات التبادل، ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية، ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل... الخ).
- تتمثل أنواع الأزمات المالية في : الأزمة المصرفية (تعني مواجهة البنك لزيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع)، أزمة العملة (تنجم عن حدوث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كمخزن للقيمة أو وسيط للتبادل)، أزمة أسواق رأس المال (تحدث عندما ترتفع أسعار الأصول بقيمة تفوق قيمتها العادلة)، أزمة الديون (تحدث إما في حالة توقف المقترضون عن

الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

- سداد القروض التي عليهم للبنوك أو إذا اعتقدت البنوك أن التوقف عن السداد من الأمور ممكنة الحدوث وفي هذه الحالة تمتنع البنوك عن تقديم قروض جديدة وتكتفي بعملية تصفية القروض القائمة.
- تتعدد النظريات المفسرة للأزمات المالية ومن أهمها: ظاهرة الفقاعات، نظرية مينسكي، نظرية القطيع، نظرية الأحقق الأكبر؛
 - تعد أزمة 2008 من أخطر وأعنف الأزمات التي مست الاقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد الكبير 1929 ، ويمكن التمييز بين الأسباب المباشرة وغير المباشرة التي ساهمت في إحداث الأزمة، حيث تشمل الأسباب غير المباشرة في اهتزاز الاقتصاد الأمريكي، عجز الميزانية، أما الأسباب المباشرة فتتمثل في توفر الأموال الرخيصة، الرهون العقارية الأقل جودة، الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية، استخدام المشتقات المالية؛
 - الديون السيادية هي قيام الحكومة بإصدار سندات بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة وتحدث الأزمة عندما يتوقف المقترض عن السداد؛
 - كما تعتبر أزمة الديون السيادية هي امتداد للأزمة المالية العالمية والتي مست اليونان بشكل كبير وهذا بسبب الإحصائيات والأرقام المزيفة من قبلها خاصة فيما يتعلق بالدين الحكومي وكل هذا من أجل الحفاظ على عضويتها في الاتحاد الأوروبي.
- بسبب انفتاح الدول على بعضها البعض فإن حدوث مثل هذه الأزمات تشمل كافة القطاعات الاقتصادية وتنتقل من قطاع إلى آخر ومن بينها السوق المالي وهو موضوع فصلنا الموالي.

الفصل الثاني:

**بيئة الاستثمار في الأسواق
المالية**

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية أهمية بالغة في الاقتصاديات المتقدمة والنامية على حد سواء وهذا لما لها من دور فعال في عملية التنمية من خلال توفير مصادر التمويل اللازمة للمشاريع الاقتصادية، لهذا تعتبر من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل الاستثمارات، ويتداول في هذا السوق أدوات مالية متنوعة. وحتى تتمكن الأسواق من أداء الدور المنوط بها لا بد أن تكون على مستوى من الكفاءة التي تسمح بتخصيص هذه الموارد المالية.

لذلك سيتم معالجة هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي

المبحث الثالث: كفاءة السوق المالي

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

يعتبر الغرض الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد هو تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر لديها أموال فائضة من احتياجاتها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال. لذلك سيتم التطرق من خلال هذا المبحث إلى تعريف السوق المالي وخصائصه إضافة إلى وظائفه كما يتم تناول الأطراف المتدخلة في السوق المالي.

المطلب الأول: تعريف السوق المالي ووظائفه

نتناول في هذا المطلب تعريف السوق المالي إضافة إلى وظائفه

الفرع الأول: تعريف السوق المالي: هناك مجموعة من التعاريف للسوق المالي من أهمها

التعريف الأول: السوق المالي هي المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتداول داخل إطارها التنظيمي الأصول المالية¹.

التعريف الثاني: السوق المالي هي السوق الذي يتم في إطارها التنظيمي تداول الأصول المالية وأدوات الائتمان من خلال مجموعة متنوعة من العمليات التي تختلف في آجالها².

التعريف الثالث: السوق المالي هي أسواق رسمية لتداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات، وبوجود وسطاء رسميين يطلق عليهم وكلاء الصرف، وهم مسؤولون عن بيع وشراء الصكوك لحساب آخرين في إطار قواعد البورصة وتحت إشراف لجنة عمليات البورصة³.

التعريف الرابع: السوق المالي هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية ومشتريها، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتم بها الجمع، أو المكان الذي يتم في السوق بحيث تجعل الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية معينة وبالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه⁴.

¹ - محمود يونس، عبد المنعم مبارك، مقدمة في البنوك وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2003، ص 127.

² - أحمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة (بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2011، ص 20.

³ - نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، مصر، سنة 2003، ص 70.

⁴ - فيصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، "الأسس النظرية والعملية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008، ص 45.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

التعريف الخامس: السوق المالي هي السوق التي تتداول فيها الأدوات المالية والنقدية سواء كانت قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل¹.

انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف عام للسوق المالي على أنه الإطار التنظيمي الذي تتداول فيه الأدوات المالية (كأسهم والسندات والمشتقات المالية)، ويتطلب في هذا السوق توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق.

الفرع الثاني: خصائص السوق المالي

من خلال تعريف السوق المالي يمكن استخلاص أهم خصائصه والمتمثلة في²:

- __ تتسم بأنها سوق أكثر تنظيمًا من باقي الأسواق الأخرى نظراً لوجود شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية إضافة إلى وجود وكلاء متخصصين؛
- __ يتطلب توفر سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات المالية التي سبق إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛
- __ توفر وسطاء ماليين متخصصين ومؤهلين؛
- __ تتميز هذه السوق بالمرونة وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصال وهذا ما يجعلها تتميز عن أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وقد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت؛

__ الاستثمار في هذه السوق يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛

__ الاستثمار في هذه السوق يعتبر ذات عائد مرتفع نسبياً وأكثر مخاطرة.

الفرع الثالث: وظائف السوق المالي

تتجلى وظائف السوق المالي في³:

¹ - Jeremy Marvon, **Marché et instrument financiers**, Donger Duond, Paris, France, 2009, p 01.

² - جمال جويدان، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2002، ص ص 37، 38.

³ - أنظر:

- وليد صافي، وأنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 23.

- ضياء مجيد، **البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2003، ص ص 7، 8.

-Olivier Picon, **La Bourse** , 14^{ème} édition, Demas, France, 2000, p p 16, 17 .

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

أولاً_ تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: تقوم السوق المالي بدور هام في تجميع المدخرات الوطنية وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية، فهي حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز حيث تقوم بتجميع الادخار من وحدات الفائض والمتمثلة في العائلات والأفراد وبعض المؤسسات المكلفة بوظيفة الادخار كالبنوك وصناديق الاستثمار عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق المالي ثم تحويلها إلى وحدات العجز والتي عادة ما تكون من المؤسسات وأصحاب المشاريع الذين يبحثون عن موارد مالية لتمويل مشاريعهم عن طريق إصدار أسهم أو سندات، وكذلك الدولة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لتمويل العجز في الميزانية وذلك بإصدار سندات.

ثانياً_ توفير السيولة: عن طريق بيع الأوراق المالية في أي وقت.

ثالثاً_ حماية المستثمر: إن وجود السوق المالي يساعد على تنظيم ومراقبة الإصدار للأوراق المالية، كما تسمح بتقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، كما يمكن حماية المستثمر من خلال قدرة السوق على المحافظة على الأسعار العادلة للأصول المتداولة.

رابعاً_ السوق كمؤشر لتحديد الأسعار وقياس الاقتصاد: يعتبر السوق المالي مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر الشيء الذي يجعل الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، حيث أن التقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول له دورا هاما في تحديد أسعار الأوراق المالية والتي تعكس وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة وبالتالي المردودية، كما تؤثر التغيرات الحاصلة في السوق المالي على الاقتصاد الوطني وبالمثل فالتغيرات التي تسجل في الاقتصاد تؤثر عليها أي أن هناك تأثير متبادل بين السوق المالي والاقتصاد، ومن الأسباب التي تحدث تغيرات في السوق المالي هي الأحداث السياسية، الاختراعات، الاكتشاف للشروات. ولهذا تعتبر السوق المالية المرآة التي تعكس الحالة الاقتصادية المستقبلية للبلد مما يمكن القائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة اتخاذ الإجراءات المناسبة لمعالجة أي خلل.

المطلب الثاني: الأركان الرئيسية للسوق المالي

يتم تناول في هذا المطلب فئات السوق المالي إضافة إلى أهم الأطراف المتدخلة فيه.

الفرع الأول: فئات السوق المالي

تشمل فئات السوق المالي على ثلاثة فئات رئيسية¹:

¹ - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010، ص 129.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

أولاً_ فئة المقرضون(المستثمرون): المقصود بهم الأفراد والمؤسسات المالية مثل البنوك التجارية وشركات الاستثمار والذين يوجد لديهم مدخرات نقدية تزيد عن احتياجاتهم ويرغبون في استثمارها بغرض الحصول على عوائد مع وجود مقدرة على مواجهة المخاطر.

ثانياً_ فئة المقرضون(المصدرين): يقصد بهم مجموعة الأفراد والمؤسسات المالية والهيئات الحكومية والبنك المركزي والذين يكون لديهم عجز مالي وبجاجة إلى التمويل.

ثالثاً_ فئة الوسطاء(الوكلاء): ينحصر دورهم بالتوفيق بين البائع (مصدر الورقة المالية) والمشتري (مستثمر الورقة المالية) وعادة ما يكون هؤلاء الوسطاء أشخاص أو شركات.

الفرع الثاني: أهم الأطراف المتدخلة في السوق المالي

من أهم الأطراف المتدخلة في السوق المالي مايلي¹:

أولاً_ الأفراد: هم الأشخاص الذين يستثمرون في السوق المالي بصورة مباشرة أو غير مباشرة أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار.

ثانياً_ المستثمرون التأسيسيون: تشمل على:

1_ البنوك التجارية: البنوك لها دور الوسيط في السوق المالي من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها وتحقيق أرباح مقابل عمولة، كما تعمل لحسابها الخاص وبالتالي فهي تعمل على تنمية الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات.

2_ شركات التأمين: هي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالاً ضخمة تسعى إلى توزيع الخطر على أكبر عدد ممكن من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين، ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما وبالتالي فإن الشركة مجبرة على تحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في السوق المالي.

3- صناديق التقاعد: هي صناديق لها استقلالها الإداري والمالي بصفتها مؤسسات استثمارية حكومية تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية وتدفع لهذه المؤسسات مبالغ عن

¹-أنظر:

- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة الجزائر، سنة 2002، ص ص 13، 19.

- حسين بني هاني، الأسواق المالية(طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، سنة 2002، ص ص 32، 33.

- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 131.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

مساهمات المستخدمين وأرباب العمل على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيوخوخة وتستخدم هذه المساهمات في التوظيف في السوق المالي.

4_ **بنك الاستثمار:** يتركز دوره في السوق المالي من خلال تقديم المساعدات للوحدات الاقتصادية (أفراد ومؤسسات) لأجل تسويقها أو بيع أوراقها المالية وتأخذ المساعدات الأشكال التالية: تقديم النصح للوحدات الاقتصادية بخصوص إصدار أسهم أو سندات أي القيام بوظيفة استشارية من إدارة الإصدار وتقديم دراسة لحالة السوق، تحليل المركز المالي، توقيت الإصدار وسعره المناسب، أو وظيفة التعهد وذلك بتغطية الإصدار وعمل المخاطر أو تسويق الأوراق المصدرة والقيام بحملة الإعلانات والاتصالات بالمستثمرين المحتملين في السوق المالي.

ثالثا- البنك المركزي: يمارس البنك المركزي دوره في السوق المالي بصفته الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة السياسة النقدية وإدارتها، إذ يتصدر البنك المركزي قمة الأجهزة المصرفية المتعاملة في السوق المالي، ويظهر دوره خاصة في ممارسة سياسة السوق المفتوحة وهي دخوله إما بائعا أو مشتريا للأوراق المالية من أجل التحكم في عرض النقد.

رابعا- القطاع الحكومي: تسهم الحكومة في السوق المالي من خلال أنشطتها في الإقراض والاقتراض ويتضح ذلك من خلال تدفقاتها النقدية والناشئة إما عن الضرائب والرسوم والتي عادة ما تكون المصدر الرئيسي لإيرادات الحكومة والتي تفرض على المستهلكين أو المنتجين وبالتالي تؤدي إلى نشوء تدفقات نقدية من الوحدات الاستهلاكية أو المنتجة إلى القطاع الحكومي ومن ثم إلى السوق المالي وفي هذه الحالة تصبح الدولة مقرضة، أو تنشأ التدفقات النقدية عن الإنفاق الحكومي ويظهر في الحالة التي تكون فيها النفقات أكبر من الإيرادات ويكون هناك عجز في الميزانية وتصبح الحكومة وحدة إنفاقية مقترضة وتقوم بإصدار أدوات مالية كالسندات بمختلف أنواعها في السوق المالي لتمويل العجز. كما تعتبر إصدارات الحكومة هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر.

خامسا- القطاع الأجنبي: ترتبط بلدان العالم بعلاقات تجارية واسعة مع بعضها البعض خاصة في ظل العولمة بحيث لا تستطيع أن تتجاهل تأثير التدفقات النقدية الخارجية على أنشطتها الاقتصادية الداخلية والتي تنعكس عادة على الأسواق المالية، ويتمثل دور القطاع الأجنبي في السوق المالي من خلال ارتباطها ارتباطا مباشرا بوضع ميزان المدفوعات فإذا كان ميزان المدفوعات في حالة عجز فإن هذا يتطلب بيع أوراق مالية للشركات الأجنبية لتغطية العجز بمعنى استخدام الادخارات الأجنبية لتغطية العجز من خلال تدفق المدخرات من القطاع الأجنبي إلى السوق المالي، وفي حالة الفائض يقوم بشراء الأوراق المالية من الشركاء الأجانب أي الاستثمار في

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

السوق المالي في بلدان أخرى وبالتالي فإن القطاع الأجنبي يأخذ دور المقرض في السوق المالي في حالة عجز ميزان المدفوعات ودور المقرض في حالة يكون فائض فيه.

سادسا- الوسطاء الماليين: يقصد بالوسيط المالي الشخص المرخص له بموجب أحكام قانون السوق المالي وأنظمتها وتعليماته بأن يقوم بأعمال محددة وتجعله حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية ويتقاضى عمولة محددة مقابل تنفيذ خدماته والمتمثلة في تنفيذ أوامر البيع والشراء، ويندرج تحت مفهوم فئة الوسطاء الفئات التالية:

1 _ السمسار: هو وسيط مالي يؤدي خدماته للعميل في حدود الأوامر التي يصدرها إليه العميل (أمر السوق، الأمر المحدد.... الخ).

2 _ متعهد الإصدار: هو الشخص الذي يشتري الأوراق المالية من مصدرها بهدف تسويقها.

3 _ وكيل الوسيط: هو الشخص الذي يعمل وكيلا لحساب الوسيط بموجب عقد منظم لدى كاتب العدل بهدف استلام جميع أوامر بيع وشراء الأوراق المالية تحت إشراف الوسيط.

4 _ المتخصصون: ما هو إلا سمسار اقتصر نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد، وبهذا لا يفارق ذلك المركز ويقوم بتلقي طلبات السماسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم، ولا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي.

المطلب الثالث: تقسيمات السوق المالي

تتعدد تقسيمات السوق المالي وفقا لتعدد المعايير، فيتم التركيز في هذا المطلب على معيار غرض التمويل، معيار الإصدار والتداول ومعيار تنفيذ العمليات.

الفرع الأول: تصنيف السوق المالي حسب معيار التمويل: حسب هذا المعيار يتم تقسيم السوق المالي إلى سوق نقدية وسوق رأس المال

أولاً- السوق النقدية: ويدعى أيضا بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وتتداول في هذا السوق أدوات الاستثمار قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأدوات المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة¹، ومن أهم أدواتها هي أذن الخزنة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق التجارية².

¹ - جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر، الجزائر، سنة 2002، ص ص

64، 65.

² - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 15.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

وتتسم هذه السوق بخصائص من أهمها¹:

- يعد السوق النقدي مصدرا للتمويل قصير الأجل؛
 - الأدوات المالية المستثمر فيها لا تتجاوز السنة الواحدة؛
 - تتمتع الأدوات المالية بالسيولة العالية، وهذا راجع إلى سرعة تحول الأدوات المتداولة فيها إلى سيولة كما تتميز بمخاطر أقل نظرا لقصر آجالها؛
 - أسواق جملة لأنها تحمل عادة معاملات بأحجام كبيرة؛
 - غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة؛
- ثانياً_ سوق رأس المال:** هو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية متوسطة أو طويلة الأجل والتي يتراوح تاريخ استحقاقها السنة فأكثر، أو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل²، وتنقسم مؤسسات سوق رأس المال إلى مجموعتين المجموعة المصرفية تضم البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار، والمجموعة غير المصرفية وتشمل على العديد من المؤسسات المالية مثل شركات التأمين، شركات الاستثمار، مؤسسات أمناء الاكتتاب، إضافة إلى سمسرة الأوراق المالية³، وتتميز هذه السوق بمجموعة من الخصائص من أهمها⁴:
- يعتبر بمثابة سوق للتمويل المتوسط وطويل الأجل اللازم لتكوين المشروعات الجديدة أو للتوسع في المشروعات القائمة؛
 - يعتبر أكثر تنظيمًا من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين بها هم وكلاء متخصصين؛
 - تتسم بالمخاطرة نظرا لطول آجالها وبالعاائد المرتفع نسبيا ؛

¹ - أنظر:

- وليد صافي، وأنس البكري، مرجع سابق، ص 31.

- محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2013، ص 27.

- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 133.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، سنة 2004، ص 120.

³ - محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 34.

⁴ - وليد صافي، وأنس البكري، مرجع سابق، ص 32.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

- يشترط توفر سوق ثانوي يتم فيه تداول الأدوات الاستثمارية وهذا بغرض تنشيط الاستثمار في هذا السوق؛
- ثالثاً_ أسواق الصرف الأجنبي: تشمل هذه الأسواق كافة المعاملات المتعلقة بتبادل العملات الدولية، ومن خصائص هذه الأسواق¹:
- عدم وجود مكان معين وإنجاز نشاطاتها من خلال شبكة الاتصالات المنتشرة عبر المراكز المالية في أنحاء العالم؛
- تتسم هذه الأسواق بالتسليم الفوري وسيولة التداول كالأسواق غير المنظمة؛
- تتعامل في هذا السوق البنوك التجارية بشكل كبير حيث تتصل فيما بينها من خلال الوسطاء وهذا باستخدام غرفة خاصة للتعامل بالعملات الأجنبية؛
- يتميز هذا السوق بفارق التوقيت نظراً للموقع الجغرافي مما يؤدي إلى اختلاف في ساعات العمل فقد تكون ساعات إغلاق سوق ما هي ساعة افتتاح سوق آخر.

الفرع الثاني: تصنيف السوق المالي حسب معيار الإصدار والتداول: على أساس هذا المعيار يتم تصنيف السوق المالي إلى سوق أولية وسوق ثانوية

- أولاً_ السوق الأولية:** يدعى بسوق الإصدار وهو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية من طرف الشركات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية²، ويتم تصريف وبيع الأوراق المالية في هذا السوق من خلال الأساليب التالية³:
- 1_ أسلوب البيع المباشر:** ويتضمن قيام الشركة المصدرة ببيع الأوراق المالية بنفسها مباشرة إلى المستثمرين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي وذلك لتوفير الجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، إلا أنه يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية إضافة لعدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة.

¹ - أنظر:

- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 70.

- أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 1997، ص 45.

²-Sall Hallyc, Introduction to financial Management Mc Graid- Hill, New york , 1998, p 27.

³ - أنظر:

- فيصل محمد الشواورة، مرجع سابق، ص ص 55، 56.

- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، سنة 1998، ص 70.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

- 2- أسلوب المزاد العلني: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.
- 3- أسلوب البيع غير المباشر: ويتطلب تدخل طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة ويقوم بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع للمستثمرين يدعى ببنك الاستثمار وهو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، وتظهر وظائفه من خلال¹:
- __ تقديم الاستشارة في مرحلة ما قبل الإصدار وإدارة الإصدار من حيث دراسة حالة السوق المالي والمركز المالي للشركة وتوقيت عملية الإصدار وسعر الإصدار المناسب؛
- __ الاكتتاب في الأوراق المالية أي قيام بنك الاستثمار بشرائها من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين؛
- __ وظيفة تنفيذ التعهد بتغطية الإصدار وتحمل المخاطر.
- ويمكن إجمال وظائف السوق الأولي فيما يلي²:
- __ تعد آلية لتجميع المدخرات الفردية وتحريك رؤوس الأموال من قطاعات الفائض المالي إلى قطاعات العجز المالي؛
- __ يختص هذا السوق في التعامل مع الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها؛
- __ تعد مصدرا لضمان تدفق الأموال بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.
- ثانياً_ **السوق الثانوية**: يدعى بسوق التداول وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، كما توفر هذه السوق السيولة وفرصة تحقيق الأرباح للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية، مع العلم أن العائد من بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة هذه الأوراق وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية³.
- يمكن إجمال وظائف هذا السوق فيما يلي⁴:

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم، وسندات وثائق الاستثمار والخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2001، ص 43.

² - محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 75.

³ - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، سنة 2010، ص 102.

⁴ - محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 86.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

- يسمح هذا السوق من توفير السيولة للمستثمرين وقت حاجتهم عليها وهذا عن طريق بيع الأوراق المالية؛
 - تعد ضرورة لكفاءة سوق الإصدار؛
 - توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر في تكوين محفظته المالية؛
 - تحديد أسعار الأوراق المالية وفقا لقانون العرض والطلب؛
 - تجنب نتائج التضخم السلبية خاصة تآكل قيمة النقود المدخرة، إذ تعوض أرباح وعوائد الأوراق المالية تآكل قيمتها النقدية بفعل التضخم.
- وينقسم هذا السوق بدوره إلى¹:

1_ السوق المنظمة: يطلق عليها البورصة وهي التي تخضع للقوانين والقواعد والإجراءات التي تضعها الجهات الرقابية وتتميز بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم الذي يدار من قبل لجنة البورصة المتكونة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق والوسطاء والحكومة، وتتداول فيها الأوراق المالية المدرجة والتي تتحدد أسعارها من خلال العرض والطلب وتسجيل الأوراق في هذا السوق ويتم وفقا لشروط عادة ما يتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها المتاحة من خلال الاكتتاب العام... الخ. تعتمد في عملية البيع والشراء على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم ويترتب على التعامل في هذه السوق بعض التكاليف والعمولات.

2- السوق غير المنظمة: يدعى بالسوق الموازية غير أنها لا تعتبر من الأسواق غير الشرعية بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة وخضوعها للرقابة الرسمية، وهي سوق ترتبط بقانون ونظام محدد ولكنها لا ترتبط بمكان وزمان معينين، وتتداول فيها الأوراق المالية للشركات غير المسجلة في البورصة لعدم استيفائها لشروط الإدراج ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية بل يتم من خلال التفاوض بين المستثمرين والمتاجرين بالأدوات المتداولة.

وينقسم السوق غير المنظمة بدوره إلى:

¹ - أنظر:

- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008، ص 21.

- علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2012، ص 175.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

أ_ **السوق الثالث:** يمثل جزء من السوق غير المنظمة، يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المالية. وتتميز معاملات هذه الأسواق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها والهدف من هذا السوق هو التقليل من العمولة التي يتقاضها السماسر.

ب_ **السوق الرابع:** يتكون من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية دون الحاجة إلى وجود سماسرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولة التي يدفعونها للسماسر وذلك بوجود شبكة اتصال قوية وتتميز هذه السوق بسرعة إتمام الصفقات وتكلفة اقل.

الفرع الثالث: تصنيف السوق المالي حسب المجال الجغرافي: تنقسم السوق المالي حسب هذا المعيار إلى¹:

أولاً_ **الأسواق المالية الدولية:** هي تلك الأسواق التي تتداول فيها أدوات استثمارية أجنبية إضافة إلى الأدوات المحلية كما يتواجد بها وسطاء أجنبى ويتم التعامل بالعملات المختلفة وتنقسم بدورها إلى:

1_ **سوق النقد الدولية:** هو ذلك النظام الذي يمكن المؤسسات والحكومات من التزود برؤوس الأموال قصيرة الأجل من العملات الأجنبية، بحيث يسمح هذا السوق من تأثير وتأثر كل نظام نقدي لبلد ما ببقية الأنظمة. ومن أهم المتعاملين الاقتصاديين والماليين في هذا السوق البنوك التجارية والبنك المركزي والشركات متعددة الجنسيات .

2_ **سوق رأس المال الدولية:** هو ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات التي لديها فائض مالي وترغب في استثماره والوحدات ذات العجز المالي والتي تكون بحاجة لتمويل استثماراتها لمدة طويلة ويكون التعامل بين مختلف الدول، وينقسم بدوره إلى:

أ- **سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية:** هي سوق منح قروض متوسطة وطويلة الأجل بالعملات الأجنبية.

ب- **سوق السندات الدولية:** في هذا السوق تمثل السندات المصدرة دينا على الجهة المصدرة لها، ويتم إصدار هذه السندات بالعملة غير عملة الدولة التي تتداول فيها مثلا إصدار سندات بالدولار الأمريكي ويتم تداولها في أسواق المال الأوروبية.

¹ - أنظر :

- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سابق، ص 93.

- نصر علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص 66.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

- ج- سوق الأسهم الدولية: تصدرها شركة في بلد غير البلد الأصلي لها وتوزعها هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات متخصصة، ويمثل حامل هذا النوع من الأسهم مالك للشركة المصدرة.
- ثانياً_ أسواق المال الإقليمية: هي تلك الأسواق التي تتعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية كالدول العربية.
- ثالثاً_ أسواق المال المحلية: هي تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية المحلية ويتواجد بها وسطاء محليون ويتعاملون بالعملة المحلية.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي

بناء على تقسيم السوق المالي إلى سوق نقدية وسوق رأس المال فإنه يتم التركيز على الأدوات المتداولة في السوق النقدية والتي لا يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة وكذلك الأدوات المتداولة في سوق رأس المال والتي تفوق آجالها السنة.

المطلب الأول: الأدوات المتداولة في السوق النقدية

سيتم تناول في هذا المطلب الأدوات المتداولة في السوق النقدية والتي من أهمها أذن الخزنة، القبولات المصرفية، الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، اتفاقيات إعادة الشراء وودائع العملات الأجنبية.

الفرع الأول: أذن الخزنة و القبولات المصرفية

سنتطرق إلى كل من أذن الخزنة و القبولات المصرفية من حيث تعريفها وخصائصها.

أولاً_ أذون الخزنة: هي عبارة عن أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3_ 12 شهراً، وتستخدم هذه الأداة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة ولامتصاص الفائض النقدي ولتشجيع على الادخار¹، ولا يحصل حامل هذه الأذن على فائدة دورية ثابتة ولكن تباع بخخص من قيمتها الاسمية سعر الشراء وسعرها الاسمي².

ومن أهم خصائص هذه الأداة مايلي³:

¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، سنة 2012، ص 174.

² - علي سعد محمد داود، مرجع سابق، ص 176.

³ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 136.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

__ تتسم بفتراتها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومية وهذا ما يجعلها من أكثر أدوات السوق النقدي أماناً؛

__ تتميز بسيولة عالية نسبياً وهذا راجع إلى سرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وانخفاض درجة المخاطر.

__ إن إصدار أذن الخزانة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي؛

__ كثرة عدد المستثمرين والبائعين لأذن الخزانة يجعلها أسواق عميقة.

ثانياً **القبولات المصرفية**: هي إحدى أدوات سوق النقد وتعد من أدوات الدين تصدرها البنوك لغرض تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير وهي عبارة عن أوامر دفع آجلة مسحوبة على بنك معين بواسطة أحد المصدرين أو المستوردين، فإذا قبل البنك بدفع قيمة أمر الدفع فإنه يخرجه بعبارة مقبول ويتراوح تاريخ استحقاقها ما بين 30 إلى 170 يوماً، غير أن الفترة الشائعة هي 90 يوماً¹.

الفرع الثاني: الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول

أولاً **الأوراق التجارية**: هي عبارة عن مستند أو وثيقة يتعهد بموجبها محرر المستند (المدين) والذي يمثل أحد أطراف التعامل لصالح الطرف الآخر في التعامل (الدائن) أو لحامله بدفع مبلغ معين في تاريخ محدد وفي الغالب بدون ضمان، غير أن الضمان الأساسي هو المقدرة المالية للمدين على دفع ما يتعهد به والثقة القائمة بين طرفي التعامل، ومن أبرزها الكمبيالات والسندات الإذنية وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 أيام إلى 9 أشهر²، وتتميز بمجموعة من الخصائص من بينها³:

__ تعتبر أداة أساسية لإجراء المعاملات التجارية لذا يجب أن تكون ناشئة عن صفقات تجارية ويتم استخدامها بين المصدرين والمستوردين؛

__ تتميز بارتفاع درجة المخاطر وانخفاض سيولتها وبعوائد أكبر؛

__ إمكانية خصم هذه الأوراق لدى البنك التجاري إضافة إلى إعادة خصمها من قبل البنوك التجارية لدى البنك المركزي؛

¹ - ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2011، ص 158.

² - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، سنة 2006، ص 278.

³ - أنظر:

- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 177.

- فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 283.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

__ هذا النوع من الأوراق غير مضمونة بأي أصل من أصول الشركة لكن الضمان هو سمعة الشركة ومكانتها.
ثانياً _ **شهادات الإيداع القابلة للتداول**: أصدر هذا النوع من الشهادات 1961، وهي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية وبالضبط البنوك التجارية، وتفيد أنه تم إيداع مبلغ معين لديها وبفائدة معينة، وتاريخ استحقاقها يكون غالباً في حدود 6 أشهر¹.

تتميز هذه الشهادة بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي²:

__ أداة دين لأنها تمثل حق لحاملها على الجهة المصدرة لها؛

__ تتمتع بدرجة مرتفعة من الأمان وبقدر كبير من السيولة؛

__ يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكن الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة؛

__ تعد تلك الشهادات بمثابة ودائع لأجل لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق²؛

__ تنوع آجال استحقاقها وفائدتها بما يتناسب ورغبات فئات المستثمرين.

الفرع الثالث: اتفاقيات إعادة الشراء وودائع العملات الأجنبية

أولاً _ **اتفاقيات إعادة الشراء**: هي تلك الاتفاقيات التي تستعمل من قبل المتخصصين للاستثمار في الأسواق المالية، وتمثل وسيلة إقراض واقتراض قصير الأجل تمتد من يوم إلى شهر فأكثر ويتم استخدامها من قبل الجهات المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية والمتمثلة في البنوك التجارية، السماسرة، المستثمرين والشركات ويتم بموجبها الاقتراض من خلال اللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها ويقدم له من لديه أوراق مالية ويحتاج لهذه الأموال أي بيعها بصورة مؤقتة وبما يعادل المبلغ الذي يحتاجه، ويتم عقد صفقة إعادة شراء تلك الأوراق ببيع المستثمر ذاته وبسعر يفوق قليلاً السعر الذي تم به بيع الأوراق المالية³.

¹ - أنظر:

- محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 53.

- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2004، ص 36، 37.

² - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، سنة 2010، ص 99.

³ - أنظر:

- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 103.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

ثانياً_ ودائع العملات الأجنبية: تم تداول هذا النوع من الودائع في بداية الأمر باسم ودائع اليورو دولار، ثم أصبحت تستخدم العملات الأخرى، بحيث أن هذه الودائع تودع في بنوك ومؤسسات مالية أجنبية خارج البلد المصدر لها مقابل منح فائدة على الإيداع للمستثمر وفي الوقت نفسه يقوم بإقراضها بفائدة أعلى من فائدة الإيداع مثلاً ودائع الدولار والجنيه الإسترليني في البنوك والمؤسسات المالية العاملة في بلدان الخليج العربي، وبالتالي فإن سوق العملات الأجنبية ساهم في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية الأمر الذي ساهم في تخفيض تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة¹.

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

يمكن تصنيف الأدوات المتداولة في سوق رأس المال إلى أدوات ملكية وأدوات دين إضافة إلى المشتقات المالية.

الفرع الأول: أدوات الملكية: تتركز أدوات الملكية أساساً في الأسهم لهذا سنحاول التطرق إلى تعريف الأسهم وخصائصها إضافة إلى قيم الأسهم وأنواعها.

أولاً_ تعريف الأسهم: هناك مجموعة من التعاريف للأسهم من أهمها

التعريف الأول: تعرف الأسهم بأنها صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في البورصة بالطرق التجارية، بحيث تمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والتي يتكون من مجموعة الحصص سواء كانت نقدية أو عينية².

التعريف الثاني: الأسهم هي عبارة عن ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأيضاً الحق في تسيير الشركة حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها³.

التعريف الثالث: الأسهم هي جزء من رأس مال شركة مساهمة، حيث تقسم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يمثل كل منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له⁴. من خلال التعاريف السابقة للأسهم يمكن استخراج الخصائص التالية¹:

- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص ص 158، 159.

¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق، ص 178.

² - فيصل محمد الشواورة، مرجع سابق، ص 78.

³-Bertrand Jaquillat, Bruno sonlik, Marché financier gestion de portefeuille et des risques, Dunod, paris, France, 2002, p 12 .

⁴- J . stone, Gestion privée des fonds, traduction de michelrenerd, lucie presse, paris, France, 2001, p 76 .

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

__ القابلية للتداول: للسهم مرونة كبيرة في السوق المالي يجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة إلى إتباع طريق الحوالة، أما خاصية التداول فهي صفة مطلقة بالنسبة للأسهم لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروط خاصة على عملية التداول بقصد الحد من المضاربة غير المشروعة بالأسهم، وتنتقل ملكية السهم بإحدى الطرق التجارية كالبيع، الهبة، الوصية، الإرث والرهن.

__ الأسهم متساوية القيمة: يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة فلا يجوز إصدار الأسهم من نفس الشركة بقيم مختلفة في نفس الإصدار الواحد، والقيمة المتساوية للأسهم تعني تساوي حقوق والتزامات المساهمين في الشركة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

__ المسؤولية المحدودة للمساهمين: مسؤولية المساهم محدودة في الشركة بقيم الأسهم التي يمتلكونها وبهذا تختلف عن حال الشريك في شركة التضامن أو شركات الأشخاص والتي تكون مسؤوليته غير محدودة .

__ عدم قابلية السهم للتجزئة: يمكن لأكثر من مساهم أن يشترك في ملكية السهم لكن يجب أن ينوب عنهم شخص واحد فقط ليمثلهم أمام الشركة.

ثانياً __ قيم الأسهم: للأسهم عدة قيم وهي²:

1_ القيمة الاسمية: هي القيمة التي يحددها عقد التأسيس أي في بداية تكوين الشركة ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب.

2- القيمة الدفترية(القيمة المحاسبية): وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، وتحدد قيمة المركز المالي ويتم حسابها كما يلي:

¹ - أنظر:

- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار واقل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2005، ص 78.

- شعبان محمد إسلام البروارى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، سنة 2002، ص 89.

² - أنظر:

- محمد فيصل الشواورة، مرجع سابق، ص 79.

- حسني علي حربوش وآخرون، الأسواق المالية: المفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، سنة 1998، ص 53.

- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة، مصر، سنة 1998، ص 257.

- محفوظ أحمد جودة وآخرون، الأسهم المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010، ص 56.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

$$\frac{\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{اجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم المكتتب فيها}}}{\frac{\text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح}}{\text{عدد الأسهم المكتتب فيها}}}$$

3- القيمة السوقية (القيمة المتداولة): وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق الثانوي وهذه القيمة تختلف زيادة ونقصان بحسب نجاح الشركة في أعمالها وبحسب رأس مالها الاحتياطي .

4_ القيمة الحقيقية (القيمة العادلة): وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة بعد إعادة تقويمها وفقا للأسعار الجارية وبعد خصم ديونها.

5_ قيمة التصفية: وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيته بعد سداد حقوق الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

ثالثا_ أنواع الأسهم: تتعدد أنواع الأسهم حسب تعدد المعايير

1- حسب معيار الشكل القانوني: حسب هذا المعيار يتم تقسيم الأسهم إلى:

أ_ **أسهم اسمية:** هي تلك الأسهم التي تحمل اسم صاحبها وموطنه وجنسيته ونوع الأسهم التي يمتلكها، كما تحمل بيان المدفوع من قيمة الأسهم وعملية التنازل وتاريخ حدوثها¹.

ب_ **أسهم لحاملها:** هي تلك الأسهم التي لا يذكر اسم صاحبها وإنما يذكر أنها لحاملها، وتنتقل ملكيتها من يد إلى يد دون قيد في سجل المساهمين بالشركة²، ومن مزايا هذا الشكل أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول الأسهم إذ تكتسب ملكيته بمجرد استلامه، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي قد تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع³.

ج_ **أسهم لأمر (الاذني):** يذكر اسم صاحبها في الشهادة مسبقا بعبارة لأمر أو لإذن ويتم انتقال ملكيتها عن طريق التظهير دون الحاجة للرجوع إلى الشركة⁴.

2- حسب معيار سداد المساهم لقيمتها: حسب هذا المعيار يتم تصنيف الأسهم إلى⁵:

¹ - Paul Jacques, **source et marchés financiers**, 2^{ème} Edition, dunod, paris, France, 2005, p11.

² - فارس ناصيف الشيبيري، غسان سالم الطالب، **مبادئ المالية (1)**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2012، ص 248.

³ - محمد مطر، فايز تيم، **ادارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص 79.

⁴ - وليد محمد علي كرسون، **أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية (دراسة مقارنة)**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2012، ص 94.

⁵ - سيد طه بدوي محمد، **عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجة القانونية**، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، سنة 2001، ص 98.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

أ_ أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية في رأس مال الشركة كالمساهمة على شكل استثمار مادي أو مخزونات أو براء اختراع، ولا يتم تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

ب_ أسهم نقدية: هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية .

ج_ أسهم مختلطة: هي تلك الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي نقدا.

3_ حسب معيار نوع الأسهم: حسب هذا المعيار يتم تصنيف الأسهم إلى¹:

أ_ الأسهم العادية: هي تلك الأسهم التي يمتلكها المساهم من أسهم الشركة ولا تتمتع بأية ميزات إضافية وتتيح مجموعة من الحقوق لحاملها منها حق الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، حق التصويت في الجمعية العمومية، حق الاطلاع على دفاتر الشركة وحق الحصول على القيمة المتبقية للسهم عند تصفية الشركة.

ب_ الأسهم الممتازة: هي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها مجموعة من الحقوق الإضافية والتي لا يتمتع بها حملة الأسهم العادية، ومن بين هذه الحقوق أولوية المطالبة بحقوقه في أصول الشركة عند التصفية تضمن لحاملها دخل شبه ثابت وذلك وفقا للنسب المتفق عليها وليس لها حق التصويت في الجمعيات العمومية.

الفرع الثاني: أدوات الدين

تشمل أدوات الدين أساسا على السندات

أولاً- تعريف السندات: هناك مجموعة من التعاريف للسندات من أهمها:

التعريف الأول: السندات هي عبارة عن صك مديونية يثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند ويحصل حاملها على دفعات منتظمة من الفوائد تسمى الكوبونات².

التعريف الثاني: هي عبارة عن اتفاق مكتوب ومختوم بختم الطرف الذي أصدره، ويقتضي بموجبه بدفع مبلغ معين إلى حامله بتاريخ محدد مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين³.

التعريف الثالث: هي عبارة عن صك قابل للتداول وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات ويعتبر حامل السند دائن للشركة¹.

¹ - محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2011، ص 38.

² - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 43.

³ - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، مصر، سنة 2007، ص 48.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

- من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص خصائص السندات التالية²:
- __ **السندات أداة دين:** يعتبر السند دين على الشركة المصدرة، ويكون لحامل السند الأولوية على حامل السهم في استيفاء حقوقه عند تصفية الشركة .
- __ **السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل:** لأن حامل السند يتقاضى فائدة سنوية ثابتة.
- __ **قابلية السند للتداول:** حيث يتم تداول السندات في السوق الثانوي وهذه الخاصية تسمح بتوفير السيولة.
- __ **القابلية للاستدعاء:** ويقصد بها أن يكون للشركة المصدرة للسند الحق في استرداد السندات من حاملها قبل تاريخ استحقاقها عن طريق إعادة شرائها من حاملها، وذلك في حالة إذا ما نص عقد إصدار السند على الحق في استدعائه.
- __ **محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بجلوله ولا يحق لحامل السند مطالبة الشركة المصدرة بقيمته قبل تاريخ الاستحقاق وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوي.
- ثانياً_ أنواع السندات:** يختلف نوع السند حسب المعيار المستخدم للتقسيم، ويوجد العديد من المعايير والأسس لتقسيم السندات
- 1_ تقسيم السندات حسب معيار فترة الاستحقاق:** حسب هذا المعيار يتم تقسيم السندات إلى³:
- أ_ **سندات قصيرة الأجل:** والتي يكون أجل استحقاقها من سنة إلى خمسة سنوات، وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة.
- ب_ **سندات متوسطة الأجل:** والتي يتراوح أجل استحقاقها بين خمسة إلى عشر سنوات، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل.
- ج_ **سندات طويلة الأجل:** والتي يكون آجالها أكبر من عشر سنوات، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى مقارنة بالسندات قصيرة ومتوسطة الأجل.
- 2_ تقسيم السندات حسب معيار شكل الإصدار:** حسب هذا المعيار يتم تقسيم السندات إلى⁴:

¹ - أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق، ص 85.

² - أنظر:

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 108.

- محمد حلمى عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطويجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، مصر،

سنة 2004، ص 80.

³ - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 47.

⁴ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 226، 227.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

أ_ **السندات الاسمية:** هي تلك السندات التي تصدر باسم صاحبها ، وتنتقل ملكيتها بطريقة تسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة، كما يمكن أن يكون التسجيل جزئياً ويقتصر التسجيل على أصل الدين فقط.

ب_ **السندات لحاملها:** هي سندات لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام ويتم تداولها بيعاً وشراءً، وفي هذا النوع يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند ويتقدم المستثمر إلى البنك الذي يتوسط بين الجهة المصدرة للتسديد على الفائدة نقداً.

3_ **تقسيم السندات حسب الجهة المصدرة:** حسب هذا المعيار يتم تقسيم السندات إلى¹:

أ_ **السندات الأهلية (سندات القطاع الخاص):** هي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص أو الشركات التجارية، الصناعية وذلك لتمويل مشاريعها.

ب_ **السندات الحكومية:** وهي سندات صادرة عن الدولة ومؤسساتها تصدر لغرض مواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وهذا النوع من السندات إما تكون دائمة أي لا تحدد فيها الدولة تاريخ السداد ولكن تدفع الفائدة عليها كل فترة محددة (سنة أو ستة أشهر) أو تكون قابلة للاستهلاك ومحددة بتاريخ معين للسداد كما تعبر السندات الحكومية أقل مخاطرة لأنها مضمونة من قبل الجهة المصدرة ألا وهي الحكومة على عكس سندات الشركات ولكن عائدها أقل من سندات الشركات.

الفرع الثالث: المقارنة بين أدوات الملكية وأدوات الدين

هناك عدة اختلافات بين أدوات الملكية والمتمثلة في الأسهم و أدوات الدين المتمثلة في السندات وهذا ما

سنظهره من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (2_1): مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
<p>أداة دين</p> <p>حامل السند دائن للشركة بقيمة السند</p> <p>حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق.</p> <p>الحصول على الفائدة السنوية.</p> <p>ليس له الحق في التصويت والاطلاع على دفاتر الشركة.</p> <p>عائد السندات المتمثل في الفائدة لا يخضع للضريبة</p> <p>السند له أجل استحقاق</p>	<p>أداة ملكية</p> <p>حامل السهم يعتبر شريك في رأسمال الشركة.</p> <p>حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في السوق الثانوي أو عند تصفية الشركة.</p> <p>الحصول على الأرباح إذا ما رغبت الشركة في توزيعها.</p> <p>حق التصويت في الجمعية العمومية إضافة إلى حق الاطلاع على دفاتر الشركة .</p>

¹ - أنظر :

- جيهان جمال، عالم البورصة، الطبعة الثالثة، مركز الدراسات الاقتصادية، مصر، سنة 2011، ص 45.

-Morissete, Donis, valeurs Mobilières et gestion de portefeuille, Québec, S M G , 1993, p 61.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

عائد السهم يعتبر توزيعاً للأرباح ويخضع للضريبة.	عند التصفية لهم حق الأولوية في الحصول على حقوقهم.
السهم ليس له أجل استحقاق وينتهي مع تصفية الشركة.	
عند التصفية حملة الأسهم يحصلون على حقوقهم بعد حملة السندات والأسهم الممتازة.	

المصدر: أنظر: - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 88.

- ضياء مجيد، مرجع سابق، ص ص 44، 45.

- محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 166.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

نتيجة لتعدد مخاطر الاستثمار أدى إلى استحداث أدوات مالية تعرف بالمشتقات المالية والتي استخدمت كأداة لإدارة مخاطر الاستثمار إلى جانب اعتبارها كأداة استثمار. لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على المقصود بالمشتقات المالية من خلال تعريفها وخصائصها إضافة إلى أنواعها.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية: هناك مجموعة من التعاريف للمشتقات المالية من أهمها:

التعريف الأول: المشتقات المالية هي عبارة عن عقود فرعية تشتق قيمتها من عقود أساسية لأدوات استثمارية كالأوراق المالية وعمليات أجنبية، وينشأ عن تلك العقود أدوات استثمارية مشتقة في إطارها يسمى بالهندسة المالية¹.

التعريف الثاني: عرفها صندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها².

التعريف الثالث: المشتقات المالية هي عبارة عن عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي ويتحمل المتعامل تكلفة متواضعة مقارنة بقيمة العقد وتتوقف الأرباح والخسائر لأطراف العقد على الأصل المالي محل التعاقد³. من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص خصائص المشتقات المالية والمتمثلة في¹:

¹ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 397.

² - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، سنة 2005، ص 58.

³ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2005، ص 125.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

__ المشتقات المالية يتم تنفيذها و تسوية عقودها في تاريخ مستقبلي؛

__ لا يتطلب استثمارات مبدئية وإنما دفع مبلغ مبدئي مقارنة بقيمة العقود؛

__ تستخدم للتحوط ضد المخاطر الاستثمارية نتيجة للتغير في أسعار تلك الأصول؛

__ تستخدم بهدف المضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد.

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية: توجد عدة أنواع للمشتقات المالية من أهمها عقود الخيارات، المبادلات، العقود المستقبلية و الآجلة.

أولاً- عقود الخيارات: هي عبارة عن عقد بين طرفين يتعهد بموجبه بائع الخيار بأن يعطي لمشتري الخيار الحق وليس الإلزام لشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد يدعى سعر التعاقد أو الممارسة، ويكون خلال فترة زمنية معينة مقابل مبلغ يدفعه مشتري العقد إلى البائع يسمى العلاوة وهذه العلاوة غير قابلة للاسترجاع سواء تم تنفيذ العقد من عدمه². والمعاملات في هذا النوع من العقود تتم بإحدى الطريقتين³:

1_ الطريقة الأمريكية: والتي تقتضي بأن يتم تنفيذ أو ممارسة العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهاؤه.

2_ الطريقة الأوروبية: والتي تنص على أن يتم تنفيذ أو ممارسة العقد في التاريخ المحدد لانتهاؤه العقد.

ويشمل هذا النوع من العقود على نوعين رئيسيين إضافة إلى أخرى ثانوية⁴:

أ- خيار الشراء: هو عقد يعطي للمشتري الحق في شراء أصل معين بسعر محدد خلال فترة معينة، ويلزم بائعه ببيع تلك الأصل عند طلب المشتري وبالشروط المتفق عليها ويلجأ إلى خيار الشراء المستثمرون الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.

ب- خيار البيع: هو عبارة عن عقد يعطي الحق لمشتري الخيار في بيع أصل معين إلى محرر الخيار الذي يلتزم بتنفيذ الاتفاق (شراء الأصل) عندما يطلب مشتري الخيار ذلك ويكون خلال فترة زمنية معينة وسعر متفق

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 239، بتصرف.

² - بن علي بلعوز وآخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2013، ص 98.

³ - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، سنة 2006، ص 310.

⁴ - أنظر :

- شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق، ص ص 226، 227.

- هاشم فوزي ياسين العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة

الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008، ص 145.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

عليه مقابل علاوة التي يدفعها مشتري الخيار للبائع. وتسمى العمليات التي تتم بعقد خيار الشراء أو البيع بالعمليات الشرطية البسيطة .

ج- الخيار المزدوج: هو عبارة عن عقد يعطي لحامله (مشتريه) في الجمع بين خيار الشراء وخيار البيع، فإذا كان العقد يحتوي على خيار واحد للبيع وخيار واحد للشراء وبسعر واحد فهو خيار مزدوج مساوي، أما إذا اختلف السعر فهو خيار مزدوج متفرق وغالبا ما يكون سعر الشراء أكبر من سعر البيع .

وتسمى العمليات التي تجري في البورصة على هذه العقود بالعمليات الشرطية المركبة.

د-الخيار المضاعف(المتعدد): هو عقد يكون لحامله الحق في شراءين إلى بيع واحد أو بيعين إلى شراء واحد، ويتم الشراء والبيع في الخيار المتعدد بسعر يوم التعاقد.

وتسمى العمليات التي تجري في البورصة على هذا النوع من العقود بالعمليات المضاعفة.

ثانياً_ عقود المبادلة (المقايضة): هي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد¹. وتشمل هذه العقود على العناصر التالية²:

__ طرفا العقد؛

__ الالتزام أو العقد المشمول بعقد المبادلة؛

__ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة؛

__ تحديد العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛

__ السعر الآجل لمقايضة العملية المتفق عليها؛

__ المدة المحددة للعقد.

ومن أهم أشكال المبادلات ما يلي³:

1- مبادلة العملات: تتمثل عملية المبادلة بين عملتين في شراء إحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الآني لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) والذي يتم تحديده على أساس الفرق بين أسعار الفائدة على الإيداع والاقتراض بالنسبة للعملتين.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 261.

² - مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان، سوريا، سنة 2009، ص 174.

³ - محمد مطر، فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 286.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

2- مبادلة أسعار الفائدة: يتم التعامل بها بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة من جهة أخرى، والهدف من استخدام مبادلة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل.

ثالثاً_ العقود المستقبلية: هي التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة بسعر محدد وفي وقت لاحق¹. تتميز هذه العقود بمجموعة من الخصائص من أهمها²:

_ تتداول في الأسواق المنظمة؛

_ شروطها نمطية أي تختلف من عقد لآخر؛

_ الطرفين ملزمين بدفع هامش مبدئي لدى بيوت السمسرة قيمته من 5 إلى 15 % من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية الصفقة وهذا كضمان لحماية الطرفين من مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتهم؛

_ يتم التعامل بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد.

رابعاً_ العقود الآجلة: هي الاتفاق بشراء أو بيع كمية من أصل معين في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقاً عند إبرام العقد، ويحقق مشتري العقد ربحاً عندما يكون سعر الأصل محل العقد في السوق الحاضر أعلى من السعر المتفق عليه في العقد، وفي حالة العكس فإنه يحقق خسارة³.

يتميز هذا النوع من العقود بالخصائص التالية⁴:

_ تتميز بالمرونة (غير نمطية): والتي تقتضي أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد فهما يمتلكان حرية التصرف؛

¹ - عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارن، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2010، ص 248.

² - أنظر:

- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 151، 152.

- بن علي بلعوز وآخرون، مرجع سابق، ص 131، 132.

³ - Bertrand Jaquillat, Bruno sonlik, op-cit, p 361.

⁴ - بن علي بلعوز وآخرون، مرجع سابق، ص 124.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

- __ لا تتمتع بالسيولة: فإذا رغب أحد الطرفين الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخص آخر يملأ محله ويقبل أن يتم بيع العقد له؛
- __ تنطوي على مخاطر الائتمان: وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته؛
- __ لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة: لهذا فإن الطرفين غير ملزمين بدفع هامش مبدئي؛
- __ يتحدد الربح والخسارة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ.

المبحث الثالث: مفهوم كفاءة السوق المالي

تعد الأسواق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة. لهذا سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على مفهوم كفاءة السوق المالي من خلالها تعريفها، متطلباتها وكذا صيغ الكفاءة.

المطلب الأول: تعريف كفاءة السوق المالي وشروطه

يتم تناول في هذا المطلب تعريفات مختلفة للكفاءة وكذا الشروط الأساسية لقيام سوق مالي كفء.

الفرع الأول: تعريف كفاءة السوق المالي: هناك عدة تعريفات للسوق المالي من أهمها:

التعريف الأول: كفاءة السوق تعني استجابة الأسعار بسرعة وبدون تحيز للبيانات والمعلومات الجديدة والمتاحة للمتعاملين¹.

التعريف الثاني: كفاءة السوق هي التي تحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ويعتبر السوق كفئاً عندما تكون القيمة السوقية للأصل مساوية إلى قيمته الحقيقية².

التعريف الثالث: السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الأصل التي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق³.

¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 70.

² - ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 8.

³ - عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 263.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

يتميز السوق الكفاء بمجموعة من الخصائص منها¹:

— **الشفافية:** هي قدرة المستثمرين في السوق المالي على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات، حجم التداول، نتائج أعمال المؤسسات وكذلك الاطلاع على القرارات الاستثمارية في السوق المالي سواء كانت تتعلق بالمحافظ الاستثمارية، صناعات السوق، كبار المستثمرين وأعضاء مجالس الإدارات للشركات المدرجة في السوق المالي.

— **الإفصاح:** هو الإعلان عن كل المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في السوق المالي والتي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض والطلب على الورقة المالية، وهذا بهدف توفير مناخ استثماري عادل للمستثمر يساعده على اتخاذ قراره الاستثماري المتمثل في قرار الشراء والبيع وتقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح هو جوهر العملية الاستثمارية والذي يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري وتدعيم الثقة بين المستثمرين.

— **توفير السيولة:** تعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة وبسهولة وبأسعار معقولة وقريبة من آخر التداولات التي أجريت على الأداة نفسها، وحتى يملك السوق السيولة يجب أن تتميز بعمق كافي من خلال وجود عدد كبير من المستثمرين والبائعين الذين يضمنون استمرارية التداول.

الفرع الثاني: الشروط الأساسية للسوق الكفاء

هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوافر في السوق المالي من أجل أن يكون هذه السوق كفاً ومن أهمها ما يلي²:

— سيادة المنافسة الكاملة: وهذا الشرط مرتبط بتوافر عدد كبير من البائعين والمستثمرين، تتوفر لهم حرية الدخول والخروج من وإلى العمليات السوقية، وهذا حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

— أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وتوفير خاصية السيولة تتحقق فرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة والوقت والسرعة المناسبة.

— أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التداول.

— توفر عنصر الشفافية: بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 103.

² - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الثقافة، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 165.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

__ توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أو أمر تنفيذ الصفقات.

__ وجود هيئة مشرفة تعرف ببيئة الأوراق المالية وتكون هذه الهيئة محايدة.

__ أن تكون تكلفة التداول منخفضة جدا إلى درجة شبه معدومة.

المطلب الثاني: متطلبات وأنواع كفاءة السوق المالي

سيتم تناول في هذا المطلب متطلبات كفاءة السوق المالي إضافة إلى أنواعها.

الفرع الأول: متطلبات كفاءة السوق المالي: ينبغي توافر في السوق الكفاء مجموعة من العناصر الأساسية منها¹:

اولا_ **كفاءة التسعير:** price Efficiency ويطلق عليها بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل للمتعاملين في السوق بسرعة دون أي فاصل زمني مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة كافة، إضافة إلى وصول المعلومات دون تكبد أي تكاليف باهظة في الحصول عليها مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات فضلا عن ذلك ينبغي أن تكون المعلومات صادقة بمعنى أن تسعير الورقة المالية قائم على أساس المعلومات وليس على أساس الإشاعات والمتعاملين في هذا السوق يملكون نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا استثنائية أو غير عادية على حساب الآخرين.

ثانيا_ **كفاءة التشغيل:** Operational Efficiency تدعى بالكفاءة الداخلية وتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين(صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح كبير ولكي تكون الأسواق المالية كفؤة تشغيليا يقتضي: __ قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأقصى من التكلفة، ربما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم وبالتالي فإنه يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر؛ __ لا بد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة مما يدفع هذا التنافس بمعدلات العمولة للانخفاض المستمر مما يزيد من كفاءة السوق المالي التشغيلية؛

وتعتمد كفاءة التسعير بشكل كبير على كفاءة التشغيل ولكي تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات بشكل كامل وسريع لا بد أن تكون تكلفة تنفيذ الصفقة عند حدودها الدنيا.

ثالثا_ **الكفاءة التنظيمية للسوق:** Organization Efficiency Market تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال ما يلي:

¹ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص ص 210، 212.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

— توافر إطار تنظيمي واضح للسوق يجب أن تحدد القواعد التنظيمية للسوق من خلال تحديد المسؤولين والقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة للاستثمار وليس المضاربة؛

— تنظيم مهمة الوساطة: يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات وقيامهم بخدمة المتعاملين بالسوق والإعلان عن أسعار العرض والطلب للأوراق المالية لتفادي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه؛

— كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والتي تلائم التوسع الطبيعي للسوق وحجم التداول فيه وبالتالي يؤدي خدماته بشكل فعال.

رابعا_ الكفاءة الفنية للسوق: Technical Efficiency Market تتحدد الكفاءة الفنية للسوق المالي من خلال:

— تعدد أدوات الاستثمار مما يوفر توزيع مخاطر الاستثمار إذ أن المستثمر عادة يفضل التعامل مع الأسهم نظرا لسهولة تداولها والمزايا الأخرى لحاملها، إلا أنه لا يجب الاقتصار على التعامل بها فقط واللجوء إلى الأدوات الاستثمارية الأخرى كالسندات، أذن الخزنة... الخ؛

— العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول إذ يؤدي إلى نظام موحد في الأسعار التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأوراق المالية للشركات بالإضافة إلى تفادي الخضوع إلى أهواء الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد الأسعار.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي

يمكن التمييز بين نوعين للكفاءة وهما¹:

اولا_ الكفاءة الكاملة(التامة): هي التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعريّة للأصول المتداولة، ولتحقيق ذلك يتطلب توفر مجموعة من الشروط :

— تقييد القيود على التعامل بالأوراق المالية بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأوراق المالية مهما صغر حجمها بسهولة؛

— إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، وهذا ما يجعل جميع توقعات المستثمرين متماثلة؛

¹- أحمد مداني، الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، الطبعة الأولى، الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2018، ص ص 145، 146.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

__ يتعامل في السوق بعدد كبير من المستثمرين وبسهولة عالية وأموال متاحة للاستثمار مع عدم فسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار؛

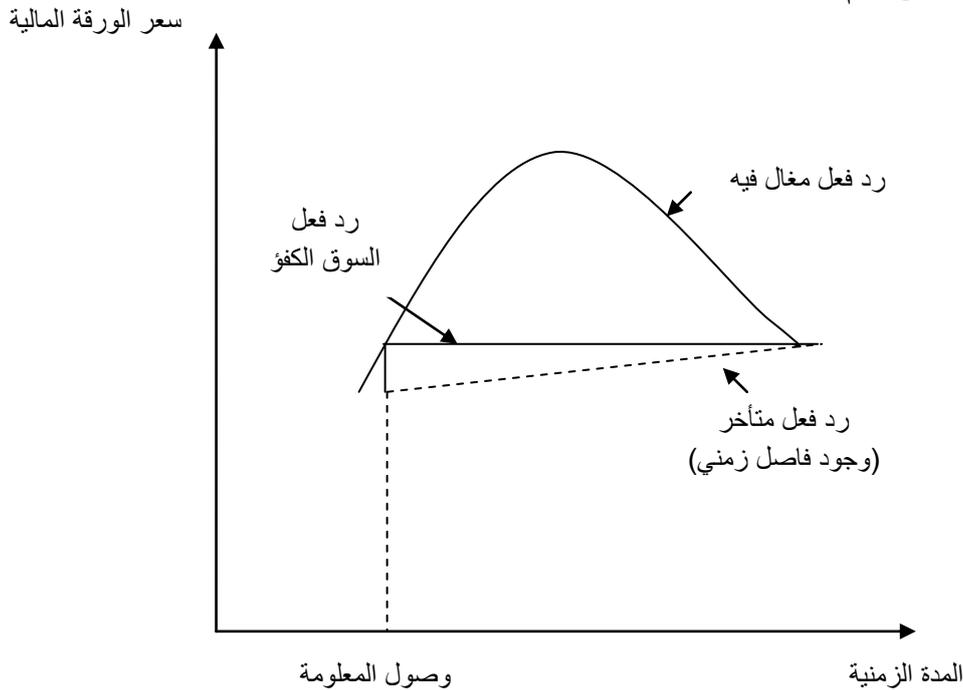
__ يتصف جميع المتعاملين بالرشد والسعي إلى تعظيم الثروة.

ثانياً_ **الكفاءة الاقتصادية:** تعني الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هي مدى تأثر السوق الكفؤ باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف ودرجة تقبل المخاطر من قبل المستثمرين، وتستند هذه الكفاءة على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، وعليه يتطلب منه الحصول على البيانات والمعلومات عن الأوراق المالية واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط عند اتخاذ القرار.

بصفة عامة يمكن القول أن الكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين توفر المعلومات الجديدة وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية وهذا يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت .

الشكل التالي يوضح حركة تغير سعر الورقة المالية في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

الشكل رقم (2_1): الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 57.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

المطلب الثالث: النماذج المختلفة لكفاءة السوق المالي

قدم فاما عام 1965 دراسة تطبيقية حدد من خلالها ثلاثة مستويات لكفاءة السوق المالي وهذا وفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة للسوق وهي فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة المتوسطة وفرضية الصيغة القوية.

الفرع الأول: فرضية الصيغة الضعيفة: تقتضي هذه الفرضية أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة المالية وعلى حجم التعاملات التي حدثت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار¹، وفي ظل هذه الكفاءة فإنه لا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح جيدة بالاعتماد على المعلومات التاريخية أي أنه غير قادر على تحقيق الربح من دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار في السنوات الماضية وأن فرصة المستثمر للحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين²:

- حصوله على معلومات داخلية خاصة غير منشورة عن الشركة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.
- تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين، وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين لأسهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وتحقيق أرباح أكثر من غيرهم مستغلين قلة المعرفة وبطء بعض المستثمرين مقارنة بغيرهم. وبالتالي تشكل هذه الصيغة رفضا صريحا لفلسفة التحليل الفني الذي يقوم على إمكانية التنبؤ بحركة أسعار الأسهم في المستقبل، اعتمادا على دراسة التغيرات الماضية في سعرها³.

الفرع الثاني: فرضية الصيغة المتوسطة (شبه القوية): تقتضي هذه الفرضية بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس المعلومات التاريخية فقط بل كافة البيانات والمعلومات العامة والمنشورة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة، التقارير المالية وغيرها)⁴.

إن مستوى الكفاءة شبه القوي إذا ما تحقق فإن المستثمر لا يستطيع تحقيق أي عوائد غير اعتيادية نتيجة لقيامه بالتحليل الأساسي للمعلومات (الإصدارات الجديدة، تجزئة الأسهم) ولكنه يحصل على العائد غير

¹ - فارس ناصيف الشيبيري، غسان سالم الطالب، مرجع سابق، ص 253.

² - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 84.

³ - Steve Ambler, l'efficience des marchés financiers, working paper, universite du Quebec à Montréal département des sciences Economiques, Canada, 2005, p 4.

⁴ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 108.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

الاعتيادي بعد حصوله على بعض المعلومات الخاصة غير المنشورة عن الشركة في إطار ظاهرة احتكار المعلومات¹.

الفرع الثالث: فرضية الصيغة القوية: تقتضي هذه الفرضية بأن أسعار الأوراق المالية تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة والخاصة بفئة معينة مثل أعضاء مجلس إدارة الشركات، وبالتالي فإن هذا السوق يوفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواء كانت تاريخية، أو عامة أو خاصة². يفترض الشكل القوي للكفاءة أن الداخلين (العاملون في الشركة كأعضاء مجلس الإدارة، مسيرو الحوافز المالية، صناديق الاستثمار و المتخصصين في تحليل الأوراق المالية) الذين يستطيعون الحصول على المعلومة لا يمكنهم تحقيق عوائد غير عادية على الرغم من معرفتهم بالمعلومات الخاصة لأن الأسعار تعكس المعلومات الخاصة والعامة³.

يعتبر الشكل القوي للكفاءة هو أعلى درجات كفاءة الأسواق المالية وهي غير محققة في الواقع باعتبار أن هناك فئة من المستثمرين تمكنهم من الحصول على معلومات قبل غيرهم وتكون حركة الأسعار في ظل الصيغة القوية للكفاءة غير عشوائية لتتمكن فئة من المستثمرين من التنبؤ بالأسعار في المستقبل. إن الصيغ السابقة للكفاءة تندرج من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، فالصيغة القوية تضم معلومات الصيغة المتوسطة والضعيفة أما الصيغة المتوسطة فتضم معلومات الصيغة الضعيفة. ويمكن توضيح العلاقة بين الصيغ الثلاثة من خلال الشكل التالي:

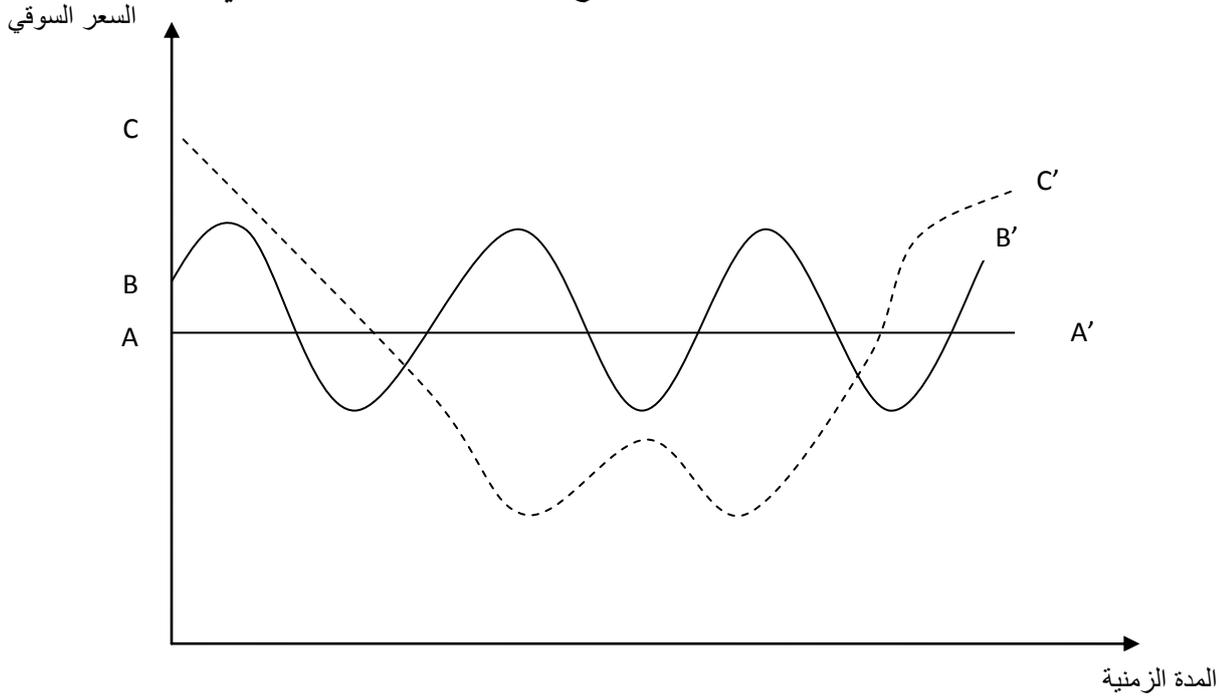
¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 86.

² - نفس المرجع أعلاه، ص 86.

³ - Roberto, Edemister, **financial Institution Markets and management**, Mc, Gran-Hill book company, United states of America, 1980, p p 55-56.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

الشكل (2-2): العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق المالي



المصدر: عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة

التحول لاقتصاد السوق، مؤسسات الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2005، ص 65.

(AA'): يمثل سعر الورقة المالية ويعكس الكفاءة القوية (عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها على الأسعار).

(BB'): يمثل سعر الورقة المالية ويعكس الكفاءة المتوسطة (وجود انحراف صغير بين وصول المعلومة وانعكاسها على الأسعار، اختلاف طفيف بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية).

(CC'): يمثل سعر الورقة المالية ويعكس الكفاءة الضعيفة، يكون هناك اختلاف كبير بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية.

الفصل الثاني: بيئة الاستثمار في الأسواق المالية

خلاصة الفصل

- تم التوصل من خلال هذا الفصل إلى جملة من النتائج يمكن إيجازها فيما يلي:
- السوق المالي هو الإطار التنظيمي الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية ويتطلب توفر وسطاء ماليين إضافة إلى وسائل اتصال حديثة.
 - تتعدد تقسيمات السوق المالي حسب تعدد المعايير: حسب غرض التمويل يتم تصنيف السوق المالي إلى سوق نقدي، سوق رأس المال، وسوق الصرف الأجنبي، حسب معيار الإصدار والتداول يتم تصنيف السوق المالي إلى سوق أولية وسوق ثانوية وهذه الأخيرة يتم تقسيمها بدورها إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة كما تشمل السوق غير المنظمة على السوق الثالث والسوق الرابع؛
 - على أساس تقسيم السوق المالي إلى سوق نقدية وسوق رأس المال فإن هناك أدوات متداولة في السوق النقدية والتي من أهمها أذن الخزانة والأوراق التجارية، القبولات المصرفية و شهادات الإيداع القابلة للتداول، وأخرى متداولة في سوق رأس المال والتي يتم تصنيفها إلى أدوات ملكية وأدوات دين إضافة إلى أدوات أخرى مشتقة أو ما يعرف بالمشتقات المالية؛
 - كفاءة السوق تعني مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الواردة للسوق بدون فاصل زمني وتتساوى عندها القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية؛
 - تتضمن كفاءة السوق المالي على نوعين من الكفاءة وهي الكفاءة الكاملة والتي تنص على عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها على الأسعار في حين أن الكفاءة الاقتصادية تقتضي بوجود الفاصل الزمني؛
 - وفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة للسوق نميز بين ثلاثة صيغ للكفاءة وهي صيغة الكفاءة الضعيفة: والتي تقتضي أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية، أما فرضية الصيغة المتوسطة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس إضافة إلى المعلومات التاريخية المعلومات والبيانات المتاحة للجمهور، أما فرضية الصيغة القوية تعكس كل من المعلومات التاريخية، المعلومات المتاحة للجمهور إضافة إلى المعلومات الخاصة والمتوفرة عن الشركات؛
- تتعدد مجالات الاستثمار في السوق المالي ومن أهمها الاستثمار في المحفظة وهو موضوع الفصل الموالي.

الفصل الثالث:

**المحافظة الاستثمارية واثار
التنوع الدولي على مخاطرها**

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

تمهيد:

تعد المحفظة الاستثمارية من أكثر التنظيمات التي أخذت حيزا مهما في الدراسات الاستثمارية واتخذت صيغا وأشكالا متعددة وهذا يتطلب تحديدا دقيقا لكافة عناصرها وأنواعها، ويعد الباحث ماركوتز من الأوائل الذين نظروا في أدبيات المحفظة ووضع نظريتها وقواعدها الأساسية ليسترشد بها المستثمر ومدبرو المحافظ المالية. كما أخذت نظرية المحفظة الاستثمارية حيزا كبيرا في مجال الاستثمار نظرا للدور الأساسي الذي لعبته في وضع الأسس العلمية السليمة للاستثمار في الأصول بشكل عام والاستثمار في الأصول المالية بشكل خاص وعلى غرار باقي الاستثمارات فإن الاستثمار في المحفظة الاستثمارية يكون معرض إلى مجموعة من المخاطر، ويتجسد مبدأ التنوع بوصفه قاعدة لاختيار مكونات المحفظة بهدف تعظيم الثروة، وتعددت أساليب التنوع من أهمها التنوع الدولي وقد شهد هذا الأخير تطورا كبيرا خاصة مع موجة تحرير التجارة الخارجية وإزالة القيود وازدياد حركة رؤوس الأموال وتوسع الفرص الاستثمارية المتاحة بين مختلف دول العالم.

لذلك سنحاول تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث

المبحث الأول: مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية.

المبحث الثاني: نظرية ونماذج المحفظة الاستثمارية.

المبحث الثالث: إدارة المحفظة الاستثمارية.

المبحث الرابع: التنوع الدولي كأداة للتقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

المبحث الأول : مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية

يعتبر موضوع المحفظة الاستثمارية تطورا لعلم الاستثمار وجاء من أجل تلبية حاجات المستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة، كما أن هدف المستثمرين من تكوين المحفظة الاستثمارية هو الحصول على أكبر العوائد الممكنة وبأقل درجات المخاطرة إضافة إلى إمكانية تحويل أصولها إلى سيولة بسرعة وبدون تحمل خسائر، ومن هنا يترتب عند تكوين محفظة استثمارية ضرورة العمل على الموازنة بين العوائد والمخاطر.

المطلب الأول: نشأة وتعريف المحفظة الاستثمارية

سنركز في هذا المطلب على نشأة المحفظة الاستثمارية إضافة إلى تناول التعاريف المختلفة لها.

الفرع الأول: نشأة المحفظة الاستثمارية

يعود تاريخيا ظهور المحفظة إلى بداية عقد الخمسينيات تحديدا عام 1952 عندما قام المحلل الأمريكي ماركوتر بوضع الأسس لنظرية المحفظة وقد قدم أول فكرة عن المحفظة ونشر بحث سمي اختيار المحفظة وبين كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى، ثم جاء من بعده عدد من الباحثين أمثال شارب ولنتر حيث وضع عام 1966 نموذج عرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية وأصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، ثم بعد ذلك طور روس عام 1976 النموذج السابق إلى نموذج آخر سمي بنموذج الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل بين الأوراق المالية بالمضاربة بين العائد والمخاطر. وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خاصة مع التطورات الاقتصادية وارتفاع الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير، ثم توسع استخدام نظرية المحفظة ليشمل البنوك التي تتراكم لديها المدخرات وتقوم باستثمارها في مختلف الأدوات المتاحة في السوق المالي ومع تطور دور البنوك في الاستثمار تم تأسيس صناديق الأموال في بداية الستينيات من القرن العشرين لتتخصص في الاستثمارات المالية، وقد أفلست البعض منها بسبب سوء إدارتها في حين نجح القسم الآخر الذي اعتمد على الأساليب العلمية السليمة في إدارة المحفظة وعلى إثر ذلك تكونت شركات الاستثمار المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال الأموال أفضل استغلال¹. وتعتبر نظرية المحفظة فكرة قديمة مرت بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن فقد قامت هذه النظرية على فكرة التوفيق بين عنصرى الربح والمخاطرة والذي يتماشى مع المثل الإنجليزي "لا تضع كل ما

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 14.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

لديك من بيض في سلة واحدة" يعني لا تضع كل أموالك المستثمرة في أسهم شركة واحدة أو مشروع لأن ذلك يعرضك لمخاطرة فشل هذا المشروع أو عدم تحقيق أرباح منه¹.

الفرع الثاني: تعريف المحفظة الاستثمارية: هناك تعريف عديدة للمحفظة الاستثمارية من أهمها

التعريف الأول: المحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية أو المحافظة على القيم الإجمالية للثروة².

التعريف الثاني: المحفظة الاستثمارية هي أحد أدوات الاستثمار المركب والمتنوع لأنها تتكون في الغالب من أصلين أو أكثر³.

التعريف الثالث: المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة من الأوراق المتنوعة يتم اختيارها بعناية ودقة فائقتين يديرها المستثمر بنفسه أو ينوب عنه شخص آخر، بحيث تحقق أكبر عائد ممكن وبأقل خطر محتمل⁴.

التعريف الرابع: المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو أوراق تجارية تملكها المؤسسات مثل البنوك⁵.

التعريف الخامس: المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن توليفة من الأدوات الاستثمارية تضم أدوات مالية كالأسهم، السندات، القبولات المصرفية أذن الخزائنة و أدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة⁶.

ما يمكن استخلاصه من التعاريف السابقة أن هناك مفهوم أوسع للمحفظة الاستثمارية والذي يشمل على الأصول المالية والحقيقية في حين أن المفهوم المتخصص للمحفظة والمرتبط بالأصول المالية فقط وهو ما يطلق عليه بالمحفظة المالية وهو ما سنركز عليه في دراستنا.

المطلب الثاني: أهداف وقواعد بناء المحافظ الاستثمارية

يخضع بناء المحافظ الاستثمارية إلى مجموعة من القواعد والأسس، كما أن تكوينها يكون بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف، وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا المطلب.

¹ - وليد محمد علي كرسون، مرجع سابق، ص 64.

² - بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مقالة في مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة ورقلة، سنة 2004، ص 37.

³ - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 204.

⁴ - وليد محمد علي كرسون، مرجع سابق، ص 63.

⁵ - ابراهيم راشد الشمري، دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة (دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية)، مقالة في مجلة الإدارة و الاقتصاد، العدد الخامس والسبعون، جامعة بغداد، العراق، سنة 2009، ص 98.

⁶ - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 185.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

الفرع الأول: أهداف المحفظة الاستثمارية: تعد المحافظ الاستثمارية أسلوب من أساليب الاستثمار فهي تهدف إلى ما يهدف إليه الاستثمار، ويمكن تصنيف أهداف المحفظة الاستثمارية إلى أهداف رئيسية وأخرى ثانوية.

أولاً-أهداف رئيسية: هناك هدفين رئيسيين للمحفظة الاستثمارية هما¹:

- تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر؛
- توفير السيولة اللازمة.

يعد هذين الهدفين متعارضين إذ أن تحقيق الهدف الأول يتطلب استثمار رأس المال وهذا يتعارض مع توفير السيولة النقدية التي تسمح بمواجهة الظروف الطارئة، غير أن المدير الجيد هو الذي يستطيع التوفيق بين الهدفين بتحقيق أكبر عائد ويحتفظ بقدر من السيولة.

ثانياً-أهداف ثانوية: تتمثل أهمها فيما يلي²:

- المحافظة على رأس المال الأصلي: يعتبر من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها مالك المحفظة، إذ أن الاستعداد لتحمل مخاطر يجب أن يبتعد عن رأس المال 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؛

- تنمية المحفظة: من خلال النمو في رأس المال، وهو هدف له أهمية خاصة لغالبية المستثمرين لما يحققه من مكاسب فعلية مؤجلة التي يحققها المستثمر من استثماراته؛

- استمرار تدفق الدخل: من خلال الحفاظ على ربحية أصول المحفظة، وذلك باختيار أوراق مالية تحقق دخل ثابت (السندات)، والعمل على إعداد خطط دقيقة لإعادة استثمار جزء من هذه الدخول في بدائل تعطي ربحية أكثر أو استخدامها لمواجهة مصاريف غير متوقعة؛

¹ -غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 20

² - أنظر: - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 17.

- عماد عزازي، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2010، ص 101.

- أشرف محمد دوابة، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، سنة 2006، ص ص 232، 233.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

- **التنوع (المزج بين الأوراق المالية):** يعتبر تنوع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي تهتم بها إدارة المحفظة الاستثمارية، حيث أن الهدف من التنوع هو الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطرة؛
- **قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة:** وذلك من خلال الاستثمار في أدوات لها قابلية للتحويل إلى نقد بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى شركات الاستثمار .
- الفرع الثاني: قواعد بناء المحفظة الاستثمارية:** هناك مجموعة من القواعد المتداخلة التي تلعب دورا كبيرا في التأثير على فاعلية تكوين محفظة الاستثمار ومن أهمها¹:
- **النمو:** هو المعدل الذي تتزايد فيه الأصول المالية خلال فترة زمنية من الاستثمار، فإذا كان المستثمر يرغب بالحصول على معدل نمو ثابت ومستقر فإنه يوجه اهتمامه للاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل؛
- **العائد:** هو الفائدة أو الربح الذي يحصل عليه المستثمر من جراء استثماراته في الأوراق المالية؛
- **المخاطرة:** تعتبر محددًا مهمًا للاستثمار، فدرجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر تختلف من فرد إلى آخر فالمستثمرون المحافظون يبحثون عن فرص استثمارية تقدم لهم بعض الإجراءات اللازمة للسيطرة على عوائدهم مثل السندات، أما المستثمرون اللذين يرغبون في تحمل مخاطر عالية فإنهم يقومون بالاستثمار في العقود الآجلة أو الخيارات.
- المطلب الثالث: أنواع المحافظ الاستثمارية**
- تتعدد أنواع المحافظ تبعًا لتعدد مكوناتها وأساليب إدارتها وأهدافها ورغبات المستثمرين فيها، لذلك يمكن تقسيم المحافظ وفقًا لمعايير محددة، وهذا ما سنحاول التركيز عليه من خلال هذا المطلب.
- الفرع الأول: أنواع المحافظ من حيث مكوناتها وأهدافها**
- أولاً- من حيث مكوناتها:** حسب هذا المعيار يمكن تصنيفها إلى نوعين²:

¹ - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 192.

² أنظر:

— منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، سنة 2008، ص 121.

— وليد محمد علي كرسون، مرجع سابق، ص 67.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

1_ محافظ شاملة: هي التي تحتوي على أوراق مالية متعددة وليست مقتصرة على شكل معين كالأسهم فقط أو السندات فقط، كما أنها شاملة من حيث التنوع الجغرافي وغير مقتصرة على منطقة جغرافية معينة.

2_ محافظ متخصصة: هي محافظ خاصة وعكس الأولى وتكون مقتصرة اما على الأسهم فقط أو السندات وتعمل في نطاق جغرافي محدد.

ثانيا_ من حيث أهدافها: يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية من حيث أهدافها إلى ثلاثة أنواع وهي¹:

1_ محافظ الدخل أو العائد : هي التي تهدف إلى تحقيق دخل جاري وذلك في إطار محدود من المخاطر، وعادة ما تشمل هذه المحفظة على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وعلى أسهم شركات كبيرة ومستقرة.

2_ محافظ النمو أو الربح: هي التي تهدف إلى تحقيق ربح رأسمالي وتحسين القيمة السوقية، كالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات، أو الاستثمار في صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة.

3_ محافظ استثمارية متنوعة (محافظ الدخل والنمو): هي المحافظ التي تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر وقد تحقق إيرادات جارية ورأسمالية أو إيرادات جارية فقط أو إيرادات رأسمالية فقط، وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطر.

الفرع الثاني: أنواع المحافظ باعتبار أسلوب الإدارة: وفقا لهذا المعيار يتم تصنيف المحافظ الاستثمارية إلى خمسة أنواع وهي²:

أولا_ 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.

¹أنظر:

_ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص ص 21_22.

_ وليد محمد علي كرسون، مرجع سابق، ص 69.

² - وليد محمد علي كرسون، مرجع سابق، ص 68.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

ثانياً_ 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 إيجابيات هذا النوع وضع رقابة سابقة على نشاط إدارتها سواء في التكوين أو الإدارة.

ثالثاً_ 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.

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

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

الفرع الثالث: أنواع المحافظ حسب معيار الأدوات المستخدمة : حسب هذا المعيار يتم تصنيفها إلى نوعين وهما¹:

أولاً_ محافظ الأدوات النقدية: تتكون من أسهم، سندات، شهادات إيداع إضافة إلى حقوق السحب الخاصة*.

ثانياً_ محافظ العملات الأجنبية: تنقسم بدورها إلى:

1_ المحفظة النقدية: التي تتكون من ودائع أو شهادات إيداع بالعملات الأجنبية المختلفة وتقدر قيمتها بمئة ألف دولار فما فوق.

2_ المحفظة المركبة: تتكون من مزيج من العملات الأجنبية مستثمرة في أوراق نقدية وأوراق مالية مختلفة تقدر قيمتها بمليون دولار فأكثر.

المحافظ بالعملات الأجنبية ذات محاور رئيسية مختلفة لتشكيلها وهي:

_ محفظة محور أمريكي: الاستثمار بالدولار الأمريكي بشكل خاص واليورو دولار الموجود في أوروبا بشكل عام.

¹وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص ص 211_212.

*حقوق السحب الخاصة: هي عبارة عن وحدات حسابية نقدية تعطي لصاحبها الحق في الحصول على عملات قابلة للتحويل ويقابلها من أموال الدول الأعضاء المشاركين في الاتفاقية لدى صندوق النقد الدولي.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

__ محفظة محور أوروبي: الاستثمار بالعملات الأوروبية وأيضاً بالوحدة النقدية الأوروبية الموحدة اليورو.

__ محفظة محور مختلط: في هذه الحالة يكون الاستثمار في الاتجاهين الأمريكي والأوروبي إضافة للاستثمار في حقوق السحب الخاصة.

المطلب الرابع: عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي على أساسها يكون اختيار الاستثمار المناسب، وبالتالي يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة فلا يخلو أي استثمار من عنصر المخاطرة، لهذا سنحاول من خلال هذا المطلب التركيز على عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية .

الفرع الأول: عائد المحفظة الاستثمارية: سيتم تناول تعريف العائد، أشكاله وكذا أنواعه.

أولاً-تعريف العائد: هناك مجموعة من التعاريف للعائد من أهمها:

التعريف الأول: العائد هو المقابل الذي يرغب المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، والمستثمر يتطلع دائماً إلى هذا العائد بهدف تنمية وزيادة ثروته وتعظيم أملاكه¹.

التعريف الثاني: العائد هو ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر، وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة².

التعريف الثالث: العائد هو المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة في الوقت الحاضر³.

يتم قياس العائد على الأوراق المالية بالاعتماد على حساب عائد فترة الاحتفاظ كما يلي⁴:

$$R = \frac{D_t + (P_0 - P_B)}{P_B}$$

R: العائد لفترة الاحتفاظ، D_t : التدفقات الجارية، P_0 : سعر البيع، P_B : سعر الشراء.

ثانياً- أشكال عوائد الاستثمار: تأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مهمة وهي⁵:

¹ - حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص 40.

² - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 48.

³ - فلاح حسن الحسيني، مؤيدي عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن، سنة 2000، ص 177.

⁴ - فارس ناصيف الشيبيري، غسان سالم الطالب، مرجع سابق، ص 184.

⁵ - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 49.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

- 1- توزيعات الأرباح: يتم الحصول عليها في حالة ما إذا كانت الأصول تمثل حقوقاً في أموال ملكية (الأسهم) لأن حامل السهم يعتبر شريك في الشركة لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين؛
 - 2- الفوائد: إذا كانت الأصول تمثل أموالاً اقترضت (السندات) لذلك يعتبر حامل السند مقرض للشركة التي أصدرته، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة؛
 - 3- الأرباح الرأسمالية: تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السهم أو السند إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على مبلغ الشراء فالفرق بين المبلغين يمثل ربحاً رأسمالي.
- ثالثاً- أنواع عوائد الاستثمار: يتم التمييز بين الأنواع التالية للعوائد
- 1- العائد المتوقع: هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل¹، ويعطى بالعلاقة التالية²:

$$R_P = \sum_{i=1}^k R_K P_K$$

R_P : العائد المتوقع، R_K : العائد المتوقع الحصول عليه في حالة حدوث الحدث K ، P_K : احتمال حدوث الحدث K .

يجب التمييز بين معدل العائد المتوقع لكل أصل والعائد المتوقع للمحفظة ككل، حيث أن عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة.

__ حالة محفظة مكونة من أصلين: في هذه الحالة يعطى عائد المحفظة بالصيغة التالية³:

$$R_P = R_1 W_1 + R_2 (1 - W_1)$$

R_P : عائد المحفظة، R_1 : العائد المتوقع للأصل الأول، R_2 : العائد المتوقع للأصل الثاني، W_1 : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الأول، $(1 - W_1)$: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الثاني

__ حالة المحفظة مكونة من n أصل مالي: تصبح المعادلة كمايلي⁴:

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

¹ - نفس المرجع السابق، ص 59.

² - Jean-Laurent VIVIANI, LA gestion de portefeuille, 2^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2001, p 68.

³ - Ghassan omet, The international Diversification of investment portfolios, Dirasat, Administrative sciences, University of Jordan, volume23, N02, 1996, p186.

⁴ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 205.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنويع الدولي على مخاطرها

R_p : عائد المحفظة، R_i : العائد المتوقع للأصل i ، W_i : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل i .

2-العائد المطلوب: هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، وهو أدنى عائد يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل. ويعطى بالعلاقة التالية¹:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الحالي من المخاطرة} + (\text{متوسط معدل العائد لمحفظة السوق} - \text{معدل العائد الحالي من المخاطرة}) \times \text{معامل بيتا}$$

3- العائد المتحقق (الفعلي): هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأي أداة من أدوات الاستثمار ويتكون من العوائد الجارية والعوائد الرأسمالية، حيث أن العوائد الجارية تكون في شكل توزيعات الأرباح أو الفوائد في حين أن العوائد الرأسمالية تنتج عن الفرق بين سعر شراء وبيع الأصل المالي². وهناك عدة أنواع للعوائد المتحققة منها³:

أ- عائد أذن الخزانة: يعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{العائد لفترة الاستحقاق لأذن الخزانة} = \frac{365}{\text{عدد الأيام الاستحقاق}} \times \frac{\text{القيمة الإسمية للسند}}{\text{السعر في السوق من وجهة نظر المستثمر}} - 1$$

ب- عائد السند: يشمل على الأشكال التالية:

* العائد الجاري: يتم حسابه كما يلي:

$$\text{العائد الجاري للسند} = \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوي}}{\text{سعر السند في السوق}} \times 100$$

* العائد لفترة الاقتناء: عندما يبيع مالك السند سنده قبل موعد استحقاقه، فعندها يمكن حساب العائد الذي حصل عليه خلال فترة اقتنائه كما يلي:

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \text{الفوائد}}{\text{سعر الشراء}} \times 100$$

¹ -قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 60.

² - نفس المرجع السابق، ص 49.

³ -قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 50، 59.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

*العائد لموعد الاستحقاق: إذا كان حامل السند احتفظ به حتى موعد استحقاقه، فيتم حساب عائدته كما يلي:

$$\frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{القيمة الاسمية للسند} - \text{ثمن الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستحقاق}}}{\frac{\text{القيمة الاسمية للسند} + \text{ثمن الشراء}}{2}} = \text{العائد لموعد الاستحقاق}$$

*العائد لموعد الاستدعاء: هو العائد الذي سيحققه حامل السند من موعد شرائه له إلى اقرب موعد استدعاء منصوص عليه في عقد إصداره، ويحسب كما يلي:

$$\frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{سعر الاستدعاء} - \text{ثمن الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}}}{\frac{\text{سعر الاستدعاء} + \text{ثمن الشراء}}{2}} = \text{العائد لموعد الاستدعاء}$$

ج- عائد السهم: يتكون من

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة الاسمية للسهم}} \times 100$$

• نصيب السهم من الأرباح المحققة: يمكن استخراج ربح السهم من الأرباح المحققة باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{ربح السهم من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم}}{\text{عدد الأسهم}}$$

الفرع الثاني: مخاطر المحفظة الاستثمارية

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية إلى مخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، كما أن قناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة قيامه بعملية الاستثمار، لذلك نتناول تعريف المخاطر، أنواعها وطرق قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية .

أولاً-تعريف مخاطر الاستثمار: هناك عدة تعريفات للمخاطر تعكس وجهة نظر الباحثين المختلفة أهمها: التعريف الأول: المخاطر هي المجازفة أو التعرض للخسارة، وهي فرصة حدوث شيء غير محبب أو غير مفضل¹.

التعريف الثاني: المخاطر هي الحالة التي تكون فيها إمكانية حدوث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة².

¹ - حسين محمد حسين سمحان، دراسات في الإدارة المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، سنة 2011، ص 28.

² - حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات شركات، مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2007، ص 17.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

التعريف الثالث: المخاطر هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار¹.

التعريف الرابع: المخاطر هي درجة عدم التأكد المرتبطة بقيمة الأصل المالي وعوائده في المستقبل².

التعريف الخامس: المخاطر هي مدى تذبذب العائد المتولد عنها، أو هي عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو زمنه أو حجمه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل لمخاطر الاستثمار بأنها إمكانية تحقيق خسائر رأسمالية نتيجة اختلاف العائد المتحقق عن العائد المتوقع .

ثانياً-أنواع مخاطر الاستثمار ومصادرها: يتم تصنيف مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة .

1-المخاطر المنتظمة: هي المخاطر الناجمة عن عوامل مؤثرة في السوق بشكل عام ولا يقتصر تأثيرها على استثمار بعينه أو على منشأة بعينها، لذلك يطلق عليها أحيانا بمخاطر السوق⁴.

كما أن هذه المخاطر تتعرض لها أسعار كافة الأوراق المالية ويكون مصدرها التغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ونظراً لأنها مصدرها ظروف عامة فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بالتنوع⁵. بالتالي يمكن تلخيص خصائص المخاطر المنتظمة فيما يلي⁶:

__ تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله؛

__ تؤثر في جميع الشركات لذلك فهي تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية؛

__ لا يمكن تجنبها بالتنوع ويمكن قياسها بمعامل بيتا.

وتتمثل أهم مصادر هذا النوع من المخاطر في:

أ-مخاطر سعر الفائدة: تعتبر مخاطر التغير في سعر الفائدة من المخاطر المنتظمة لأن تأثير هذا التغير يعكس على كل الأوراق المالية بغض النظر عن طبيعة الورقة أو الشركة المصدرة لها، وكقاعدة فإنه مع بقاء العوامل على

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 32.

² - Bertrand Jaquillat ,BurnoSolnik, **les marches financiers et la gestion de portefeuille**, 2^édition,dunod, paris, France, 1976 , p28 .

³ - قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، سنة 2006، ص 238.

⁴ - حسين محمد حسين سمحان، مرجع سابق، ص 28.

⁵ - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 423.

⁶ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، سنة 2008، ص 221.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

حالتها فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، ويظهر تأثير هذا النوع من المخاطر أكثر على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات)¹.

ب- مخاطر السيولة: تتمثل في عدم القدرة على تسهيل الاستثمار والخروج منه في الوقت المناسب مما يعني الاحتفاظ بالأصول أو اللجوء إلى التخلص منها بسعر أدنى بسبب الحاجة للسيولة، ويظهر تأثير السيولة في عدة اتجاهات من أهمها: عدم القدرة على تسهيل بسبب ظروف السوق وتقلبات أسعاره، عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات ومنها الاسترداد لملاك الوحدات أو توزيع الأرباح بسبب شح السيولة وعدم أخذ الاحتياطات اللازمة، الاستثمار في أصول غير قابلة للتسهيل في الوقت المناسب مثل الاستثمار المباشر (العقار)... الخ².

ج- مخاطر التضخم: تتأثر الأصول المالية بالتضخم المتمثل في الارتفاع المستمر للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، إذ تنخفض قيمتها الحقيقية ونظراً لأن عائد الأصول المالية يتحقق في المستقبل فإن القيمة الزمنية للنقود تتغير لصالح الحاضر، لذلك على المستثمر تحديد العائد الذي يمكنه من حماية أمواله إزاء مخاطر التضخم فضلاً عن تحقيق أرباح مناسبة. وتعد أدوات الدين أكثر الأدوات تعرضاً لتأثير التضخم وذلك راجع إلى أن التضخم يخفض من العائد الدوري المتحقق لهذه الأدوات وقد يصل إلى ضياع العائد عند التضخم الجامح³.

د- مخاطر أسعار الصرف: هي المخاطر المتعلقة بانخفاض أسعار الأوراق المالية المسعرة بالعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، وعادة ما تتأثر أعمال الشركات بالتغيرات في سعر الصرف، فكلما ارتفع سعر صرف العملات الأجنبية مقابل العملات الوطنية أدى إلى زيادة التكاليف وبالتالي سينعكس أثره سلباً على الإيرادات وبالتالي على الأرباح الموزعة⁴.

هـ- المخاطر السياسية والاقتصادية: إن استقرار النظام السياسي والتشريعي في الدولة يعد من أهم عوامل نشاط البورصة وبالتالي على الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها، ووجود أي توترات أو هزات في النظام الداخلي يؤثر بشكل سلبي على البورصة، فكلما توافر مناخ من الأمان والاستقرار السياسي في الدولة زاد نشاط البورصة

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، سنة 2003، ص 258.

² - عيد النبي الطيب الجليلاني، مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية، مقالة في مجلة المال والاقتصاد، العدد 59، السودان، سنة 2008، ص 35.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 189.

⁴ - رسيمة أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2005، ص

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

وزادت كفاءتها. تتأثر أسعار الأوراق المالية تبعاً للظروف الاقتصادية السائدة فظروف الكساد تؤثر إيجابياً على أسعار السندات وسلباً على أسعار الأسهم، في حين أن ظروف الانتعاش تؤثر إيجابياً على أسعار الأسهم بينما سلباً على أسعار السندات، وهي ظروف خارجة عن سيطرة إدارة الشركة المصدرة لمثل هذه الأوراق المالية، كما أن الأزمات الاقتصادية التي تمر بها أسواق دول معينة قد تؤثر سلباً أو إيجابياً على أسعار الأوراق المالية لبلد آخر، وإن اختلفت درجة التأثير بطبيعة قوة التعامل ما بين السوق المحلي والأسواق العالمية¹.

2- المخاطر غير المنتظمة: هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي يكون متعلقاً بشركة معينة وقطاع معين لذلك يطلق عليها البعض بالمخاطر الخاصة، ومن العوامل المؤدية إلى هذا النوع من المخاطر توجهات المستهلكين، الإضرابات العمالية، والتغيرات في القوانين والتشريعات، ويمكن القضاء على هذا النوع من المخاطر أو التخفيف من آثاره عن طريق تنويع الاستثمارات². من أهم خصائص هذا النوع ما يلي³:

- تنشأ بفعل عوامل تخص الشركة في حد ذاتها؛

- يمكن تجنبها بالتنوع؛

- مقياسها المطلق الانحراف المعياري، التباين أو معامل الاختلاف.

ومن أهم العوامل المسببة لهذا النوع من المخاطر هي:

أ _ مخاطر الإدارة: هي تلك المخاطر التي تنشأ نتيجة اتخاذ قرارات خاطئة من قبل إدارة الشركة ومن آثارها ترك آثار عكسية على القيمة السوقية للورقة المالية (السهم)، ومن أمثلة تلك المخاطر السياسات الإدارية السيئة في البيع الآجل ومدة منح الائتمان للعملاء وطرق تسديد الالتزامات. وبناءً على ذلك فكلما ارتفعت كفاءة وخبرة الإدارة كلما قلت هذه المخاطر⁴.

ب _ مخاطر الأعمال والتمويل: مخاطر الأعمال هي تلك المخاطر التي ترتبط بقدرة الشركة على تحقيق كفاءة التشغيل في ظل ظروف العمل حجم العمالة والتكنولوجيا والأساليب العلمية المطبقة ومدى تطورها مع

¹ - منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، سنة 2007، ص 29.

² - أنظر: - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 423.

- مروان شموط، كنجو عبود، مرجع سابق، ص 221.

³ - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 422.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص 425.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

الظروف التنافسية المحيطة بها، في حين أن مخاطر التمويل هي التي ترتبط بطريقة تمويل الشركة لأنشطتها حيث يتوقف حجم هذه المخاطر على القرارات الإدارية المتعلقة بالإقراض والاقتراض¹.

جـ_ مخاطر الصناعة: هي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب فإن جميع الشركات في القطاع سوف تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب وإذا استمر لفترة طويلة فسيحدث ضرر كبير في القيمة السوقية والأرباح لأسهم شركات القطاع ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى. وهناك عوامل عديدة تسبب في هذا النوع من المخاطر منها عدم توفر المواد الخام للصناعة، ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي يكون لها تأثير على الشركات المنتجة للورق ومصانع الحديد وغيرها، تغير أذواق المستهلكين أو التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات جديدة إلى غيرها من العوامل الأخرى المسببة لهذه المخاطر².

وهناك مصادر أخرى تسبب المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة ومن هذه المصادر مخاطر الرفع المالي والرفع التشغيلي³.

_ مخاطر الرفع المالي: يزيد الرفع المالي لأي استثمار بزيادة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، ويتم اعتبار هذا الخطر من مصادر الخطر المنتظم إذا تعلق الأمر بتغيرات دورية في مبيعات الشركة ونتيجة للاعتماد المتزايد على الديون يزيد التقلب في الأرباح وهذه التقلبات تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم. كما يعتبر مصدراً للمخاطر غير المنتظمة في حالة ما إذا كانت تأثيرات الرافعة المالية على الخطر غير المرتبط بدورة الأعمال كأن يحدث تراجع في مبيعات الشركة لسبب غير محتمل يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار أسهمها خاصة وان كانت الشركة تعتمد على الديون في تمويلاتها مما يزيد الأمر تعقيداً.

_ مخاطر الرفع التشغيلي: ينتج هذا الخطر نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الاحتفاظ المستمر بالأصول الثابتة ويمكن اعتباره كمصدر للمخاطر المنتظمة إذا تعلق الأمر بالتغيرات الممكن حدوثها وبالتالي فإنه نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة فإن هذا سيؤثر على العوائد والأرباح الدورية مما يؤدي إلى إحداث تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم، ويعتبر مصدراً للمخاطر غير المنتظمة إذا تعلق الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من

¹ - وليد محمد علي كرسون، مرجع سابق، ص 123.

² - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص 65.

³ - حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2000، ص

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

الممكن أن تحدث ومن ثم التأثير على عوائد الأسهم، وكل هذا ينشأ مع ارتفاع التكاليف الثابتة نتيجة الاحتفاظ بالأصول الثابتة لمدة طويلة.

ثالثاً- طرق قياس مخاطر الاستثمار

تعتبر المخاطرة من المواضيع التي يصعب قياسها بشكل دقيق ويتضح ذلك من خلال مفهوم المخاطر الذي يعني عدم انتظام العوائد، ويعتبر التباين والانحراف المعياري كأهم معيارين لقياس المخاطر الكلية أما المخاطر المنتظمة والتي تقع على السوق ككل فيتم قياسها عن طريق معامل بيتا.

1- التباين و الانحراف المعياري:

يعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر الكلية سواء المنتظمة أو غير المنتظمة، حيث يقيس انحراف عوائد الاستثمار عن وسطها الحسابي. ويعرف التباين بأنه مجموع مربعات

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

انحراف القيم عن وسطها الحسابي، ويعطى بالعلاقة التالية¹:

حيث: σ^2 : التباين، R_i : العائد على الاستثمار، \bar{R} : العائد المتوقع (الوسط الحسابي)، P_i : الاحتمال

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين ويعطى كما يلي:

حيث: σ : الانحراف المعياري، σ^2 : التباين

• في حالة محفظة مكونة من أصلين ماليين: يعطى التباين بالعلاقة التالية²:

$$\sigma_p^2 = W_1^2 \sigma_1^2 + (1 - W_1)^2 \sigma_2^2 + 2W_1(1 - W_1)\rho\sigma_1\sigma_2$$

أما الانحراف المعياري يعطى بالعلاقة التالية³:

$$\sigma = \sqrt{W_1^2 \sigma_1^2 + (1 - W_1)^2 \sigma_2^2 + 2W_1(1 - W_1)\rho\sigma_1\sigma_2}$$

ρ : هو معامل الارتباط ويكون محصور بين 1 و -1 ويشمل الحالات الثلاث التالية¹:

¹ إلياس خضير الحمدوني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية دراسة في عينة من الشركات المساهمة والمسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مقالة في مجلة تنمية الرافدين، جامعة العراق، العدد 112، المجلد 35، سنة 2013، ص 19.

² - Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 4^e Edition, Dalloz, Paris, France, 2000, p 407.

³ - مهند حنا نقولا عيسى، إدارة مخاطر المحافظ الائتمانية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010، ص 177.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

- $p = -1$: الارتباط السلبي، يصبح الانحراف المعياري للمحفظة كما يلي:

$$\begin{aligned}\sigma &= \sqrt{W_1^2 \sigma_1^2 + (1 - W_1)^2 \sigma_2^2 - 2W_1(1 - W_1)\sigma_1\sigma_2} \\ &= \sqrt{[W_1\sigma_1 - (1 - W_1)\sigma_2]^2} \\ &= W_1\sigma_1 - (1 - W_1)\sigma_2 = W_1(\sigma_1 + \sigma_2) - \sigma_2\end{aligned}$$

من خلال العلاقة نلاحظ أن مخاطر المحفظة أقل من مجموع مخاطر الأصول المكونين لها، ويمكن أن تنعدم

مخاطر المحفظة إذا ما وزعت الثروة بالشكل التالي:

$$\begin{aligned}\sigma_P = 0 &\leftrightarrow W_1(\sigma_1 + \sigma_2) - \sigma_2 = 0 \\ &\leftrightarrow W_1(\sigma_1 + \sigma_2) = \sigma_2 \\ &\leftrightarrow W_1 = \frac{\sigma_2}{\sigma_1 + \sigma_2}\end{aligned}$$

- $P = 0$ لا يوجد ارتباط بين عوائد الأصول: تصبح العلاقة السابقة كما يلي:

$$\sigma_P = \sqrt{W_1^2 \sigma_1^2 + (1 - W_1)^2 \sigma_2^2}$$

- $P = 1$ الارتباط الإيجابي: تصبح العلاقة كما يلي:

$$\begin{aligned}\sigma_P &= \sqrt{W_1^2 \sigma_1^2 + (1 - W_1)^2 \sigma_2^2 + 2W_1(1 - W_1)\sigma_1\sigma_2} \\ &= \sqrt{[W_1\sigma_1 + (1 - W_1)\sigma_2]^2} \\ \sigma_P &= W_1\sigma_1 + (1 - W_1)\sigma_2 \quad \text{ومنه:}\end{aligned}$$

ما يمكن ملاحظته من العلاقة الأخيرة أن مخاطر المحفظة مساوية لمجموع مخاطر الأصول المشكّلة للمحفظة.

- في حالة محفظة مكونة من n أصل مالي، تعطي العلاقة كما يلي²:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n W_i W_k P_{ik} \sigma_i \sigma_k} = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n w_i w_k \text{COV}(r_i, r_k)}$$

حيث: σ_p : الانحراف المعياري لعائد المحفظة، W_i : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل i ، W_k : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل k ، P_{ik} : معامل الارتباط بين الأصلين i أو k ، σ_i : الانحراف المعياري للأصل i ،

¹ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوي، عمان، الأردن، سنة 2010، ص 177.

² Ikhlās Gurrīb , Saad Alshahrani, **Diversification in portfolio Risk Management the cas of the UAE financial Market**, international journal of trade, Economics and finance, NEW YORK , vol 3, N6, december 2012, p447.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

∂_k : الانحراف المعياري للأصل k ، n : عدد الأصول المكونة للمحفظة، $COV(r_i, r_k)$: التباين المشترك بين عائد الأصلين

2- معامل الاختلاف: يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر بحيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصليين ماليين، وبالتالي تتساوى الخطورة مع العلم أن النسبة المئوية لانحراف للعوائد لأحدهما أكبر من الآخر أو تختلف، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري. يتم حساب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي للقيم المتوقعة، ويمكن كتابته على الشكل التالي¹:

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

حيث: CV : معامل الاختلاف، ∂ : الانحراف المعياري، \bar{R} : الوسط الحسابي للقيم المتوقعة

بالتالي فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمار.

3- معامل بيتا **Beta**: هو من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق)، ويقاس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة السوق، أي أنه مقياس لتوافق عائد ورقة مالية مع مجموعة من الأوراق في السوق والتي تشكل محفظة السوق. ولحساب معامل بيتا يجب أولا حساب التباين المشترك بين عائد الورقة المالية وعائد السوق والذي يمثل حاصل ضرب معامل الارتباط في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية وعائد السوق، ويمكن كتابته على الشكل التالي²:

$$B = \frac{COV(R_x, R_m)}{\partial_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m) \partial_{R_x} \partial_{R_m}}{\partial_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m) \partial_{R_x}}{\partial_{R_m}}$$

حيث: B : معامل بيتا، COV : التباين المشترك، r : معامل الارتباط بين العائدين، R_x : عائد الورقة المالية،

R_m : عائد السوق، ∂_{R_x} : الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية، ∂_{R_m} : الانحراف المعياري لعائد السوق

• معامل بيتا لمحفظة مكونة من أصليين ماليين: يعطى بالعلاقة التالية:

$$B_p = W_1 B_1 + (1 - W_1) B_2$$

• معامل بيتا لمحفظة مكونة من n أصل مالي: هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا الأصول المكونة

للمحفظة، ويعطى بالعلاقة التالية³:

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 94.

² - نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

³ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 96.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

$$B_P = W_1B_1 + W_2B_2 + \dots + W_nB_n = \sum_{i=1}^n w_i B_i$$

حيث: $W_1, W_2, W_3, \dots, W_n$: نسب الأصول المشكلة للمحفظة، $B_1, B_2, B_3, \dots, B_n$: معاملات بيتا للأصول. مع العلم أن بيتا للسوق تساوي الواحد، وبالتالي كل محفظة يكون لها بيتا يساوي الواحد تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق، أما المحفظة التي تكون لها بيتا أقل من الواحد تكون مخاطرها أقل من مخاطر السوق، أما عندما تكون بيتا للمحفظة أكبر من الواحد فإن مخاطرها أكبر من مخاطر السوق. يمكن توضيح الحالات التي يكون عليها معامل بيتا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3_1): حالات معامل بيتا للمحفظة الاستثمارية

قيمة بيتا	دلالتها
$B > 1$ أكبر من الواحد الصحيح	مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر محفظة السوق ومن ثم يجب أن تحقق عائد أعلى مما تحققه عائد محفظة السوق.
$B = 1$ تساوي الواحد الصحيح	مخاطر المحفظة تساوي مخاطر السوق لذلك يجب أن تحقق عائد مساويا لما تحققه هذه المحفظة.
$B < 1$ بيتا أقل من الواحد الصحيح	المحفظة أقل مخاطرة من محفظة السوق ومن ثم فإن معدل العائد سوف يكون أقل من معدل العائد على محفظة السوق.

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

الفرع الثالث: المبادلة بين العائد والمخاطر: تعتبر المبادلة بين العائد والمخاطر من أهم الأسس التي يعتمد عليها قرار الاستثمار نظرا لوجود ارتباط مباشر بينهما فكلما زاد العائد المتوقع من الاستثمار ازدادت المخاطر. لذلك فإن قبول المستثمر للعائد مرتبط بسلوكه تجاه المخاطر الذي يتعرض له، ولكل مستثمر تفضيل لدرجة الخطر فهناك¹:

__ المستثمر المتجنب للخطر: هو السلوك الذي يربط بين زيادة العائد وارتفاع درجة الخطر.

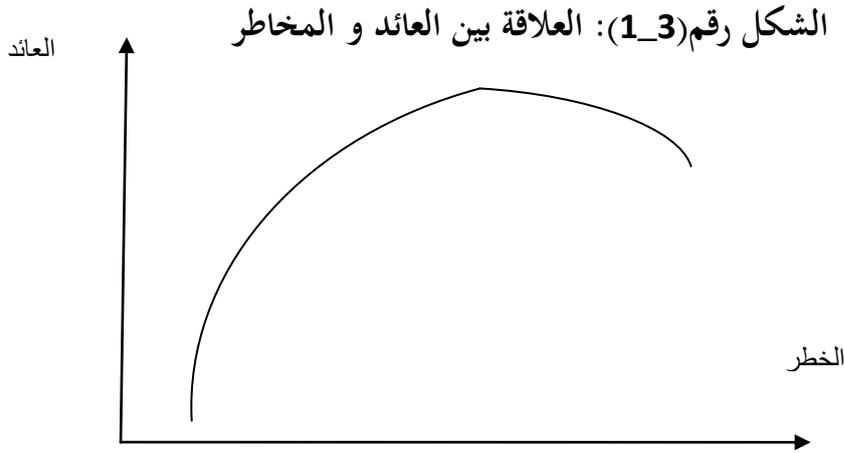
__ المستثمر المحايد للخطر: هو السلوك الذي لا يربط بين العائد والمخاطر، بمعنى أن الزيادة في العائد لا يتطلب زيادة في الخطر .

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 58.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

__ **المستثمر المحب للخطر**: هو السلوك الذي يمكن قبول نقصان في العائد مقابل الزيادة في الخطر. وعليه فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية انما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطر ويتخذ القرار الذي يضمن له تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

بصفة عامة يمكن القول بأن هناك علاقة طردية بين العائد على الاستثمار والمخاطر، وهذا ما يظهر من خلال الشكل التالي:



المصدر: أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار بالبورصة التحليل الأساسي، الطبعة الأولى، دار السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، سنة 2008، ص 60.

ما يمكن ملاحظته من خلال هذا الشكل أنه كلما زاد الخطر زاد العائد المتوقع حتى يصل إلى نقطة معينة بعدها تصبح أي زيادة في الخطر قد تؤدي إلى انخفاض العائد.

المبحث الثاني: نظرية المحفظة الاستثمارية، نماذجها وكيفية ادارتها

يرتكز الاستثمار في الأوراق المالية على عنصرين هما العائد والمخاطرة، فالمستثمر الرشيد يسعى دائما إلى تعظيم العائد و تدنيه المخاطرة وهذا لا يكون متاح للمستثمر لأن الارتفاع في العائد يرافقه ازدياد في مستوى المخاطرة، وفقا لذلك فإن المستثمرين غالبا ما يواجهون هدفين متناقضين يصعب تحقيقهما في آن واحد، وفي هذا الإطار فإن نظرية المحفظة قدمت الأسس العلمية للمستثمرين لتوزيع استثماراتهم في مزيج من الأوراق المالية لتخفيض المخاطر لأدنى مستوياتها وفي نفس الوقت الحصول على عائد مرضي. كما يلجأ المستثمرين في اتخاذ قرارهم الاستثماري إلى مجموعة من النماذج الاستثمارية من أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج تسعير المراجعة.

المطلب الأول: نظرية المحفظة الاستثمارية

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

تعد نظرية المحفظة من الإسهامات العلمية الرائدة في تطوير حقل الاستثمار بالأوراق المالية، فقد ساهمت هذه النظرية في ترشيد قرارات المستثمرين عند اختيار وتصميم محافظهم الاستثمارية وبناءها وفقاً للأسلوب العلمي الصحيح، لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب تناول افتراضات النظرية إضافة إلى المحفظة الاستثمارية المثلى.

الفرع الأول: افتراضات نظرية المحفظة الاستثمارية

نظرية المحفظة يقصد بها تلك النظرية التي تقوم على أساس مزج ورقتين ماليتين أو أكثر مع بعضهما البعض في محفظة واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة في رأسمال المحفظة على هذه الأوراق بأهمية نسبية تتلاءم مع أهداف المحفظة بغرض تخفيض مخاطر الاستثمار ورفع القيمة السوقية لرأسمالها¹. وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض يمكن إيجازها فيما يلي²:

— ينظر المستثمر إلى البديل الاستثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن؛

— يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة؛

— يقدر المستثمر المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة؛

— يبني المستثمر قراره على متغيرين وهما العائد والمخاطرة؛

— يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني وبالتالي إذا كان المستثمر يفاضل بين بديلين لهما نفس العائد فإن سيختار أقلهما مخاطرة، أما إذا كان يفاضل بين بديلين لهما نفس الدرجة من المخاطر فإنه سيختار البديل ذات العائد الأعلى.

بناءً على هذه الفرضيات وضع ماركوتز أول تقييم كمي لعلاقة العائد بالمخاطر وطور أسلوباً يجري بموجبه تحديد المحفظة المثلى التي تقوم على أساس أن منفعة المستثمر تفسر من خلال دالة تعتمد على متغيرين مستقلين أحدهما العائد المتوقع والآخر المخاطرة المقاسة بالتباين أو الانحراف المعياري والمستثمر يفضل عائد أعلى ومخاطر أقل.

¹ - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 28.

² أنظر:

— محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2006، ص 34.

— عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 142.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

الفرع الثاني: المحفظة الاستثمارية المثلى

تستهدف نظرية المحفظة الوصول إلى تحديد المحفظة المثلى، لذلك سنتناول تعريفها، خصائصها وكيفية تحديدها بيانياً.

أولاً-تعريف المحفظة المثلى وخصائصها

المحفظة المثلى ليست مفهوماً مطلقاً وإنما هي مفهوم نسبي لذا من الصعب تحديد نموذج عام يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين.

يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد بأنها: تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول الاستثمارية وبكيفية تجعلها أكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها¹، أو تلك المحفظة التي تتميز بأقل درجة مخاطرة ممكنة إذا ما قورنت بمثيلاتها التي تحقق نفس العوائد المتوقعة².

تتميز المحفظة المثلى بمجموعة من الخصائص وهي³:

- __ أن تحقق للمستثمر توازناً معقولاً بين عنصري العائد والأمان؛
- __ أن تتسم أصولها بقدر كافي من التنوع الكفاء أو تنوع ماركوتز وعدم الاقتصار على تنوع الأصول فقط بل تشمل أيضاً التنوع الجغرافي بما في ذلك آجال هذه الأصول والعملات الأجنبية؛
- __ أن تحقق أصول المحفظة حداً أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء تعديلات جوهرية يراها ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.
- __ إضافة إلى هذه الخصائص توجد مجموعة من المبادئ لبناء المحفظة المثلى وتتمثل في⁴:
- __ اختيار المحفظة ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي العوائد؛
- __ اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطر.

ثانياً- تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى بيانياً

لبناء المحفظة المثلى على المبادئ السابقة يتطلب الأمر من مدير المحفظة أن يحدد أولاً ما يعرف بمنحنى المحافظ أو الخط الفعال وهو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد وبنفس درجات المخاطرة أو أقل،

¹ -قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 194.

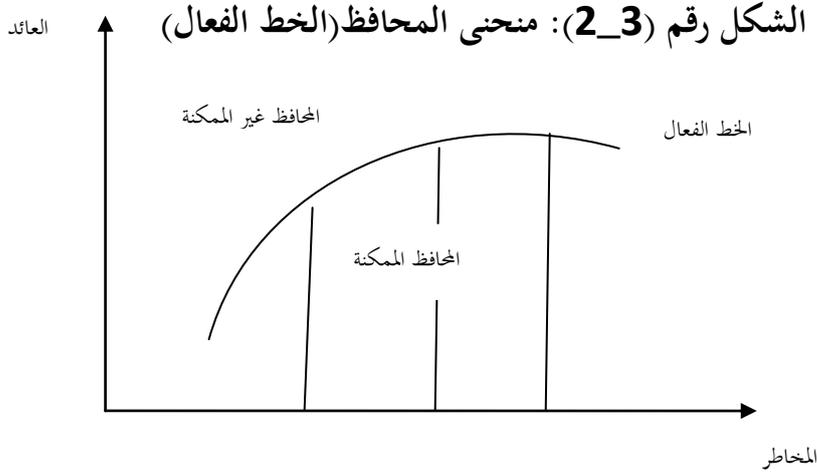
² - السيد إبراهيم الدسوقي، التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية، مقالة في مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد الثالث، جدة، السعودية، سنة 1990، ص 64.

³ -غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 111.

⁴ -ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 131.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

و يرسم هذا المنحنى عن طريق العلاقة بين العائد والمخاطر وذلك من واقع معلومات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة¹، ويمكن تمثيل هذا الخط بيانيا كما يلي:



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 35

نلاحظ من خلال الشكل أن الخط الفعال يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى جزئين رئيسيين جزء يقع أعلى الخط الفعال ويمثل مجموعة المحافظ غير الممكنة وجزء يقع أدنى الخط الفعال ويمثل مجموعة المحافظ الممكنة في حين أن المحافظ الكفؤة هي التي تكون على الخط الفعال. لغرض اختيار الموقع الذي يمثل المحفظة المثلى لا بد من الاستعانة بمنحنيات السواء وتحدد المحفظة المثلى للمستثمر عند نقطة التماس لأحد منحنيات السواء مع الخط الفعال، كما يظهر من خلال الشكل التالي:

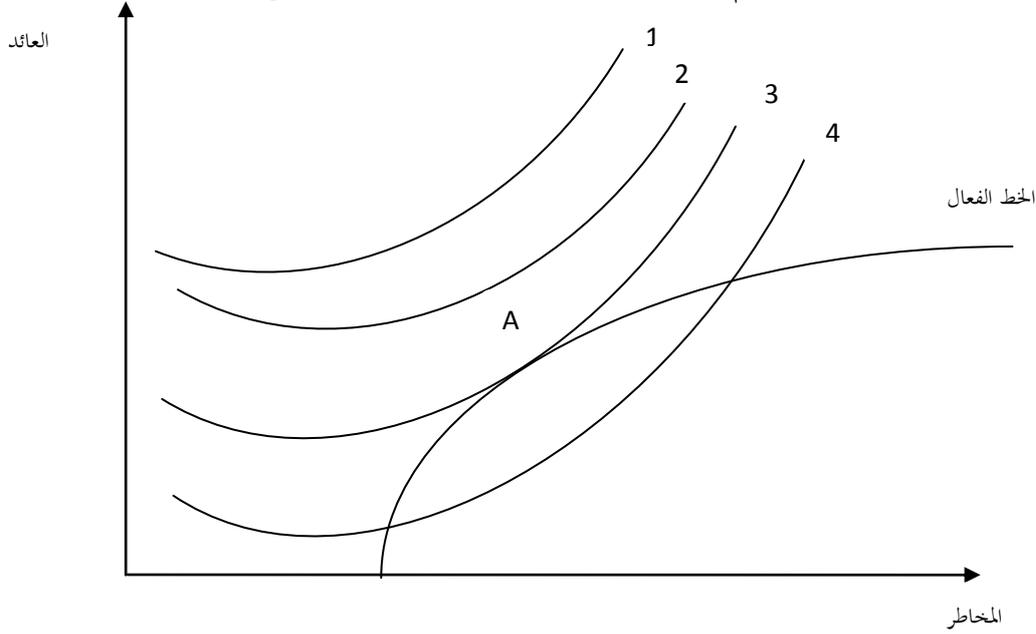
¹ أنظر:

__ محمد مطر، ادارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 209.

__ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 107.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

الشكل رقم (3_3): تحديد نقطة المحفظة المثلى بيانياً



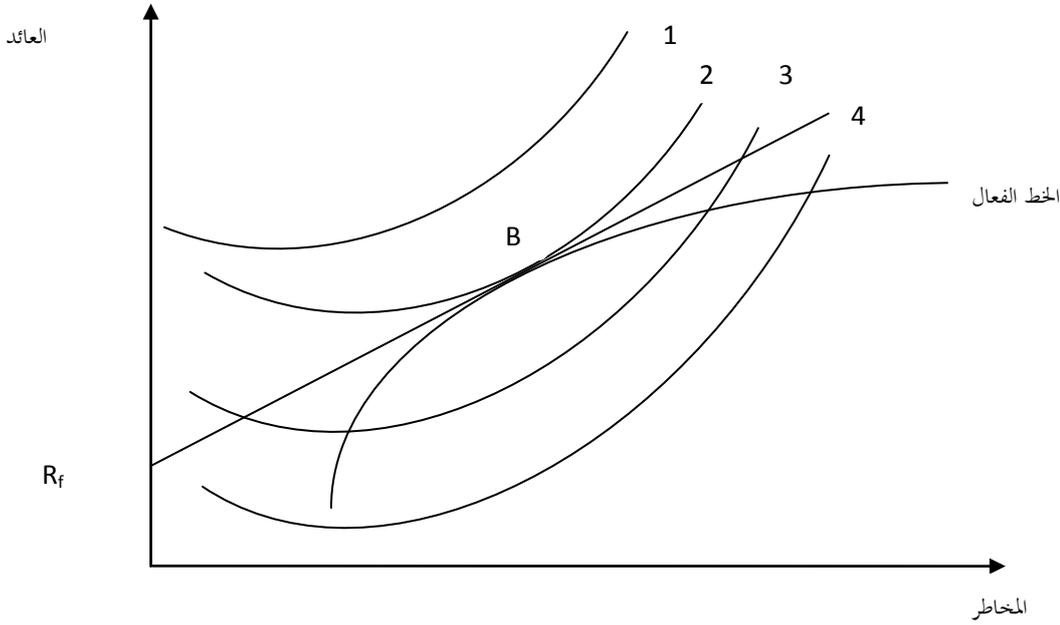
المصدر: محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، 212

نلاحظ من خلال الشكل أن النقطة A هي نقطة تماس منحنى السواء (3) مع الخط الفعال، وتختلف المحفظة المثلى من مستثمر لآخر حسب ميوله وعلاقة تفضيله للمخاطر والعائد، وكلما كان المستثمر أكثر تجنباً للمخاطر كانت منحنيات السواء أكثر تفلطحاً وكانت المحفظة المثلى أقرب إلى الجزء الأعلى من المحافظ الكفؤة (أي تمتاز بدرجة مخاطر عالية وعائد مرتفع) أما إذا كان أقل تجنباً للمخاطر كانت منحنيات السواء ذات ميل كبير والمحفظة المثلى أقرب إلى الجزء الأدنى للمحفظة الكفؤة (أي تتميز بدرجة مخاطرة منخفضة وعائد متدن).

التحديد السابق للمحفظة المثلى كان في ظل افتراض أن الأصول المشكلة للمحفظة هي أصول خطرة لكن في الواقع العملي توجد بعض الأصول الخالية من المخاطر مثل أذون الخزانة والسندات الحكومية قصيرة الأجل، لذلك يكون على مدير المحفظة في ظل هذه الظروف الوصول بمزاي تنوع أصول المحفظة لحدّها الأقصى بهدف تعظيم الربح، كما أن إضافة أصل أو أكثر من هذا النوع سيوفر لمدير المحفظة مرونة أكبر تتيح له بالتحرك على منحنى سواء أعلى من سابقه. كما يظهر من خلال الشكل التالي:

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنويع الدولي على مخاطرها

الشكل رقم (3_4): تحديد المحفظة المثلى في ظل افتراض وجود الأصول الخطرة



المصدر: محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 213.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن مدير المحفظة استطاع نقل موقع محفظته المثلى من منحنى السواء (3) إلى (2) وتحديد النقطة B كنقطة تماس منحنى السواء مع الخط الفعال، ويمثل R_F العائد المتوقع للمحفظة إذا كانت جميع أصولها خالية من المخاطر.

المطلب الثاني: نماذج المحفظة الاستثمارية

بغرض اتخاذ القرار الاستثماري يلجأ المستثمر إلى أهم نموذجين هما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج تسعير المراجعة، وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

ينسب هذا النموذج إلى شارب الذي قدمه عام 1964 كتطوير لنظرية المحفظة، ويعتبر إطار عام لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطر على كل أنواع الأصول ولا يستخدم النموذج المخاطر الكلية بل يقتصر على المخاطر المنتظمة فقط.

أولاً- افتراضات النموذج: يقوم هذا النموذج على الفروض التالية¹:

¹ - أنظر:

— قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 99.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

- _ يحتفظ المستثمرون باستثماراتهم المالية في شكل محافظ استثمارية وعلى درجة عالية من التنوع؛
- _ يسعى المستثمر دائما لزيادة العائد كما أنه بطبيعته يكره المخاطر؛
- _ الأصول المالية قابلة للتجزئة أي أن المستثمر يمكنه شراء أية كمية مهما صغر حجمها؛
- _ يستطيع المستثمر الإقراض والاقتراض على أساس معدل فائدة مساويا لمعدل العائد الخالي من المخاطر؛
- _ عدم وجود ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات الناشئة من عمليات شراء وبيع الأوراق المالية؛
- _ توفر المنافسة الكاملة في السوق المالي؛
- _ تجانس توقعات المستثمرين بمعنى أن لديهم نفس التصور بشأن العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية للأوراق المالية المتداولة.

ثانيا- معالم النموذج: تعبر معالم النموذج عن المكونات الأساسية له والتي تتمثل في ثلاثة عناصر رئيسية وهي¹:

1_ معدل العائد الخالي من المخاطر: هو مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الدولة كأذون الخزانة أو سندات الخزانة ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة ويكون هذا العائد خاليا من المخاطر التالية:

- أ_ مخاطر عدم القدرة على السداد:** لا تخضع السندات التي تصدرها الدولة لمثل هذا النوع من المخاطر إذ أن الدولة تعد المدين الوحيد الذي يمكنه تجنب الفشل في سداد الالتزامات.
 - ب_ مخاطر التضخم:** هي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الحقيقي مع الأخذ بعين الاعتبار بالتغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود.
 - ج_ علاوة السيولة:** هي قدرة الأصل المالي للتحويل إلى نقد بسرعة وبدون خسارة.
- يتكون معدل العائد الخالي من المخاطر من جزئين هما العائد الحقيقي (الخالي من توقعات التضخم)، أما الجزء الثاني فيتمثل في علاوة التضخم (يساوي معدل التضخم المتوقع).

_ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 203.

¹ - أنظر: - قاسم نايف علوان، مرجع سابق ص ص 101_103.

- عبد العزيز شويش عبد الحميد وآخرون، دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مقالة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، العراق، سنة 2010، ص8.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

2- معدل عائد محفظة السوق: يقصد به عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية، أما بشأن تقدير هذا العائد فإن المحلل المالي يقوم باستخدام البيانات التاريخية المتوفرة لعدد من السنوات للشركات المراد تقييمها

$$R_M = \frac{\sum R_j}{N}$$

ويمكن التعبير عنه بالصيغة التالية:

حيث: R_M : عائد السوق، $\sum R_j$: مجموع العائد المتحقق، N : عدد الشركات

3- معامل بيتا: يعتبر أحد المكونات الرئيسية لتطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهو من أشهر المقاييس المستخدمة لقياس المخاطر المنتظمة، فهو يقيس مدى تأثير عائد السهم بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق. يمكن التعبير عن معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالصيغة الرياضية التالية¹:

$$r_i = r_f + b_i(r_m - r_f)$$

حيث: r_i : معدل العائد المطلوب، r_f : معدل العائد الخالي من المخاطر، r_m : معدل العائد على محفظة السوق، b_i : معدل بيتا، $(r_m - r_f)$: علاوة مخاطر السوق

ثالثاً- خط سوق رأس المال وخط الأوراق المالية

نتناول كل من خط سوق رأس المال وخط الأوراق المالية باعتبارهما مهمين لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

1_ خط سوق رأس المال CML

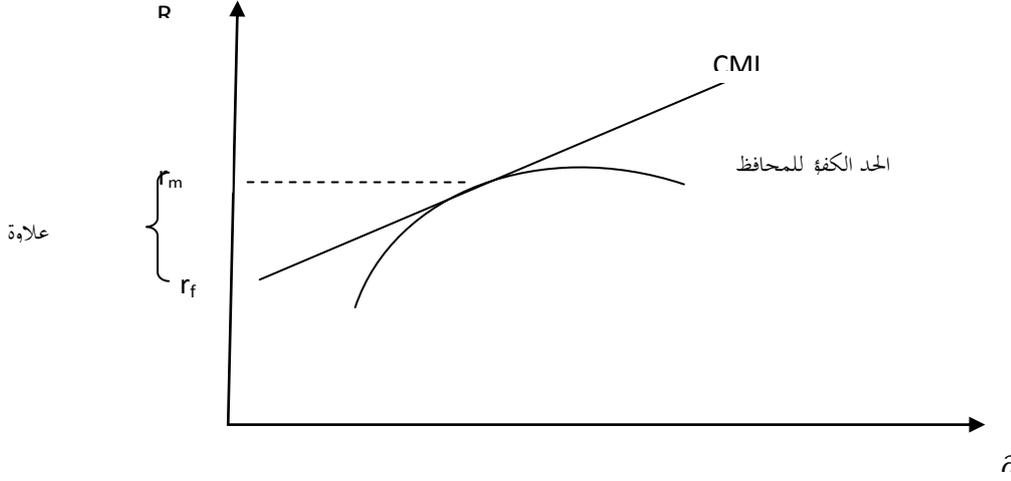
يعبر عن علاقة التوازن بين العائد والمخاطر للمحافظ الكفؤة سواء كانت تحتوي على أصول خطرة أو عديمة المخاطر، فإذا كانت المحفظة الاستثمارية تتكون من أصول عديمة المخاطر فإن معدل العائد سيكون r_f أما إذا احتوت على أصول لها مخاطر فإن المستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى علاوة المخاطر²، ويمكن تمثيل هذا الخط بيانياً كما يلي:

¹ - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 257.

² - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 378.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

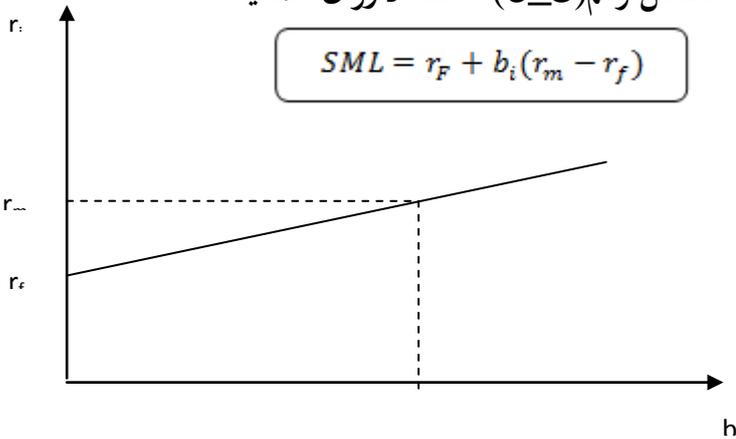
الشكل رقم: (3_5): خط سوق رأس المال



المصدر: دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 192.

2- خط الأوراق المالية SML : هو التمثيل البياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ويمثل العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب على ورقة مالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا وذلك لأن المخاطر الخاصة يتم التخلص منها عن طريق تنوع الاستثمارات في المحفظة¹، ويمكن تمثيل خط الأوراق المالية بيانياً كما يلي:

الشكل رقم(3_6): خط الأوراق المالية



Source :Cristiana doina tudor ,gestion de portefeuille et modélisation des séries temporelles, éditions publibook, paris,France, 2012, p 33.

من خلال الشكل نلاحظ أن ميل منحنى خط الأوراق المالية هو عبارة عن علاوة مخاطر السوق $(r_m - r_f)$.

¹ فارس ناصيف الشبيبي، غسان سالم الطالب، مرجع سابق، ص 198.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

رابعاً- الانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية: تعرض هذا النموذج إلى العديد من الانتقادات والتي تتركز معظمها على عدم واقعية بعض الفروض، ومن أهم الانتقادات مايلي¹:

— من أهم الفروض الأساسية للنموذج هو إمكانية الإقراض والاقتراض عند معدل فائدة يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر فمن الناحية التطبيقية يمكن الإقراض عند r_f مثل شراء أذون الخزانة أما تطبيقه على الاقتراض فمن الصعب قبوله؛

— اعتماد النموذج على عامل واحد مؤثر على العائد وهو بيتا بينما في الواقع نجد معدل العائد يتأثر بعدد من العوامل الاقتصادية؛

— فرض تجانس توقعات المستثمرين هو أيضاً فرض من الصعب قبوله عملياً فلو اختلفت توقعات المستثمرين فسوف يكون لكل منهم مجموعة كفاء وهذا ما يؤدي إلى اختلاف المحفظة المثلى من مستثمر لآخر؛

— أما بشأن افتراض أن المعلومات تصل إلى المستثمر بسرعة وبدون مقابل وإمكانية شراء أي قدر من الورقة المالية مهما صغر حجمها فهي فروض بعيدة تماماً عن الواقع.

الفرع الثاني: نموذج تسعير المراجعة APT

نظراً للانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية كان من الطبيعي ظهور نموذج بديل عرف بنموذج تسعير المراجعة .

أولاً- الفروض الأساسية لنموذج تسعير المراجعة

يقوم هذا النموذج على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية والعوامل الداخلية الخاصة بكل شركة على معدل العائد على الأوراق المالية مع افتراض أن كل هذه العوامل تؤثر بنسبة معينة على العائد. من أهم الفروض التي يقوم عليها هذا النموذج ما يلي²:

— سيادة المنافسة التامة في أسواق رأس المال.

— يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.

— يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل.

¹ - علا السيد محمد حسن، إدارة محفظة الأوراق المالية تحليل نظري، مذكرة ماجيستر، قسم الاقتصاد، جامعة القاهرة ، مصر، سنة 2001، ص 40.

² - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 207.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

كما أضاف هارينجتون Harington والتون Elton وجرير Gruber فروض أخرى وهي¹:

__ تجانس توقعات المستثمرين بشأن العوامل المؤثرة في عائد الورقة المالية.

__ عدم وجود مخاطر تحيط بفرص المراجعة.

ثانياً- معادلة نموذج تسعير المراجعة: يستخدم نموذج تسعير المراجعة ما يسمى بنموذج العوامل ويقصد به العوامل التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب هذا النموذج فإن العائد على الأوراق المالية يتأثر بنوعين من العوامل وهما عوامل اقتصادية عامة كالتضخم والتغير في سعر الفائدة وعوامل خاصة بالشركة التي تصدر الأوراق المالية كالرافعة المالية والتشغيلية .

على اثر ذلك يمكن التعبير عن معادلة نموذج تسعير المراجعة بالصيغة التالية²:

$$R = r_f + bf + e$$

حيث: R : العائد الفعلي، r_f : معدل العائد الخالي من المخاطر، b : معامل بيتا (حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة)، f : العائد الفعلي في ظل عوامل المخاطر المنتظمة، e : العوامل العشوائية
هذه المعادلة يتم الاعتماد عليها في ظل افتراض أن هناك عامل اقتصادي واحد يؤثر على العائد وهو ما يطلق عليه نموذج العامل الواحد، أما في ظل وجود عاملين أو أكثر فيمكن كتابة المعادلة كما يلي:

$$R = r_f + b_1f_1 + b_2f_2 + b_3f_3 + \dots + b_nf_n + e$$

يسمى النموذج في هذه الحالة نموذج العوامل المتعددة.

في ظل هذا النموذج تتم عملية المراجعة عن طريق قيام المراجحو بالاندفاع نحو شراء الورقة ذات العائد المتوقع المرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع المنخفض وتكون النتيجة هي ارتفاع أسعار الأولى وانخفاض عائدها المتوقع مقابل انخفاض أسعار الثانية وارتفاع عائدها، ويستمر نشاط المراجحين إلى أن يتساوى عائد الورقتين أي تختفي أرباح المراجعة ويتحقق التوازن في أسعار الأوراق المالية ويصبح العائد النهائي للورقة المالية يتمثل في العائد مقابل التعويض عن المخاطر المصاحبة للعوامل المحددة مضافاً إليه العائد الذي يتحقق مقابل عنصر الزمن والمتمثل في العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

المطلب الثالث: إدارة المحفظة الاستثمارية

¹ بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة، الجزائر، سنة 2006_2007، ص 73.

² عاطف وليام أندراوس، مرجع سابق، ص 112

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

تمثل إدارة المحفظة الاستثمارية وسيلة من وسائل الاستثمار الجيد التي تمكن المستثمرين من تلبية رغباتهم وهذا عن طريق الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تناول أسس وخطوات إدارة المحفظة وكذلك سياسات واستراتيجيات إدارتها وفي الأخير أهم المؤشرات المستخدمة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية.

الفرع الأول: أسس وخطوات إدارة المحفظة الاستثمارية

إدارة المحفظة هي تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات تتلاءم مع أهداف المحفظة، والتي هي عبارة عن ترجمة لأهداف المستثمر، لذلك تعتبر مهمة إدارة المحفظة كبيرة جدا لكونها تقرر اختيار التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع والشراء للأوراق المالية وطبيعة المزج بين الأدوات المختارة.

أولاً- أسس إدارة المحفظة الاستثمارية: تتمثل أسس إدارة المحفظة الاستثمارية في¹:

- 1_ التخطيط:** يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المنتظمة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك آثارها على رأس مال المستثمر ولهذا تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تنسجم وأهداف المستثمر.
- 2_ التوقيت:** تعني اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يقوم بالشراء إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها وهنا يظهر دور الخبرة و الأقدمية والمعرفة العلمية على أن يتزامن قرار البيع والشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية.
- 3_ التحفظ والتعقل:** يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء المحفظة الاستثمارية وهذا طبقاً إلى مبدأ المنفعة وعلى المستثمر أن لا يتجاوز حدود التحفظ والتعقل حتى لو كان يريد تحقيق أرباح عالية وتقبل درجة مخاطر مرتفعة إلا أنه لا يتجاوز حدود إمكانياته وقدراته.

¹ أنظر:

_ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 194.

_ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 209.

_ محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة

2014، ص 499.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

4_ **المتابعة والمراقبة:** تعني متابعة أسعار الأدوات الاستثمارية في السوق بشكل مستمر وذلك لمحاولة تجنب الخسائر في حالة انخفاض الأسعار، في حين أن المراقبة تعني إعادة النظر في الأصول المشكلة للمحفظة الاستثمارية من وقت لآخر.

5_ **الاعتماد على المتخصصين:** أي الاعتماد على أصحاب الخبرات المالية لمساعدة المستثمر على إدارة محفظته الاستثمارية ويوجد العديد من المؤسسات المالية والادخارية التي تقوم بعمل إدارة المحفظة لحساب غير مقابل الحصول على عمولة.

ثانيا- خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية: لغرض نجاح عملية الاستثمار في المحفظة لا بد من تحديد الخطوات التي يقوم بها مدير المحفظة لإدارة أمواله بكفاءة، ويمكن إجمال هذه الخطوات فيما يلي¹:

1_ **تخطيط المحفظة:** تعني تحديد الأهداف التي تسعى الإدارة لتحقيقها والوسيلة المستخدمة في ذلك وتتلاءم هذه الأهداف مع رغبات المستثمرين وميولهم ويتم ذلك في ضوء إمكانيات المحفظة والتخطيط يتم من خلال:

أ- **تحديد موقع المستثمر:** أي تحديد رأسمال الذي ينوي المستثمر وضعه في المحفظة ولا بد أن يكون ممول بالملكية وليس بالاقتراض.

ب_ **تحديد موقع مدير المحفظة:** يجب أن يتحلى المدير بشخصية مميزة قادرة على اتخاذ الرأي الحكيم وأن يكون ملما بالمأما واسعاً بكل الظروف حتى يتمكن من اتخاذ القرار الأمثل.

ج_ **وضع مقاييس للاستثمار:** ويتم عن طريق ترجمة ما يريده المستثمر وما يريد أن يحصل عليه وما يحاول مدير المحفظة تحقيقه، تعتمد هذه الخطوة على إيجاد مقاييس للمخاطرة والعائد أي تحديد حجم المخاطر الممكن للمستثمر القبول بها وتحديد العائد الذي يرضي رغبات المستثمر.

2_ **تحليل الاستثمارات:** لا بد من قيام إدارة المحفظة بالتحليل الاقتصادي الشامل والتحليل القطاعي ثم التشخيص الأولي للأوراق المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة، ثم يعقب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتم اختيارها.

أ_ **التحليل الاقتصادي:** ويقصد به تحليل البيانات والمعلومات عن الاقتصاد الكلي وعن القطاعات والشركات المساهمة فيه لتسهيل مهمة اتخاذ قرار اختيار الأصول المشكلة للمحفظة، ويركز هذا التحليل على

¹ - أنظر:

غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص ص 43_47.

دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص ص 299_310.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

دراسة اتجاهات السياستين المالية والنقدية للدولة ومدى تأثيرها على الاقتصاد بشكل عام وعلى الشركة بشكل خاص لأن طبيعة السياستين تعطينا مؤشرا عن أداء الاقتصاد واتجاهاته في الفترة القادمة مما يحدد التوقيت الملائم في اتخاذ قرار الشراء والبيع وكذا طبيعة الأدوات المراد ضمها للمحفظة. ومن أهم المؤشرات المستخدمة في عمليات التحليل الاقتصادي هي:

● **مؤشرات تسبق الأحداث الاقتصادية:** وهي المؤشرات التي تعطي انطباعات أولية عن ما سيحدث في الاقتصاد خلال المراحل القادمة مثل معدلات التغير في الأسعار، اتجاه عرض النقد والطلب عليه، حجم المبيعات.

● **مؤشرات مواكبة للأحداث الاقتصادية:** وهي المؤشرات التي تعزز الانطباع الأولي الذي يكون لدى إدارة المحفظة عن حالة السوق مثل مبيعات القطاع الصناعي والتجاري والخدماتي، صافي دخل الفرد.

● **مؤشرات لاحقة للأحداث الاقتصادية:** وهي التي تبين مدى كون الرواج أو الكساد فعلي أو مزيف ومن هذه المؤشرات المخزون السلعي (ارتفاع حجم المخزون السلعي يعني أن الرواج زائف وغير حقيقي)، معدل التغير في الفائدة على القروض (في حالة الرواج يزداد الطلب على الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع معدل أسعار الفائدة).

ب_ التحليل القطاعي: يقوم على أساس اختيار القطاع أو الصناعة المكونة للمحفظة الاستثمارية فيفرز هذا التحليل الأدوات الاستثمارية على أساس القطاعات كالقطاع الزراعي، الصناعي والمالي.

ج_ التشخيص الأولي: هي الخطوة التي يتم من خلالها تحديد مجموعة الأدوات التي تم الحصول عليها في ضوء المعلومات والبيانات الناتجة من التحليل الاقتصادي والقطاعي وهنا يدخل عنصر الكفاءة والخبرة لإدارة المحفظة.

د_ التحليل المالي: بعد تحديد الأدوات الاستثمارية من أسهم الشركات المختارة نقوم بالتحليل المالي وذلك باستخدام النسب المالية، قائمة مصادر واستخدامات الأموال، قائمة التدفق النقدي والقيمة المضافة إلى غير ذلك.

3_ اختيار المحفظة: هي الخطوة الأولى العملية في تأسيس وإدارة المحفظة حيث تتكون من عنصرين رئيسيين وهما:

أ_ **قرار المزج الرئيسي:** ويقصد به توزيع رأسمال على أنواع رئيسية من الاستثمارات ثم توزيع آخر إلى استثمارات فرعية متخصصة بحيث يتم التوزيع على الأسهم والسندات وتخصص جزءا كتنقدي لمواجهة الطوارئ أو الصفقات السريعة، ويأخذ هذا القرار من أعلى مستوى من الإدارة إما من مجلس الإدارة أو من المدير العام.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

ب_ اختيار الأوراق المالية: يتم اختيارها بناءً على توزيع رأس المال وذلك من خلال قرارات المزج الرئيسي واعتماداً على الخطوات السابقة أي التخطيط وتحليل الاستثمارات.

4_ تقييم المحفظة: يتعلق بفحص القيمة السوقية لأصول المحفظة خلال فترة زمنية وذلك من أجل مقارنة الانجازات والنتائج بالأهداف المرغوب تحقيقها ويتم تقييمها بخطوتين:

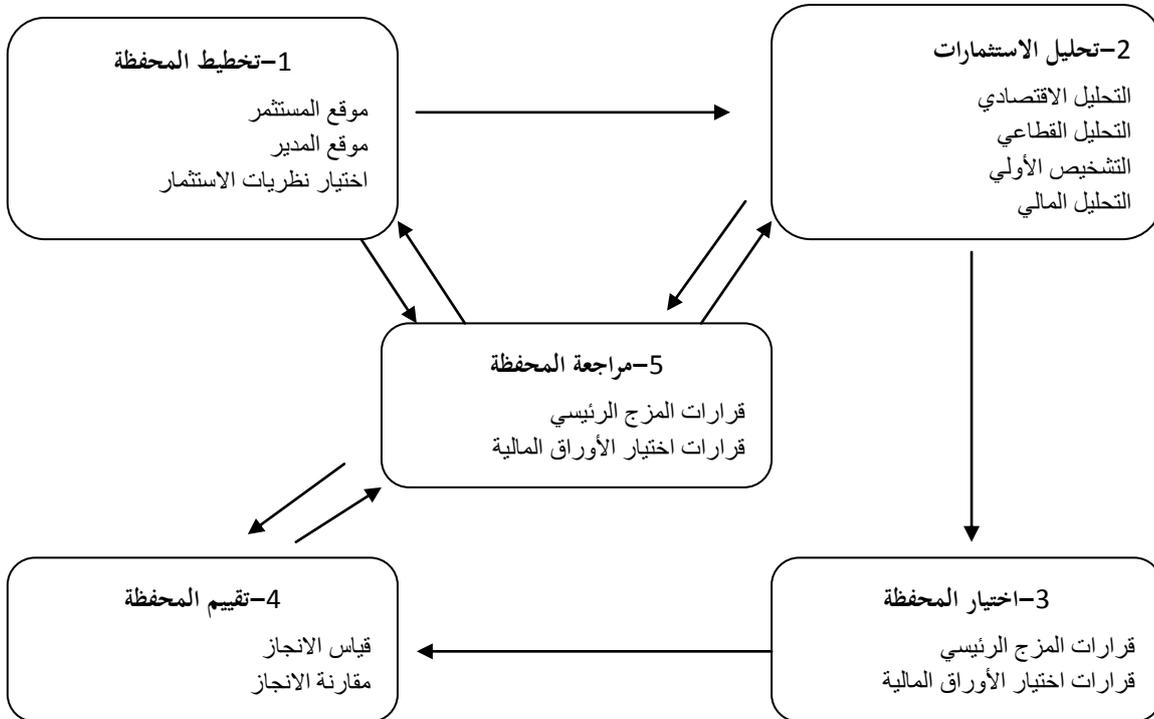
أ_ قياس الانجاز: يتم بفحص القيمة السوقية ومقارنتها بفترة زمنية سابقة بحيث يستطيع المدير معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.

ب_ مقارنة الانجاز: وهي محاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة ونجاحها في زيادة ثروة المحفظة، ويتم بالمقارنة مع محافظ أخرى أو المقارنة بمعدلات السوق أو معايير أخرى تقدمها بعض شركات الخبرة.

5_ مراجعة المحفظة: تعتبر عملية مراجعة وتنقيح المحفظة المركز الرئيسي لعمل وإدارة المحفظة وهو العنصر الذي يجعل الإدارة متحركة وعلى أساسها تتغير قرارات المزج الرئيسي واختيار الأوراق المالية.

يمكن تلخيص الخطوات السابقة لإدارة المحفظة في المخطط التالي والذي يطلق عليه النموذج العام لإدارة المحفظة .

المخطط رقم (3_1): النموذج العام لإدارة المحفظة الاستثمارية



المصدر: غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 43.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

الفرع الثاني: سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية

يراعي المستثمر عند بناء محفظته مجموعة من السياسات والاستراتيجيات التي يسعى إلى إتباعها والتي بدورها تؤثر بنوعية مكونات المحفظة ويؤدي استخدامها إلى التقليل من المخاطر، وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا المطلب.

أولاً- سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية: تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة المحفظة وطبيعة أغراضها وأهدافها ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتقوم إدارة المحفظة بشراء وبيع الأوراق المالية بغرض تكوين محفظة استثمارية تتلاءم مع هذه الأهداف وتحقيق السياسات الاستثمارية المنشودة، من أهم السياسات المستخدمة في إدارة المحفظة الاستثمارية ما يلي¹:

1_ السياسة الهجومية (سياسة المخاطر): يهدف مدير المحفظة من خلال هذه السياسة إلى الحصول على أرباح رأسمالية مستفيداً من الفروقات بالأسعار السوقية لمكونات المحفظة، وتتميز هذه السياسة بارتفاع درجة المخاطر نظراً للمتغيرات الاقتصادية المؤثر على الأدوات وأفضل أدواتها الأسهم العادية، لذلك على إدارة المحفظة وخبرائها الدقة عند اتخاذ القرار خوفاً من تحقيق خسارة كبيرة ويتم استخدام هذه السياسة في حالة وجود مؤشرات ازدهار اقتصادي.

2_ السياسة الدفاعية: هي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة لتلبية لرغبة المستثمرين المحافظين فتكون حساسة للمخاطر وتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد، وأنسب الأدوات الاستثمارية هي الأدوات ذات الدخل الثابت مثل السندات والأسهم الممتازة والتي يطلق عليها بمحافظ الدخل وتقوم إدارة المحفظة باختيار هذه السياسة عندما تشعر بوجود مؤشرات تعكس توجه الاقتصاد نحو الركود الاقتصادي.

3_ السياسة المتوازنة: تترجم هذه السياسة بين المحافظة والمخاطرة وتستخدم بشكل كبير من قبل أغلب مدراء المحافظ الاستثمارية كونها تتلاءم مع رغبات المستثمرين الرشيد الذين يسعون إلى تحقيق استقرار نسبي في العائد والحصول على أرباح معقولة وبمخاطر مقبولة، لذلك فإن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة بين الأسهم العادية، الممتازة والسندات، كما أن هذه السياسة توفر المرونة العالية في اختيار وتشكيل المحفظة وفقاً للأهمية النسبية لكل أداة وهذا ما يسهل للخبراء إلى زيادة الأدوات الاستثمارية ذات الدخل المرتفع عند حصول رواج اقتصادي والعكس في حالة الركود.

¹ أنظر:

__ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص ص 295_297.

__ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص 196_197.

-R.Theoret, traité de gestion de portefeuille, Vuibert, paris, France , 1996, p 39.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

ثانياً- استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية: تمثل إستراتيجية الاستثمار في الأوراق المالية السبيل الذي يسلكه المستثمر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بتحديد أهداف الاستثمار وكيفية اختيار وتكوين المحفظة الاستثمارية فضلاً عن تحديد المخصصات المالية للأصول واختيار التوقيت الملائم للاستثمار المتمثل في وقت الدخول والخروج ومواعيد إحلال الأصول الاستثمارية، وتنوع استراتيجيات الاستثمار في السوق المالية تبعاً لاختلاف نظرة المستثمرين إلى فرضية الكفاءة السوقية ومدى تحقيقها ويمكن التمييز بين إستراتيجيتين، إستراتيجية الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق و إستراتيجية أخرى لا تعترف بكفاءة السوق.

1_ الإستراتيجية الساكنة (السلبية): تتضمن إستراتيجية شراء الأصل وحيازته ويشترط إتباع هذه الإستراتيجية توفر شرطي الكفاءة وتجانس التوقعات، وذلك باعتبار أنه في ظل كفاءة السوق تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة وتعكس القيمة الحقيقية للأصل المالي، أما في حالة تجانس توقعات المستثمرين بشأن العوائد على الأصول والمخاطر المرتبطة بها فإنه سيكون مقنعاً بجيازة بعض التوليفات من الأصول الخالية من المخاطر¹. ومن أبرز أساليب هذه الإستراتيجية مايلي²:

أ_ **إستراتيجية الشراء والاحتفاظ:** تقضي أنه بمجرد توفر الأموال فإنه على المستثمر أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق ملائمة كما أنه عليه أن يتخلص منها في الوقت المناسب، وفي ظل هذه الإستراتيجية فإنه على المستثمر أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافها وفي إطار مستوى المخاطر التي يستطيع تحملها وعلى المستثمر أن يجري تغييراً في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح بتحمل مخاطر أكبر أو أقل.

ب_ **إستراتيجية صناديق المؤشرات:** تقضي تلك الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق وبنفس نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر وبالتالي ضمان تحقيق عائد يماثل عائد المؤشر والتي يعبر عن متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق.

2_ الإستراتيجية النشطة (الايجابية): هي تقوم على فروض معاكسة تماماً للفروض التي قامت عليها الإستراتيجية السابقة حيث لا تعترف بأن القيمة السوقية للأصل المالي تعكس قيمته الحقيقية وبالتالي عدم

¹ - عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2010، ص 220.

² - حسن اسماعيل فارس، آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية، مقالة في مجلة الشروق للعلوم التجارية، العدد الثاني، جامعة الإسكندرية، مصر، جوان 2008، ص ص 126_127.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

توفر شرط الكفاءة، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية بالنسبة للبعض منهم وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد عليه في اختيار الأوراق المالية المكونة لها¹. ومن أهم أساليبها نجد²:

1-2_ إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقتضي هذه الإستراتيجية القيام بتحليل الأساسي والفني وكذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف تحديد القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية.

2-2_ إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات أخرى.

2-3_ إستراتيجية توقيت السوق: تقتضي بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلل المخاطرة إذا أدرك وقت دخوله للسوق ووقت خروجه موجهها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية وأذون الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

الفرع الثالث: مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

يتطلب قياس أداء المحفظة الاستثمارية وجود مؤشر يساعد على ترتيب المحافظ وفقا لأدائها الاستثماري ويأخذ بعين الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معا، من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية هي الأسلوب البسيط والمزدوج، وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا المطلب.

أولا- الأسلوب البسيط لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية

¹ - بلجالية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لعوائد أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996_2006، مذكرة ماجيستر، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة قسنطينة، الجزائر، دفعة 2009_2010، ص 75.

² _ أنظر: _ ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص ص 141_142.

_ Jacquillat & Solnik, **Les Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des Risques**, 3^e Edition, paris, France, Dunod, 1997, p 387.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة¹، ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها². ويعطى بالعلاقة التالية³:

$$R = D_t + (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

حيث: R : العائد على الاستثمار، D_t : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة t ، P_t : سعر الأصل في الزمن t (سعر البيع)، P_{t-1} : سعر الأصل في الزمن $t-1$ (سعر الشراء).

إن الأسلوب البسيط لم يأخذ بعين الاعتبار بالمخاطر سواء المنتظمة وغير المنتظمة وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار، وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن نجد معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جدا، كما يمكن أن نجد معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل، وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج أو العلمي.

ثانيا- الأسلوب المزدوج لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية

يعتمد هذا الأسلوب على معدل العائد للمحفظة مع مخاطر المحفظة، ويندرج تحت هذا الأسلوب مقاييس (نماذج) أخرى لتقييم الأداء ومن أهمها مقياس ترينور، شارب، جنسن وفاما.

1_ نموذج ترينور Treynor Model: قدم ترينور في عام 1965 نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنوعا جيدا وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا⁴، ويتم حسابه بالصيغة التالية⁵:

$$T = \frac{R_p - R_f}{B_p}$$

¹ - عازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 225.

² - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص 227_228.

³ - N. amenc, V.lesourd, "**Théorie du Portefeuille et Analyse de sa performance**", édition Economica, Paris, France, 2002, P38.

⁴ - نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، سنة 2007، ص 266.

⁵ - لبنى محمد أبو العلا، صناديق الاستثمار في مصر كأداة ادخار واستثمار، مقالة في مجلة المال والتجارة، المجلد 27، العدد 314، مصر، سنة 1995، ص 11.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

حيث: T : مقياس ترينور، R_P : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، R_F : معدل العائد الخالي من الخطر، $R_P - R_F$ علاوة المخاطر، b_p : معامل بيتا للمحفظة $b_p = \sum_{i=1}^n w_i b_i$ ، تمثل w : نسبة الورقة المالية في المحفظة، b_i : معامل بيتا للورقة المالية، n : عدد الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية.

2_ نموذج شارب: Sharpe Model قدم وليام شارب عام 1966 مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، يقوم على أساس قياس العائد والخطر ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد¹. ويقاس مقدار الفائض في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية معينة²، ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية³:

$$S = \frac{R_P - R_F}{\delta_P}$$

حيث: S : مقياس شارب، R_P : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، R_F : معدل العائد الخالي من الخطر، δ_P : مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري، $R_P - R_F$: علاوة المخاطر

بالتالي فإن مقياس شارب يقيس علاوة مخاطرة المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف المعياري كما أنه لم يفرق بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل. ويتم استخدام نموذج شارب في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط⁴.

3_ نموذج جنسن Jonsen Model: قدم جنسن عام 1968 نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من الخطر وهو ما يعرف بالعائد الإضافي أما المتدار الثاني فيتمثل في حاصل

¹ - عادل مبروك، عصران جلال عصران، أثر متغيرات سوق الأوراق المالية على أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية مقارنة بين الصناديق المفتوحة والمغلقة خلال الفترة 1996-2002، مقالة في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 71، جامعة القاهرة، مصر، سنة 2008، ص 739.

² -Caude Broquetetal, Gestion de portefeuille, 4^e édition, édition de Boeck, Belgique, 2004, p 459 .

³ -Laurent Bodson et al, performance de portefeuille, 2^eédition, pearson education,France , 2010, p 136.

⁴ - أنظر: - حسن إسماعيل فارس، مؤشر مقترح لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار لأسواق رأس المال العربية، مقالة في مجلة الشروق للعلوم التجارية، العدد الأول، جوان 2007، ص 125.

- ظاهر لفي النويران، بناء المحافظ الاستثمارية وفقا لتفضيلات المستثمرين تجاه العائد والمخاطرة في بورصة عمان دراسة تطبيقية، مذكرة ماجيستر، جامعة آل البيت، الأردن، سنة 2002، ص 70.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر المعبر عنها بالفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من الخطر¹، ويمكن التعبير عنها بالصيغة التالية²:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_M - R_f)$$

حيث: α : معامل جنسن لقياس أداء المحفظة، R_M : عائد السوق، $(R_p - R_f)$: العائد الإضافي، $(R_M - R_f)$: علاوة خطر السوق.

إذا كان $\alpha > 0$ يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة وإذا كانت $\alpha < 0$ يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة أما إذا كانت $\alpha = 0$ أداء المحفظة مقبول ويوازي أداء السوق³.

4_ نموذج فاما Fama Model: قدم فاما عام 1972 نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحني السوق المتوقع كما يلي⁴:

$$R_p = R_f + \left(\frac{R_M - R_f}{\delta_M} \right) \left(\frac{COV(R_p, R_M)}{\delta_M} \right)$$

إن استخدام نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيسيين وهما⁵:

أ- **تقييم الانتقائية:** هو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق و عائد المحفظة.

ب- **تقييم الخطر:** يعتبر الجزء الثاني في علاقة فاما ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة المتنوعة تنوعاً ساذجاً، ويمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

5- مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر: RAP تعتبر مقاييس شارب وترينور مقاييس جيدة عند تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بينما يصبح تقييم أداء محفظة واحدة باستخدام هذه المقاييس أمراً صعباً، وعلى ذلك قدم Leah & Franco Madigliam عام 1997 مقياس الأداء المعدل بالمخاطر ويسمى M^2 وهو مقياس

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2005، ص 242.

² - Bertani, christine, **portfolio management in practice**, elsevier ltd, london, 2004, p 52.

³ - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 236.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص 203

⁵ - محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2001، ص 290.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمراً سهلاً¹. ويعطى بالعلاقة التالية²:

$$RAP = R_F + (R_P - R_F) \left[\frac{\delta_M}{\delta_P} \right]$$

حيث: RAP : معامل الأداء المعدل بالمخاطر، R_F : معدل العائد الخالي من المخاطر، R_P : متوسط عائد المحفظة، δ_M : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق، δ_P : الانحراف المعياري للمحفظة محل التقييم، $\left[\frac{\delta_M}{\delta_P} \right]$: العلاقة النسبية بين مخاطر محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم، $(R_P - R_F)$: مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر.

ثالثاً- مؤشرات السوق كأداة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية

1- تعريف المؤشر

التعريف الأول: المؤشر هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين وتحديد المؤشر في البداية، ويعتبر مقياساً شاملاً لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم أي قياس حالة السوق بصفة عامة³.

التعريف الثاني: المؤشر هو تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة بين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى⁴.

يمكن تصنيف المؤشرات التي تقيس الأداء داخل السوق إلى نوعين وهما⁵:

أ- المؤشرات العامة: هي التي تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أدائه بشكل عام مثل مؤشر داوجونز، مؤشر ستاناندوبور 500 ومؤشر نيكاي.

¹ - جلال إبراهيم العبد، محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية

السعودية، مقالة في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد 53، العدد الأول، جامعة الإسكندرية، مصر، جانفي 2016، ص 25.

² - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2003، ص 25.

³ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 174.

⁴ - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة تجربة جمهورية مصر العربية)، أطروحة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، سنة 2011-2012، ص 144.

⁵ - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 374.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

ب_ المؤشرات القطاعية: وهي التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة مثل مؤشر داوجونز لصناعة النقل أو مؤشر ستاندايندبور لصناعة الخدمات العامة.

2- استخدامات المؤشر: يساعد المؤشر في تقييم أداء المحفظة من خلال مايلي¹:

_ إعطاء فكرة عن أداء المحفظة الاستثمارية التي يمتلكها المستثمر: بحيث يمكن لمدير المحفظة تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى؛

_ تعادل مؤشرات محفظة أوراق مالية متنوعة: يعتبر التنوع بالمحفظة من أساسيات تكوين المحفظة على المستوى المحلي والدولي حيث أن كل ورقة مالية تحتوي على خطر محدد فإن مبدأ التنوع يسمح بتخفيض الأخطار ضمن المحفظة وخصوصا الخطر الكلي، وطبقا لذلك فإن مؤشر السوق يحتوي في الواقع على أوراق مالية يتم تنوعها بصورة جيدة على القطاعات الاقتصادية المختلفة التي تحقق هذا الهدف؛

_ استخدام المؤشر في تقييم مخاطر المحفظة: المقصود بمخاطر المحفظة هي المخاطر المنتظمة أو العامة فقط والتي من الصعب السيطرة عليها والمعبر عنها بمعامل بيتا والمقاسة بواسطة معدل العائد على المحفظة ومعدل عائد السوق وهذا الأخير الذي يقاس بواسطة المؤشر الذي يعكس حالة السوق بشكل عام؛

_ التنبؤ بحالة السوق: يمكن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تعكس حالة السوق والتي تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ على السوق، فإذا توصل هذا المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه ذلك من التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار داخل السوق.

المبحث الثالث: التنوع الدولي كأداة للتقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية

المحافظ الاستثمارية لها دورا فاعلا في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر انطلاقا من التنوع الذي تقوم على أساسه المحفظة، وفي الآونة الأخيرة أصبح الاهتمام أكثر بالتنوع الدولي الذي يمثل أحد أساليب التنوع والذي شهد تطورا كبيرا خاصة مع موجة تحرير التجارة وإزالة القيود وازدياد حركة رؤوس الأموال وتوسع الفرص الاستثمارية المتاحة والمتنوعة بين مختلف أنحاء العالم، لهذا سنحاول من خلال هذا المبحث إعطاء

¹ أنظر:

_ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص ص 289_299.

_ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص ص 374_375.

_ عصام محمد العرييد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، سنة 2008، ص 41.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنويع الدولي على مخاطرها

تعريف التنويع مع تناول أهم عوامل نجاح أو فشل سياسة التنويع وكذلك أساليب التنويع مع التركيز على التنويع الدولي ومدى مساهمته في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية.

المطلب الأول: مفهوم التنويع

سيتم التركيز في هذا المطلب على تعريف التنويع وكذا عوامل نجاح أو فشل سياسة التنويع

الفرع الأول: تعريف التنويع: هناك عدة تعاريف للتنويع من أهمها

التعريف الأول: التنويع هو الحصول أو حيازة أكثر من نوع واحد في المحفظة¹.

التعريف الثاني: التنويع هو القرار الخاص بتشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد².

الفرع الثاني: عوامل نجاح أو فشل سياسة التنويع

هناك مجموعة من العوامل التي تأخذ بعين الاعتبار للحكم على نجاح أو فشل سياسة التنويع والتي يجب على مدير المحفظة مراعاتها وتمثل في³:

1- تنوع المخاطر الاستثمارية: مخاطر الاستثمار متعددة المصادر والأسباب حيث تصنف إلى مخاطر منتظمة والمرتبطة بظروف السوق ومخاطر غير منتظمة وتحدث لأسباب خارجة عن ظروف السوق، وعلى مدير المحفظة أن يعلم بأن سياسة التنويع لا تنجح إلا في تخفيض المخاطر غير المنتظمة لكنها لا تجدي نفعاً في تخفيض المخاطر المنتظمة والتي تكون آثارها عامة وتصيب جميع أصول المحفظة بلا استثناء.

2_ عدد أصول المحفظة: كلما زاد عدد الأصول المشكلة للمحفظة زادت مزايا سياسة التنويع في تخفيض مخاطرها لكن على مدير المحفظة أن يراعي أيضاً وجود حد معقول لتعدد تشكيلة أصول المحفظة وذلك للمحافظة على جدوى سياسة التنويع ولضغط نفقات إدارتها.

¹ - سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية، أبو ظبي، سنة 2007، ص 6.

² - صفية أحمد أبوبكر، تكوين محفظة استثمارية مثلى (بالطبيق على شركة التأمين المصري)، مداخلة في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6_8 مارس 2006، ص 9.

³ - أنظر:

_ محمد مطر، ادارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص 128_130.

_ ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 132_133.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنويع الدولي على مخاطرها

3_ معامل الارتباط بين أصول المحفظة: يعتبر من أكثر العوامل حسماً في نجاح أو فشل سياسة التنويع وتتوقف فعالية سياسة التنويع على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر أصول المحفظة من جهة وقوة أو ضعف معامل الارتباط بينهما من جهة أخرى، فمن حيث نوع الارتباط توجد أدوات استثمار ترتبط عوائدها معاً بعلاقة ارتباط موجبة بمعنى أن أي زيادة أو نقصان في سعر أداة معينة يؤدي إلى زيادة أو نقصان في الأداة الأخرى ونفس الشيء في حالة الارتباط السلبي، أما من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط فهذا يتوقف على مدى الاستجابة أو قوة العلاقة بين الأصلين والتي تتراوح بين +1 (يكون معامل الارتباط تام وموجب) إلى -1 (عندما يكون معامل الارتباط سالب)، لذلك على مدير المحفظة أن يراعي نوع الارتباط وقوة معاملته أيضاً، ففي حالة الارتباط السالب تزداد مزايا التنويع كلما قوي معامل الارتباط بين عوائد الأصول بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الارتباط بين عوائد هذه الأصول.

المطلب الثاني: أساليب التنويع

تتعدد أساليب تنوع مكونات المحفظة ومن أهم هذه الأساليب مايلي¹:

الفرع الأول: التنويع بناء على جهة الإصدار: يقصد به عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها شركة واحدة بل ينبغي تعدد جهات إصدار تلك الأوراق، وفي هذا الصدد يوجد أسلوبان شائعان وهما التنويع الساذج وتنويع ماركوتز

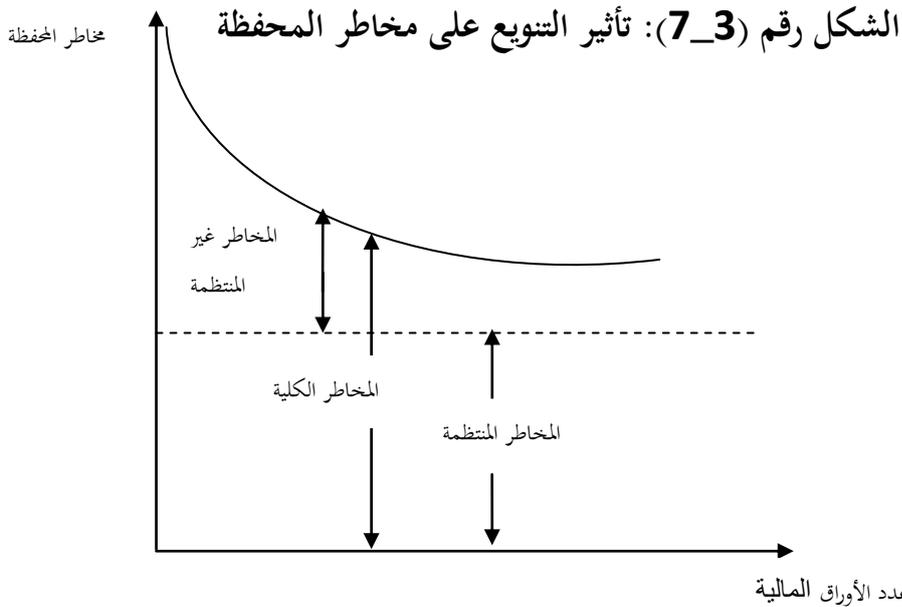
أولاً- التنويع الساذج (البسيط): يقوم هذا الأسلوب على فكرة أساسية وهي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضم للمحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائلدها واختيار الأصول في المحفظة يتم عشوائياً دون طريقة محددة ودون مراعاة علاقة الارتباط بين مختلف الأصول، إلا أن المغالاة في التنويع يؤدي إلى آثار عكسية والمتمثلة في: صعوبة إدارة المحفظة، ارتفاع تكاليف البحث عن استثمارات جديدة، احتمال اتخاذ قرارات غير سليمة نتيجة كثرة الأوراق المالية، ارتفاع متوسط تكاليف الشراء وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من إصدار الأوراق المالية مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسة. هذا النوع من التنويع يساهم في تخفيض المخاطر غير المنتظمة فقط أي التي تتعلق بالشركة المصدرة للأوراق المالية ولا يساهم في تخفيض المخاطر المنتظمة، ويمكن إبراز تأثير التنويع على المخاطر الكلية من خلال الشكل التالي:

¹ - أنظر:

— منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، سنة 2002، ص 210.

— أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص 224_230.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها



Source :J-Hamon, **Bourse et gestion de portefeuille**, 2^{ème} édition, Ed Economica, Paris,France,2005, p225.

ثانياً_ تنوع ماركوتز(التنوع الكفاء): هو عكس أسلوب التنوع الساذج حيث أن أسلوب ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات وذلك بمراعاة الارتباط بين العوائد المتولد عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الأصول التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة وهذا الأسلوب في التنوع ينجح في التخلص من المخاطر غير المنتظمة وجزء من المخاطر المنتظمة.

الفرع الثاني: تنوع تواريخ الاستحقاق: تتعرض الأوراق المالية لمخاطر أسعار الفائدة وهي الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة على القيمة السوقية، حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى انخفاض القيمة السوقية لهذه الأوراق مما يعرض المستثمر للخسارة إذا ما اضطر لبيع الأوراق المالية قبل تاريخ استحقاقها ويظهر خاصة في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، لذلك على المستثمر أن يقوم بتوزيع استثماراته بين الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل المخاطر. ويندرج تحت هذا الأسلوب أساليب فرعية أخرى وهي¹:

أولاً_ الأسلوب الهجومي: يقوم على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى سندات طويلة الأجل وهذا وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التنبؤات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإنه على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل والعكس في

¹ - أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص ص 224، 230.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

حالة توقع انخفاض أسعار الفائدة، ويتوقف نجاح هذا الأسلوب على مدى دقة التنبؤات بشأن اتجاه أسعار الفائدة وإذا لم تتحقق التنبؤات فإن المستثمر يتعرض لهزات عنيفة في عائد المحفظة.

ثانياً- تدرج تواريخ الاستحقاق: يقصد به توزيع مكونات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، ولهذا فإن المحفظة لا بد أن تتكون من مجموعة أوراق مالية والتي هي عبارة عن سندات لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنوع.

ثالثاً- التركيز على الأوراق المالية قصيرة وطويلة الأجل: ويقصد به التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل لمواجهة طلبات السيولة والأوراق المالية طويلة الأجل لمواجهة طلبات الربحية واستبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل التي لا تساهم لا في زيادة الأرباح ولا السيولة.

الفرع الثالث: التنوع الدولي: يهدف هذا التنوع إلى تخفيض المخاطر المنتظمة وتحسين الأداء الكلي للمحفظة خاصة مع تطور الأسواق المالية العالمية الذي أصبح التنوع أكثر سهولة في الأوراق المالية الدولية، ويتميز هذا التنوع بمجموعة من الخصائص¹:

__ **تنوع الأصول:** وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية.

__ **التنوع الجغرافي:** لأن رأسمال المحفظة يكون موزعاً على أدوات استثمارية في عدة دول وعدم الاقتصار على منطقة جغرافية واحدة.

__ **تنوع العملات:** إذ أنه بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة تنوع أيضاً العملات المشكلة للمحفظة التي تقيم بها هذه الأصول.

المطلب الثالث: مفهوم التنوع الدولي وأثره على مخاطر المحفظة الاستثمارية

نتناول في هذا المطلب نشأة التنوع الدولي وكذا مبادئه ودوره في تخفيض مخاطر المحفظة.

الفرع الأول: نشأة التنوع الدولي

يرجع اكتشاف المنافع الناشئة من التنوع الدولي إلى القرن الثامن عشر عند تطوير أول صندوق الاستثمار في السوق الهولندي وذلك لمنح صغار المستثمرين الفرصة للتنوع الدولي من خلال الاستثمار في حصص متساوية من الأوراق المالية الدولية التي تم تداولها في بورصة أمستردام في ذلك الوقت، ويعتبر لونغفلد Lowenfeld 1909 أول من قام بتحليل الكمي لمنافع التنوع الدولي، وقد قام بدراسة إستراتيجية التنوع الدولي باستخدام بيانات عن أسعار الأوراق المالية الدولية التي يتم تداولها في بورصة لندن كما أوضح في كتابه

¹ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص 148.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنويع الدولي على مخاطرها

"التوزيع الجغرافي لرأس المال" علاقات الارتباط غير التامة بين الأوراق المالية في الدول المختلفة كما ناقش فكرة إمكانية رفع أداء الاستثمار من خلال توزيع رأس المال في شكل حصص متساوية عبر عدد من القطاعات الجغرافية على أن يتم مراجعة أوزان المحفظة على فترات منتظمة، كما أوضح جروبييل 1968 أن مفهوم النظرية الحديثة للمحفظة يمكن تطبيقه على الاستثمار الدولي وتوصل إلى أن هناك منافع من التنويع الدولي متمثلة في زيادة عائد المحفظة أو انخفاض مخاطرها. وقد ساهم كل من تحرير التجارة العالمية وزوال الحواجز بين الدول وانخفاض القيود التنظيمية المفروضة على الأسواق المالية في زيادة الفرصة أمام المستثمر للتنويع الدولي من ناحية ومن ناحية أخرى صاحب ذلك شكوك حول مدى جدوى مثل هذه الاتفاقيات بالنسبة للدول الناشئة، فالدول المتقدمة هي المستفيد الأول من هذه الاتفاقيات ولكن قد يستفيد المستثمر في الدول الناشئة من التنويع الدولي لأن هذا الأخير يؤدي إلى زيادة عوائد المحفظة بالإضافة إلى تخفيض مخاطرها مما يترتب عليه زيادة دخل المستثمر وينعكس على الدخل الوطني. وبالرغم من تضائل منافع التنويع الدولي في الدول المتقدمة نتيجة إلى زيادة التكامل والاعتماد المتبادل بين هذه الأسواق إلا أن التنويع في الأسواق الناشئة أمامه الفرصة لتحقيق أداء أفضل لأن الميزة الرئيسية للاستثمار في الأسواق المالية الناشئة هي ضعف درجة الارتباط بينها وبين الأسواق المتطورة (التفاوت في معدلات النمو، مراحل التنمية) إضافة إلى أن الأسواق الناشئة تميل إلى أن تكون حركتها مستقلة عن بعضها البعض¹.

الفرع الثاني: مبادئ التنويع الدولي

لقد لقي التنويع الدولي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين وهذا راجع إلى صفة الأمان النسبي التي يحققها هذا التنويع، لأن المحفظة متنوعة دوليا تكون في العادة متنوعة بطريقة جيدة، وترتكز على تنويع الأصول، تنويع جغرافي (لعدة دول)، تنويع العملات، ويشمل التنويع الدولي على مبادئ أهمها²:

- مراعاة تحقيق المزج الأمثل لأدوات الاستثمار؛

- اختيار أدوات من أسواق لا يوجد بها ترابط بين أدواتها لكي تعطي الفائدة المرجوة منها ولتحقيق هذا الشرط يجب توفر مايلي:

- اختلاف العملات

- اختلاف الأنظمة السياسية

¹ - علا محمود أنور، إستراتيجية التنويع الدولي كوسيلة لتحسين أداء محفظة الأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر السنوي السابع حول أسواق المال العربية الواقع والتحديات والتطلعات، الإسكندرية، مصر، 25-27 أكتوبر 2007، ص ص 71، 72.

² - وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص ص 218، 219.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

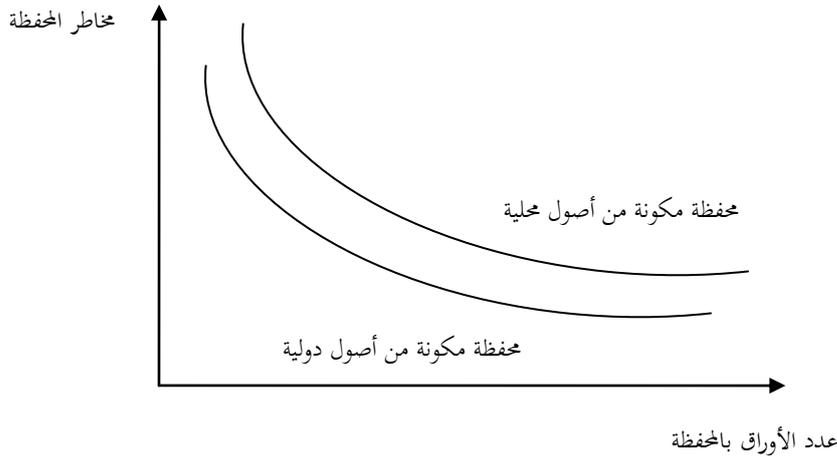
- اختلاف أنظمة سعر الصرف
- اختلاف معدلات التضخم
- اختلاف سعر الفائدة
- اختلاف السياسة النقدية

- كما يجب التركيز على بعض أدوات الاستثمار ويتم تحديد نوع الأداة المستخدمة بالنظر إلى أهداف المستثمر التي يريد تحقيقها وهي مستوى العائد المتوقع تقبله للمخاطرة، غرضه وهدفه الرئيسي هل يسعى إلى تحقيق دخل جاري أم مكاسب رأسمالية بالإضافة إلى موقف المستثمر من الاستثمار سواء الاستثمار قصير أم متوسط أم طويل الأجل.

الفرع الثالث: مساهمة التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية

لقد أثبتت العديد من الدراسات العالمية أن المحفظة التي تتضمن أصول واستثمارات من بلدان مختلفة سوف تخفض من مخاطر المحفظة خصوصا إذا كانت تلك الاستثمارات تم تجميعها من اقتصاديات دول ظروفها الاقتصادية مختلفة بمعنى أن الارتباط بين تلك الاقتصاديات ليس مرتفعا وهذا ما ينطبق على مفهوم التنوع الدولي بالمحفظة، والشكل يجري مقارنة حول المحفظة المتنوعة محليا وأخرى متنوعة دوليا بناء على نتائج دراسات عالمية التي أثبتت أثر التنوع الدولي على مخاطر المحفظة الاستثمارية.

الشكل رقم (3-8): أثر التنوع الدولي على مخاطر المحفظة متنوعة محليا ودوليا



المصدر: أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر،

عمان، الأردن، سنة 2010، ص 241.

ما يمكن ملاحظته من خلال الشكل أن التنوع المبالغ فيه لا يصبح مجديا في تخفيض مخاطر المحفظة إلا بنسب بسيطة لذلك فإن تكوين محفظة من أصول دولية سوف يخفض مخاطر المحفظة بشكل كبير مقارنة

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

بالمحفظة مكونة من أصول محلية. وبالرغم من المنافع المتحققة من التنوع فإن المغالاة في تنوع الأصول في المحفظة سواء كانت متنوعة محليا أو دوليا قد يزيد من احتمال أن يكون ضمن مكونات المحفظة استثمارات أو أصول مالية ليس لها أداء جيد، كما أن المستثمر يجب أن يراقب أداء محفظته باستمرار فضلا على أن المحفظة التي تحتوي على عدد كبير من الأصول سوف تتحمل تكاليف تداول إضافية .

الفرع الرابع: المخاطر المحيطة بالتنوع الدولي

رغم أهمية منافع التنوع الدولي إلا أنه لا ينبغي إغفال المخاطر والقيود المفروضة المصاحبة لهذا التنوع، فهناك عدد من المخاطر يجب أن يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عند حساب عوائد ومخاطر المحفظة المتنوعة دوليا. ويمكن اجمال هذه المخاطر فيما يلي¹:

أولاً- مخاطر سعر الصرف: ان العائد على الاستثمار في السوق المالية الدولية يشمل أيضا العائد الناتج من التغير في سعر الصرف، وبالتالي فإن الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر تتأثر بالتغيرات في اسعار صرف العملات مما يعني ان علاوة المخاطرة التي يحصل عليها المستثمر يكون جزءا منها مقابل المخاطر المحيطة بالأوراق المالية المستثمر فيها أما الجزء الآخر فيغطي مخاطر سعر الصرف. وبالتالي فإن الاستثمار في محافظ استثمارية أجنبية يؤدي إلى تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة مع تحمل نوع جديد من المخاطر هو خطر سعر الصرف .

ثانياً- مخاطر سياسية (خطر الدولة): تعتبر هذه المخاطر جزءا من المخاطر غير المنتظمة بالنسبة للمستثمر الأجنبي حيث ترتبط بدولة معينة ويمكن التخلص منها من خلال تنوع الاستثمارات بين الدول، حيث تؤثر العوامل السياسية والاقتصادية على أداء المشاريع الاقتصادية لذلك لا بد من تحليلها بدقة ومحاولة التخلص منها بالتنوع، والمقصود بالمخاطر السياسية هو ما قد تتخذه الدولة أو الحكومة من اجراءات تؤدي في نتيحتها إلى وقوع ضرر يصيب المستثمر في استثماره ويؤدي إلى تغير في العوائد والربحية المتوقعة للمستثمر الاجنبي في الدولة المضيفة . ويشكل هذا الخطر جزءا هام من المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية في الأسواق الخارجية، وتعتبر كل من البيئة السياسية والنواحي المتعلقة بالاقتصاد الجزئي والكلية من الجوانب التي تؤثر بشكل واضح على نتائج الاستثمار. حيث قدم عدد من الباحثين بدراسة أثر الخطر على المحفظة المالية الدولية وفي مقدمتهم 1996 Diamonte and Liew حيث ركز بحثه على مدى تأثير خطر الدولة على عوائد سوق الأسهم وأظهرت الدراسة التي قام بها أن الخطر السياسي يمثل

¹ - محمد أحمد البلخي، دراسة اثر التنوع الدولي على المحفظة المالية (دراسة تطبيقية)، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سورية، دفعة 2012-2013، ص ص 86،76.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

محدد هام للعائد على الاستثمار في السوق المالي في الدول النامية أكثر منه في الدول المتقدمة حيث شملت الدراسة على ثلاث محافظ المحفظة الأولى محفظة الدول التي ازداد خطرها السياسي، المحفظة الثانية المحفظة التي انخفض خطرها السياسي، المحفظة الثالثة الفرق بين الدول التي حدث انخفاض في خطرها السياسي والدول التي ازداد خطرها السياسي، وتوصل إلى أن معدل العائد على المحفظة التي انخفض خطرها السياسي يتوسط متوسط العائد على محفظة الدول التي ازداد خطرها السياسي وخصوصا في الدول النامية لأنها أكثر حساسية تجاه مخاطر الدولة منه في الأسواق المتطورة .

ثالثا- مخاطر تغير الأنظمة الضريبية: تختلف الأنظمة الضريبية بين الدول من حيث الضرائب المفروضة على توزيعات الأرباح ومدفوعات الفوائد، وبالتالي فإن زيادة الضرائب يؤدي إلى تخفيض العائد الذي يحققه المستثمر مما يؤدي إلى التأثير على جاذبية الاستثمارات في الأسواق المالية الدولية.

رابعا- مخاطر نقص المعلومات: إن المستثمر الأجنبي أقل قدرة من المستثمر المحلي على جمع المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية، وبالتالي فإن وجود المستثمر المحلي بصفة دائمة لمراقبة اتجاهات وتحركات الأسعار يمكنه من جمع المعلومات الدقيقة في الوقت المناسب وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.

الفرع الخامس: طرق التنوع الدولي للمحفظة المالية: يمكن للمستثمرين تحقيق التنوع الدولي لمحفظهم المالية باتباع أسلوبين¹:

أولاً- التنوع الدولي المباشر للمحفظة المالية: يمكن أن يتحقق إما عن طريق:

1- شراء أوراق مالية أجنبية في السوق المالي الأجنبي : وتعد هذه الطريقة أكثر استخداما في بناء المحافظ المالية الدولية مباشرة وذلك عن طريق شراء أوراق مالية أجنبية موجودة في سوق مالي خارجي وفي حالة عدم وجود أي قيود على تحويل العملات الأجنبية أو استثمار الأجانب في الأسواق المالية، وقد تم استخدام هذا الأسلوب بعد لجوء العديد من الدول إلى ازالة القيود التي تحد أو تمنع استثمار الأجانب في الأسواق المالية .

2- شراء أوراق مالية أجنبية مدرجة في السوق المحلي: تسمح بعض الدول بإدراج وتداول الأوراق المالية الأجنبية في سوقها المالي إلى جانب الأوراق المالية المحلية ، وتعتبر بديل مناسب لشراء الأوراق المالية الأجنبية من الأسواق المالية الخارجية علاوة على ذلك يترتب على قيام الشركات بإدراج أوراقها المالية في أسواق خارجية تكاليف منها رسوم الإدراج، وعلى الرغم من ذلك تسعى الشركات إلى إدراج أوراقها المالية في أسواق خارجية بغرض جذب المزيد من المستثمرين.

ثانيا- التنوع الدولي غير المباشر: ومن أهم أدواته مايلي:

¹ - محمد أحمد البلخي، مرجع سابق، ص ص 86، 90.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

1- حقوق الملكية المرتبطة بالسندات الأوروبية: نظرا لل صعوبات المترتبة على شراء الأوراق المالية الأجنبية بشكل مباشر منها الاجراءات المتشددة لشراء أوراق مالية، نقص المعلومات والاختلاف في المعايير المحاسبية فإن تشكيل محفظة مالية دولية بشكل غير مباشر تعتبر استراتيجية بديلة وفعالة، ويتم ذلك من خلال حيازة أوراق مالية مرتبطة قيمتها بشكل وثيق بأسهم أجنبية ومنها السندات الأوروبية المرتبطة بحقوق الملكية والتي تمثل أدوات مالية هجينة تتكون من دين وخيار شراء على السهم الأجنبي المرتبطة به . حيث تتطلب هذه السندات دفع فائدة معينة كما تضمن في هذا النوع من السندات عائد اضافي يحدد بناء على أداء السهم.

2- ايصالات الایداع: تعتبر وسيلة غير مباشرة في تحقيق التنوع الدولي، وهي عبارة عن ايصالات تصدرها شركات محلية عادة ما تكون بنوك أو شركات التأمين مقابل عدد من الأسهم الأجنبية، والميزة الرئيسية لهذا النوع من تحويل الاوراق المالية الأجنبية إلى أداة مالية ملائمة للبيئة القانونية للمستثمرين في الأسواق المالية، ويتم تداول الايصالات بالعملة المحلية للشركات التي أصدرتها وتكون قيمتها مرتبطة بشكل مباشر بالأوراق المالية الأجنبية.

3- الاستثمار في صناديق الاستثمار الدولية : يعتبر شراء أسهم في صناديق الاستثمار التي تعتمد على استثمار مواردها في أوراق مالية أجنبية أحد اهم الوسائل المستخدمة في تحقيق التنوع الدولي للمحفظة بشكل غير مباشر، حيث تعتبر هذه الوسيلة الأكثر كفاءة لتطبيق التنوع الدولي وخاصة بالنسبة للمستثمرين الأفراد، فالاستثمار في هذه الصناديق تتيح للمستثمرين التغلب على الصعوبات والمتمثلة في تحليل المعلومات والبيانات الخاصة بالأوراق المالية التي تصدرها الشركات المالية أو الأوراق المالية الأجنبية. وتعتبر صناديق الاستثمار الدولية من اكثر الوسائل انتشارا في الولايات المتحدة الأمريكية لتحقيق التنوع للمستثمر المحلي دون الحاجة إلى شراء الاوراق المالية الأجنبية بشكل مباشر لما تقدمه هذه الصناديق للمستثمرين من مكاسب للتنوع الدولي.

4- شراء اسهم في شركات متعددة الجنسيات: في ظل عدم وجود خطر على تداول الأوراق المالية الأجنبية كان من السهل على المستثمرين المحليين القيام بأنفسهم بشراء الأسهم في اسهم الشركات الأجنبية وبالتالي تحقيق التنوع الدولي، أما في ظل وجود القيود المفروضة على تداول الأوراق المالية الأجنبية أو عدم ارتباط الأسواق المالية ببعضها يصبح الاستثمار في الأوراق المالية الخاصة بشركات متعددة الجنسيات أحد الأشكال غير المباشرة في تحقيق التنوع الدولي للمحافظ المالية الأمر الذي يجعل المستثمرين المحليين يلجؤون إلى هذا النوع من الاستثمار عند رغبتهم بالاستفادة من مزايا التنوع الدولي.

الفصل الثالث: المحفظة الاستثمارية وأثر التنوع الدولي على مخاطرها

خلاصة الفصل

تم التوصل من خلال هذا الفصل إلى النتائج التالية:

- المحفظة الاستثمارية لها مفهومين المفهوم الواسع الذي يشمل الأصول الحقيقية والمالية، أما المفهوم المتخصص الذي يرتبط بالأصول المالية فقط.
- من أهم النماذج المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري هما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج تسعير المراجعة.
- هناك مجموعة من السياسات والاستراتيجيات والتي يؤدي استخدامها إلى التقليل من المخاطر، من أهم هذه السياسات السياسة الهجومية، الدفاعية والمتوازنة، أما فيما يخص الاستراتيجيات هناك إستراتيجيتين رئيسيتين هما: الإستراتيجية الساكنة (السلبية)، الإستراتيجية النشطة (الاجابية).
- هناك مجموعة من الأساليب والنماذج المستخدمة في تقييم أداء المحفظة من أهمها مقياس شارب، ترينبور، جنسن ، فاما ومؤشر المعدل بالمخاطر؛
- التنوع هو الحصول أو حيازة أكثر من أصل في المحفظة، وتتعدد أساليبه من أهمها التنوع الدولي الذي يتضمن أن المحفظة تتكون من أصول محلية ودولية؛
- على الرغم من المنافع التي يحققها التنوع الدولي خاصة تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية إلا أنه يعترضه مخاطر من أهمها مخاطر سعر الصرف، مخاطر سياسية، مخاطر تغيير الأنظمة الضريبية ومخاطر نقص المعلومات خاصة في الأسواق المالية الناشئة؛
- يعتمد التنوع الدولي في المحفظة المالية على أسلوبين إما التنوع المباشر ويتحقق عن طريق شراء أوراق مالية أجنبية في السوق المالي الأجنبي، شراء أوراق مالية أجنبية مدرجة في السوق المحلي، أو التنوع غير المباشر من أهم أدواته حقوق الملكية المرتبطة بالسندات الدولية، ايصالات الايداع، الاستثمار في صناديق الاستثمار الدولية، شراء أسهم في الشركات متعددة الجنسيات.
- من خلال تعرفنا النظري لمفهوم التنوع الدولي وأثره على مخاطر المحفظة، سنحاول تطبيق ذلك بتشكيل محافظ استثمارية دولية في بعض الأسواق المالية العربية الناشئة وهو موضوع فصلنا الموالي.

الفصل الرابع:

دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي

في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية

في ظل أزمات الأسواق العالمية حالة السعودية وعصر من 2007-2018

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

تمهيد:

تعتبر المحافظ الاستثمارية من الآليات المستحدثة في الأسواق المالية العربية في إطار الإصلاحات التي شهدتها معظم هذه الدول وذلك لتشجيع وتنمية أسواقها المالية من خلال جذب العديد من المستثمرين والمتعاملين، وباعتبار أن أي استثمار لا يخلو من المخاطر فإن المحافظ الاستثمارية بدورها تتعرض لجملة من المخاطر والتي يمكن التخفيف منها أو التقليل عن طريق التنويع سواء المحلي أو الدولي. ونركز في هذا الفصل على مدى مساهمة التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحافظ المشكلة في كل من السوق المالي السعودي والمصري، وقد تم الاعتماد في تشكيل المحافظ الدولية على أسلوبين هما top down, bottom up. لذلك قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مفهوم السوق المالي السعودي والمصري

المبحث الثاني: اثر التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحافظ الاستثمارية المشكلة في كل من سوق السعودية ومصر

المبحث الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المشكلة في سوقي السعودية ومصر

المبحث الأول: مفهوم السوق المالي السعودي والمصري

يعد السوق المالي السعودي والمصري من أكبر الأسواق العربية تداولاً من حيث القيمة السوقية، حيث يعتبر كل منهما من الأسواق المالية الناشئة، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث اعطاء لمحة عن نشأة كل من السوقين مع ذكر أهم الشركات النشطة في كل منهما.

المطلب الأول: السوق المالي السعودي

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى نشأة هذا السوق ومهام هيئة السوق المالية مع إبراز أكثر الشركات نشاطاً.

الفرع الأول: نشأة السوق المالي السعودي

مر انشاء السوق المالي السعودي بعدة مراحل يمكن ايجازها فيمايلي¹:

- تعود بدايات ظهور سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934 عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة وهي الشركة العربية للسيارات، ثم تلتها إنشاء شركات أخرى ليصبح عددها 14 شركة مساهمة في سنة 1975، ومع زيادة عدد الشركات أنشأت سوق غير رسمية للأسهم في أوائل الثمانينات؛
- في سنة 1983 تم اصدار المرسوم الملكي رقم (8-1230) لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية لتكون الانطلاقة الرسمية لسوق الأسهم السعودي في عام 1984، بحيث تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزراء المالية ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق، وبعد ذلك أوكلت مهمة الاشراف على نشاط السوق إلى مؤسسة النقد العربي السعودي؛
- في سنة 1990 تم تطبيق أول نظام الكتروني عرف بـ ESIS، وفي عام 2001 تم استبداله بنظام جديد عرف باسم تداول tadawal وهو نظام آلي متكامل من حيث آليات التسوية والمقاصة؛
- في سنة 2003 بموجب المرسوم الملكي رقم (م 30) تم تأسيس هيئة السوق المالية وتعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي واداري تتولى الاشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها واصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية؛

¹ - أنظر:

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الخامس والخمسون، السعودية، 1440هـ-2019م، ص 113.
- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدراسات المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، سنة 2007، ص 24.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التوزيع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في

ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

- 2009/06/13 قدمت السوق المالية السعودية منتجات وخدمات مالية جديدة بحيث بلغ إجمالي الصكوك والسندات في سنة 2011 41274.9 مليون ريال سعودية ؛
- وواصلت هيئة السوق المالي جهودها المبذولة لتطوير السوق، حيث وافقت الجمعية العامة لاتحاد البورصات العالمية في اجتماعها 2009/10/06 على انضمام السوق المالي السعودي للاتحاد وذلك بعد استيفاء اجراءات ومعايير الانضمام للعضوية؛
- ثم بعد ذلك شهدت المملكة ازدهارا كبيرا وتوسعا وانعكس ذلك على نشاط سوقها المالي؛
- في سنة 2018 تم انضمام السوق المالية السعودية إلى مجموعة فوتسي راسل، كما أعلن مؤشر مورجان ستانلي العالمي إم إي سي أي المزود العالمي للمؤشرات عن انضمام السوق إلى مؤشرها العالمي للأسواق الناشئة، وكذلك أعلن إس آند بي داوجونز المزود العالمي للمؤشرات عن ترقية السوق المالية ليصبح ضمن مؤشراتها للأسواق الناشئة؛
- كما بلغت عدد الشركات المدرجة سنة 2008 127 شركة ثم توالى الادرجات حتى بلغت سنة 2012 158 شركة ووصلت في 2018 190 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي.

الفرع الثاني: مهام هيئة السوق المالية

من أهم المهام الأساسية للهيئة مايلي¹:

- تنظيم السوق وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بمعاملي الأوراق المالية؛
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها؛
- حماية المستثمرين في الاوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو السليمة والتي تنطوي على احتيال وغش أو تدليس؛
- العمل على تحقيق العدالة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الافصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، إضافة إلى تحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الافصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور؛
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم؛ تنظيم رهن الأوراق المالية والتنفيذ عليها.

¹ - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، السعودية 1439هـ- 2018م، ص 33.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التمويل الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الفرع الثالث: أداء السوق المالي السعودي

سيتم دراسة أدائها من حيث حجم التداول، المؤشر العام للسوق، أداء أهم القطاعات في السوق وكذلك أداء أهم الشركات النشطة .

أولاً- حجم التداول: يبين الجدول التالي حجم التداول في السوق السعودي من حيث عدد وقيمة الأسهم المتداولة.

الجدول رقم (4-1): حجم التداول في السوق المالي السعودي من 2007-2018

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة(ريال)	نسبة التغير %	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير %
2007	2.557.712.529.502,75	-	70.599.042.228	-
2008	1.962.945.580.483,05	-23,25	62.229.796.834	-11,85
2009	1.264.011.291.721,40	-35,61	58.461.829.885	-6,05
2010	759.184.484.995,00	-39,94	34.393.399.248	-41,17
2011	1.098.836.028.656,75	44,74	48.767.368.704	41,79
2012	1.929.318.274.741,75	75,58	78.771.164.060	61,52
2013	1.369.665.791.887,90	-29,01	51.571.330.784	-34,53
2014	2.146.511.896.920,60	56,72	67.134.345.824	30,18
2015	1.660.622.053.130,00	-22,64	64.374.649.643	-4,11
2016	1.156.987.084.201,30	-30,33	65.005.407.626	0,98
2017	836.275.133.812,28	-27,72	43.763.049.609	-32,68
2018	870.869.683.508,02	4,14	38.050.788.298	-13,05

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير الاحصائي السنوي للسوق المالي السعودي سنة 2018، ص 19.

من خلال الجدول هناك تغيرات في قيمة الأسهم المتداولة وكذلك في عددها طيلة فترة الدراسة، فمن الملاحظ حدث انخفاض خلال سنة 2008 في قيمة الأسهم بنسبة انخفاض قدرت بـ 23,25% وفي عددها بنسبة انخفاض بلغت 11,85% وهذا بسبب الأزمة المالية العالمية وشموليتها وقد توالى هذه الانخفاضات حتى سنة 2010، ليستعيد السوق عافيته في سنة 2011 وبالمقارنة بين السنوات نجد أن سنة 2012 حققت ارتفاع كبير في قيمة الأسهم المتداولة 1.929 مليار ريال سعودي بنسبة تغير 75,85% ونفس الشيء بالنسبة لعدد الأسهم فقد بلغت 78.771 مليار ريال أي بنسبة ارتفاع 61,52% لينخفض مجدداً سنة 2013 سواء بالنسبة لقيمة أو عدد الأسهم المتداولة ليشهد السوق انتعاشاً خلال سنة 2014 ثم ينخفض خلال السنوات الموالية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

ثانياً: المؤشر العام للسوق:

الجدول رقم (4-2): القيمة السوقية للأسهم المصدرة والمؤشر العام للسوق من 2007-2018

السنوات	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير %	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير %
2007	1.946,35	-	11.038,66	-
2008	924,53	-52,50	4.802,99	-56,49
2009	1.195,51	29,31	6.121,76	27,46
2010	1.325,39	10,86	6.620,75	8,15
2011	1.270,84	-4,12	6.417,73	-3,07
2012	1.400,34	10,19	6.801,22	5,98
2013	1.752,86	25,17	8.535,60	25,50
2014	1.812,89	3,42	8.333,30	-2,37
2015	1.579,06	-12,90	6.911,76	-17,06
2016	1.681,95	6,52	7.210,43	4,32
2017	1.689,60	0,45	7.226,32	0,22
2018	1.858,95	10,02	7.826,73	8,31

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير السنوي الاحصائي للسوق المالية السعودية، سنة 2018، ص 17 من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن سنة 2008 شهدت انخفاض في القيمة السوقية 924.53 مليون ريال بعدما كانت 1.946.35 مليار ريال سنة 2007 أي بنسبة انخفاض 52,50% وكذا بالنسبة للمؤشر العام للسوق حدث انخفاض فيه 4.802.99 نقطة بعدما كان 11.038.66 نقطة سنة 2007 أي بنسبة انخفاض قدرها 56,49% وهذا نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية، ليحدث تحسن في السنتين الموالتين، ليطرأ فيما بعد انخفاض في سنة 2011 في القيمة السوقية بقيمة 4,12% وبقيمة 3,07% بالنسبة للمؤشر العام وهذا بسبب تداعيات أزمة الديون السيادية، كما شهدت سنة 2014 ارتفاع طفيف من حيث القيمة السوقية قدر بنسبة 3,42% وانخفاض في المؤشر العام للسوق بـ 2,37% وهذا بسبب انخفاض أسعار النفط خلال الربع الرابع من 2014 واستمر ذلك حتى سنة 2015 ليسترجع السوق عافيته خلال السنوات الموالية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

ثالثاً- أداء القطاعات: سنركز على أداء القطاعات من حيث قيمة الأسهم المتداولة

من خلال الجدول أدناه نلاحظ أن اغلب القطاعات خلال سنة 2008 شهدت انخفاض في قيمتها السوقية ماعدا قطاع البنوك و الاتصالات بحيث بلغت قيمتهما 208.978 مليار ريال و 154.128 مليار ريال على التوالي مقابل 112.946 مليار ريال و 38.090 خلال سنة 2007 ثم توالى الانخفاضات في القطاعات للسنوات الموالية، ومن الملاحظ أيضا أن خلال فترة الدراسة من أكثر القطاعات نشاطا من حيث القيمة السوقية هي قطاع المواد الأساسية، قطاع البنوك، قطاع إدارة وتطوير العقارات، التأمين وقطاع الاتصالات.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية
ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-3): قيمة الأسهم المتداولة لأهم القطاعات في سوق السعودية من 2007-2018
الوحدة: ريال سعودي

القطاعات السنوات	الطاقة	المواد الأساسية	البنوك	التأمين	الاتصالات	الاستثمار والتمويل	ادارة وتطوير العقارات	النقل	الرعاية الصحية
2007	29.548.005.806,50	934.660.880262,00	112.946.571.976,50	194.855.936.960,75	38.090.458.445,25	/	831.655.630.686,25	/	/
2008	28.522.150.615,05	637.694.565.305,20	208.978.784.822,90	153.056.766.322,50	154.128.370.502,90	65.099.670.354,55	163.733.664.442,80	74.343.426.639,10	55.000.926.470,85
2009	8.219.914.948,05	299.898.802.918,75	149.422.722.595,27	201.110.914.360,25	74.876.259.347,20	56.558.743.210,45	66.086.081.711,30	30.307.659.273,40	55.273.906.479,40
2010	13.850.149.141,75	287.300.619.217,55	98.732.062.591,60	90.345.447.760,05	35.168.889.983,10	27.649.345.355,55	32.110.641.980,90	8.401.829.117,70	17.796.377.933,35
2011	13.373.928.009,55	329.392.398.600,75	73.554.313.181,80	197.466.709.935,15	54.578.225.249,95	54.166.397.137,45	47.060.181.347,65	19.433.454.285,40	29.257.990.182,25
2012	18.210.370.059,80	311.181.387.179,10	163.040.067.029,10	451.043.616.185,60	194.686.018.086,05	86.825.679.870,75	211.562.393.512,35	45.582.616.666,25	48.702.466.592,75
2013	9.607.583.895,40	196.355.844.692,05	132.758.178.038,74	266.838.366.919,45	90.017.089.898,65	33.736.840.613,30	14.941.052.585,65	33.555.031.057,60	98.379.057.541,30
2014	16.336.632.611,05	332.611.730.289,75	279.706.556.101,40	319.073.450.280,20	148.431.295.894,70	63.044.668.272,65	198.436.591.876,95	48.277.410.830,55	129.827.694.225,15
2015	14.026.145.734,05	270.394.184802,90	295.376.269.440,37	210.552.740.035,35	87.532.919.796,90	33.613.812.614,95	187.633.816.305,25	72.282.882.388,15	76.451.861.512,25
2016	11.564.927.319,30	213.839.138.474,50	219.354.500.164,06	159.194.914.414,85	31.761.311.705,65	16.304.542.307,00	109.037.875.387,50	42.789.400.448,40	64.244.338.040,30
2017	19.041.112.480,84	192.661.299.664,20	194.864.829.094,93	99.034.951.698,30	19.146.928.615,51	7.281.298.490,24	89.162.741.137,68	16.483.164.418,88	11.784.890.366,75
2018	27.037.071.516,64	273.484.196.263,04	221.665.662.459,65	62.862.387.740,40	26.117.995.806,70	4.442.748.769,37	98.921.003.889,80	10.504.728.222,06	13.920.424.326,81

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية الاحصائية للسوق المالية السعودية من 2007-2018

رابعا- أداء الشركات الأكثر نشاطا: يمكن اظهار أداء الشركات الأكثر نشاطا في سوق السعودية من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية
ومصر من 2007-2018

الجدول رقم(4-4): قيمة الأسهم المتداولة للشركات أكثر نشاطا في سوق السعودية من 2007-2018

مكة للإنشاء والتعمير MAKA		نماء للكيماويات NAMA		الاتصالات السعودية STC		الراجحي ARB		سابك sabic		الشركات السنوات
ن.ش إلى القطاع %	قيمة الأسهم(ريال)	ن.ش إلى القطاع %	قيمة الأسهم(ريال)	ن.ش إلى القطاع %	قيمة الأسهم(ريال)	ن.ش إلى القطاع %	قيمة الأسهم(ريال)	ن.ش إلى القطاع %	قيمة الأسهم(ريال)	
3,98	33.091.963.473,25	3,86	36.086.498.235,75	75,01	28.569.865.457,00	48,13	54.364.081.509,50	8,39	78.400.379.411,75	2007
9,83	16.093.955.726,20	2,89	18.454.633.704,05	17,28	26.633.836.076,85	23,10	48.270.447.728,40	27,38	174.658.908.904,75	2008
3,66	2.417.768.584,10	3,76	11.283.162.490,10	12,69	9.501.315.695,15	20,42	30.516.456.550,80	47,73	143.155.694.268,70	2009
3,83	1.229.736.293,70	1,83	5.260.994.502,10	26,12	9.188.537.829,50	24,21	23.901.529.906,25	34,19	98.231.526.443,75	2010
1,89	889.033.032,30	2,60	8.574.596.561,55	14,66	7.998.652.742,60	28,95	21.292.736.270,25	46,44	152.984.177.274,50	2011
0,5	1.058.956.867,70	15,62	48.607.376.516,05	5,31	10.343.837.762,30	16,07	26.197.184.026,50	39,20	121.972.404.159,75	2012
25,81	3.855.932.633,90	5,21	10.220.434.073,80	14,78	13.307.524.429,95	25,05	33.255.490.451,50	52,35	102.796.530.663,00	2013
2,44	4.854.635.921,25	5,48	18.259.098.866,05	13,01	19.308.411.335,25	22,32	62.449.545.252,55	35,80	119.075.359.393,00	2014
1,83	3.441.595.209,75	2,01	5.436.764.374,95	15,19	13.297.665.481,75	15,93	47.052.741.712,00	50,03	135.302.362.653,00	2015
1,64	1.268.653.509,00	1,21	2.600.523.851,55	32,62	10.361.833.069,25	14,08	30.904.307.784,95	60,85	130.124.550.253,00	2016
1,34	1.465.940.242,30	0,08	150.792.902,18	1,36	262.097.959,90	24,96	48.632.740,009	46,54	89.673.712.849	2017
2,65	2.024.317.379,70	1,36	3.720.435.203,56	24,77	6.469.920.314,20	26,80	59.416.331.433,80	47,66	130.369.876.119,80	2018

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد التقارير السنوية الاحصائية للسوق المالية السعودية من 2007-2018

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

تعتبر الشركات الخمسة المذكور أعلاه في الجدول من أكثر الشركات نشاطا من حيث القيمة السوقية، بحيث تنتمي كل من سابك ونماء للكيماويات إلى قطاع المواد الأساسية أما الراجحي ينتمي إلى قطاع البنوك في حين أن الاتصالات السعودية تنتمي إلى قطاع الاتصالات أما مكة للإنشاء والتعمير تنتمي إلى قطاع ادارة وتطوير العقارات . وبالمقارنة بين الشركات خلال سنوات الدراسة نجد أن سابك تحتل المرتبة الأولى من حيث نسبتها من القطاع بحيث سجلت أعلى نسبة من قطاعها سنة 2016 بـ 60,85% وكانت قيمة أسهمها 130.124 مليار ريال وأدنى قيمة لها كانت سنة 2007 بنسبة 8,39% وبلغت قيمة أسهمها 78.40 مليار ريال ، يليها الراجحي بحيث سجل أعلى نسبة من قطاعه سنة 2007 بنسبة 48,13% وكانت قيمة أسهمه 54.364 مليار ريال وأدنى قيمة له سنة 2016 بـ 14,08% وكانت قيمة أسهمه 30.904 مليار ريال، تليها شركة الاتصالات فقد كانت نسبها متفاوتة بحيث سجلت أعلى نسبة لها سنة 2007 بـ 75,01% وكانت قيمة أسهمها 28.569 مليار ريال وأدنى قيمة لها سنة 2007 بـ 1,36% وكانت قيمة أسهمها 262.097 مليون ريال، لتأتي كل من شركة نماء للكيماويات وشركة ادارة وتطوير العقارات بحيث سجلت شركة نماء أعلى نسبة لها من القطاع سنة 2012 بـ 15,62% وقيمة أسهمها 48.607 مليار ريال وشركة ادارة وتطوير العقارات أعلى نسبة لها من قطاعها سنة 2013 بـ 25,81% وبلغت قيمة أسهمها 3.855 مليار ريال .

المطلب الثاني: السوق المالي المصري

تعتبر السوق المالية المصرية من أقدم الأسواق في العالم في منطقة الشرق الأوسط مرت بعدم مراحل حتى وصلت إلى ما عليه الآن، ارتقت إلى درجة الأسواق الناشئة بإدراجها ضمن مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة بعد استيفائها معايير وشروط الانضمام . لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على نشأة هذا السوق إضافة إلى أهم الشركات نشاطا فيه.

الفرع الأول: نشأة السوق المالي المصري

يعد السوق المالي المصري من أقدم البورصات العربية فهو يضم كل من بورصة القاهرة والاسكندرية ويدار كلاهما من نفس المدراء ويشاركان في نفس المعاملات ويشكل كل منهما حاليا البورصة المصرية .
مرت السوق بعدة محطات يمكن ابرازها فيمايلي¹:

- سنة 1883: انشاء بورصة الاسكندرية؛

¹ - البورصة المصرية على الموقع التالي: www.egx.com.eg/ar/Egx-milestones.aspx?year=2019 تاريخ الاطلاع

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

- سنة 1903: انشاء بورصة القاهرة؛
- سنة 1909: تم اصدار أول لائحة عمومية للبورصات ؛
- سنة 1947: بدأ العمل باول سوق خارج المقصورة في مصر ؛
- سنة 1953: اصدار أول قانون لتنظيم تعاملات البورصة بعد ثورة 1952؛
- سنة 1957: اصدار اللائحة العامة للبورصة ؛
- سنة 1961: تم اغلاق البورصة لمدة شهرين بعد صدور قوانين التأمين؛
- سنة 1977: تم صدور قرار وزاري يقضي تقييد الشركات المساهمة في البورصة ؛
- سنة 1980: إنشاء الهيئة العامة لسوق المال ؛
- سنة 1994: تم التحول للنظام الالكتروني في التداول بدلا من النظام اليدوي، كما تم اصدار قرار انشاء شركة مصر للمقاصة؛
- سنة 1996: تم بدء تطبيق برنامج الخصخصة من خلال البورصة، وكذا توحيد التداول بين بورصتي القاهرة والاسكندرية؛
- سنة 1997: انضمام السوق إلى مؤشر هيئة التمويل الدولية IFC للأسواق الناشئة، كما تم تعيين مجلس لإدارة البورصة مهمته تطوير البورصة لتصبح مركز مالي مهم في الشرق الأوسط، واصدار قرار جمهوري خاص بالأحكام المنظمة لإدارة بورصتي القاهرة والاسكندرية؛
- سنة 1998: اطلاق أول موقع الكتروني للسوق؛
- سنة 2000: انشاء صندوق ضمان التسويات لتوفير تسوية العمليات للشركات النشطة في السوق المالي المصري؛
- سنة 2001: تطبيق نظام الاوامر الآلي الجديد للتداول، كما انضمت السوق إلى مؤشر مورجان ستانلي الدولي للأوراق المالية MSCI؛
- سنة 2002: بدء تطبيق النظام الجديد للحدود السعرية والذي ألغى نسبة 5% على الأسعار اليومية لأسهم الشركات الأكثر نشاطا، كما تم تقسيم سوق خارج المقصورة إلى قسمين هما سوق الأوامر وسوق نقل الملكية؛
- سنة 2003: بدأت البورصة في استخدام الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية ISIN، كما تم اصدار مؤشر CASE30 للسعر(وهو مؤشر مرجح لرأس المال السوقي المعدل بالأسهم حرة التداول)؛

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

- سنة 2004: توقيع اتفاقيات بين البورصة وبورصات أخرى (الخرطوم، مسقط، البحرين وأبو ظبي)، كما تم انتخاب البورصة المصرية كنائب لرئيس اتحاد البورصات الافريقية؛
- سنة 2005: اتمام نظام الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة، اصدار أول أداة مالية جديدة مشتق من مؤشر البورصة لأنشط ثلاثين شركة وتم قيدها في عدد من البورصات الأوروبية، انضمام البورصة إلى الاتحاد العالمي للبورصات WFE؛
- سنة 2006: توقيع مبدئي لتأسيس شركة جديدة لتكنولوجيا المعلومات الخاصة بأسواق المال بين البورصة المصرية وشركة OMX السويدية؛
- سنة 2007: اصدار معايير جديدة لتصنيف القطاعات وتدشين اول مؤشرات قطاعية، كما تم ترشيح البورصة المصرية رئيسا لاتحاد البورصات الافريقية للمرة الثانية على التوالي؛
- سنة 2008: اعادة تسمية بورصتي القاهرة والاسكندرية إلى البورصة المصرية، كما تقوم البورصة بإطلاق أول انظمة التداول في العالم X-STREAM؛
- سنة 2009: تدشين كل من مؤشر EGX100 . EGX70 وتغيير اسم مؤشر CASE30 ليصبح EGX30 وبدء حسابه بالدولار؛
- سنة 2010: مؤسسة فان ايك العالمية تطلق أول صندوق للمؤشرات على السوق المصري ببورصة نيويورك؛
- سنة 2011: استئناف التداول في البورصة بعد ثورة 2011؛
- سنة 2014: تطبيق التعامل بآليات الصفقات ذات الحجم الكبير على الأوراق المالية المقيدة بعد إقرارها من الهيئة، والغاء الاجراءات الاحترازية بعد ثورة جانفي 2011؛
- سنة 2015: بدء تداول صناديق مؤشرات في السوق، وتم اطلاق نظام الافصاح الالكتروني ؛
- سنة 2017: وضع القواعد التنفيذية لتداول الأسهم غير المقيدة بالبورصة، كما تم اجراء تعديلات على قواعد اصدار وتحويل شهادات الايداع الدولية؛
- سنة 2018: السماح للشركات المقيدة بتجزئة الأسهم أكثر من مرة خلال العام، كما تم التعاقد مع مؤسسة التمويل الدولية حول طريقة القيد والطرح بالبورصة ومتطلبات الافصاح.

الفرع الثاني: أداء السوق المالي المصري

سيتم دراسة أدائها من حيث حجم التداول، المؤشر العام للسوق، أداء أهم القطاعات في السوق وكذلك أداء أهم الشركات النشطة .

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

أولاً- حجم التداول: يبين الجدول التالي حجم التداول في السوق المصري من حيث قيمة وكمية التداول.

الجدول رقم (4-5): حجم التداول في السوق المالي المصري من 2007-2018

السنوات	قيمة التداول(مليار جنيهه)	نسبة التغير%	كمية التداول(مليار ورقة مالية)	نسبة التغير%
2007	363	-	15,1	-
2008	529,6	45,90	25,5	68,87
2009	448,2	15,37-	36,3	42,35
2010	321	28,38-	33	9,09-
2011	148	53,89-	18,5	43,94-
2012	185	25	34	83,78
2013	162	12,43-	29	14,71-
2014	291	79,63	57	96,55
2015	248	14,77-	45	21,05-
2016	285	14,92	69	53,33
2017	332,2	16,56	78	13,04
2018	358,5	7,92	60,8	22,05-

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على احصائيات البورصة المصرية التقارير السنوية من 2007-2018.

من خلال الجدول نلاحظ أن السنوات الاولى شهدت ارتفاع في قيمة وكمية التداول، لكن حدث انخفاض كبير في سنة 2011 بحيث سجلت قيمة التداول 148 مليار جنيه بعدما كانت 321 مليار جنيه في 2010 أي بنسبة انخفاض قدرت بـ 53,89%، وكذلك وصلت كمية التداول إلى أدنى مستوياتها بلغت 18.5 مليار ورقة مقارنة مع سنة 2010 التي كانت 33 مليار ورقة مالية أي بنسبة انخفاض 43,94% ويرجع سبب الانخفاض إلى الأوضاع السياسية السائدة آنذاك في مصر واندلاع الثورة في 25 جانفي وتم إيقاف التداول في البورصة في 28 جانفي ل يتم استئنائه فيما بعد في 23 مارس وكان لذلك أثر سلبي على حجم التداول في البورصة ثم بعد ذلك شهد استقرار خلال السنوات الموالية واستمر بنفس الوتيرة لكن مع حدوث انخفاضات طفيفة أحيانا في قيمة وكمية التداول.

ثانيا: المؤشر العام للسوق:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-6): رأس المال السوقي للأسهم المقيدة والمؤشر العام للسوق من 2007-
2018

السنوات	رأس المال السوقي (مليار جنيه)	نسبة التغير %	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير %
2007	768	-	10.549,74	-
2008	474	-38,28	4.596,49	-56,43
2009	500	5,49	6.209	35,08
2010	488	2,4	7.142	15,03
2011	294	-39,75	3.622	-49,28
2012	376	27,89	5.462	51
2013	427	13,56	6.782,84	24,18
2014	500	17,10	8.926,58	32
2015	430	-14	7.006,01	22
2016	602	40	12.334,89	76,06
2017	825	37,04	15.019,14	22
2018	-	-	13000	-13,12

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على احصائيات البورصة المصرية، التقارير السنوية من 2007-
2018

نلاحظ من خلال الجدول أن رأس المال السوقي انخفض سنة 2008 إلى 474 مليار جنيه بعدما كان 768 مليار جنيه سنة 2007 أي بنسبة انخفاض بلغت 38,28% كما شهد المؤشر انخفاض في قيمته بحيث بلغ 4.596.4,49 نقطة سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 كانت 10.549,74 نقطة أي بنسبة انخفاض قدرت بـ 56,43% وهذا بسبب الازمة المالية العالمية وانفتاح السوق المالي على الأسواق العالمية، ثم شهد السوق انتعاشا خلال السنتين الموالتين في رأس ماله وفي المؤشر، ليشهد مرة أخرى انخفاض سنة 2011 في رأس ماله بنسبة 39,75% وفي المؤشر العام بـ 49,28% ويرجع ذلك إلى الأوضاع التي كانت سائدة في مصر إضافة إلى أزمة الديون السيادية وتدابيرها، فيما بعد شهد المؤشر انتعاشا بحيث سجل المؤشر أعلى مستويات في تاريخه سنة 2016 بنسبة تغير قدرت بـ 76,06% وهذا راجع إلى قرارات الإصلاح الاقتصادي والتي اتخذتها الحكومة والتي من أهمها تحرير سعر الصرف والتي كان لها تأثير كبير على استعادة المستثمرين الأجانب.

ثالثا- أداء القطاعات: سنركز على أداء مؤشرات أهم القطاعات

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية
ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-7): مؤشرات أهم القطاعات في السوق المالي المصري من 2007-2018
الوحدة: %

القطاعات السنوات	قطاع السياحة والترفيه	خدمات مالية ماعدا البنوك	البنوك	كيماويات	موارد أساسية	رعاية صحية وأدوية	العقارات	التشييد ومواد البناء	الاتصالات
2007	90	44	59	11	17,5	19	113	86	18
2008	70,52-	63,59-	46,87-	30,65-	54,48-	19,23-	69,41-	54,57-	60,81-
2009	3	37	48	3-	39	31	67	71	5
2010	2,30-	11,88	76,47	18,76	6,69	16,74	20,94	8,76	15,90-
2011	66-	56-	59-	25-	76-	16-	67-	30-	35-
2012	23	31	82	7	146	13	78	24	70
2013	14	11-	33	26	45	7	26	16	21
2014	2-	44	48	9-	10-	74	61	25	3-
2015	39-	39-	2-	28-	37-	10-	23-	40-	47-
2016	19	76	73	52	88	30	41	9-	138
2017	79	9	11	84	43	77	17	31	3
2018	26	3,6	5,1-	13,5-	13,6-	14,8-	21,4-	35,7-	38,8-

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على احصائيات البورصة المصرية، التقارير السنوية من 2007-2018

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان سنة 2008 شهدت انخفاض في مؤشرات القطاعات لكن بنسب متفاوتة وذلك بسبب الأزمة المالية ثم حدث استقرار في السنتين الموالتين، ليشهد السوق مرة اخرى انخفاضات سنة 2011 بسبب الأوضاع السياسية والركود الذي شهدته البورصة المصرية والتي انعكست بالسلب على مؤشرات قطاعها، كما شهدت سنة 2014 و 2015 انخفاضات بسبب انخفاض أسعار النفط خلال الربع الرابع من 2014 ليشهد انتعاشا كبيرا خلال سنة 2016 ثم استقرار خلال السنوات المتبقية.

رابعا- أداء الشركات الأكثر نشاطا:

الجدول رقم(4-8): حجم التداول للشركات أكثر نشاطا في سوق مصر الوحدة: جنيه مصري

الشركات السنوات	البنك التجاري الدولي COMI	حديد عز ESRS	المصرية للمنتجات السياحية EGTS	مصر الجديدة للإسكان والتعمير HELI	جلوبال تيلكوم القابضة GTHE
2007	53.566.798,00	24.387.786,08	19.548.295,83	107.280.402,75	77.194.594,00
2008	80.732.119,25	37.740.121,66	124.369.090,75	74.589.710,08	122.234.381,08
2009	74.032.576,17	62.607.078,92	140.693.528,00	83.561.046,67	264.816.10,92
2010	57.374.058,25	22.683.226,67	253.434.817,75	46.164.006,42	451.848.593,25
2011	76.581.907,91	24.934.204,73	90.696.064,00	15.359.226,55	128.044.743,30
2012	55.786.526,58	33.979.652,00	89.629.896,58	26.148.657,50	154.873.475,42
2013	42.750.179,00	23.848.439,92	53.116.523,25	20.116.241,00	79.035.480,75
2014	39.617.786,92	18.529.752,92	291.556.712,33	88.875.527,25	109.655.101,58
2015	44.054.241,17	19.844.790,00	154.881.610,25	47.436.626,00	114.133.242,33
2016	49.362.910,17	60.749.629,41	157.736.655,25	51.049.729,50	284.038.508,67
2017	26.612.017,17	29.347.380,58	296.573.632,83	54.369.953,50	161.446.828,25
2018	26.320.339,50	16.569.548,33	3.355.100.573,00	44.054.628,75	298.434.871,67

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على احصائيات البورصة المصرية، التقارير السنوية من

2018-2007

تعد الشركات الخمسة المذكورة في الجدول اعلاه من أكثر الشركات نشاطا من حيث حجم التداول، بحيث ينتمي البنك التجاري الدولي إلى قطاع الشؤون المالية (البنوك الاقليمية) أما حديد عز فينتمي إلى قطاع الموارد الأساسية، أما المصرية للمنتجات السياحية ومصر الجديدة للإسكان والتعمير فتتمنى إلى قطاع رأس

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

المال (خدمات الانشاء والتشييد) في حين أن جلوبال تيلكوم القابضة تنتمي إلى قطاع الاتصالات. وبالمقارنة بين الشركات خلال سنوات الدراسة نجد أن المصرية للمنتجات السياحية تحتل المرتبة الأولى من حيث حجم التداول بحيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2018 بـ 3.355 مليار جنيه و أدنى قيمة لها سنة 2007 بـ 19.548 مليون جنيه، تليها شركة جلوبال تيلكوم القابضة بحيث سجلت أعلى قيمة من حيث حجم التداول سنة 2018 بـ 298.434 مليون جنيه وأدنى قيمة لها سنة 2013 بـ 79.035 مليون جنيه، ثم مصر الجديدة للإسكان والتعمير بحيث سجلت أعلى قيمة للتداول سنة 2007 بـ 107.280 مليون جنيه و أقل قيمة بلغت 15.359 مليون جنيه يليها كل من البنك التجاري الدولي وحديد عز بحيث بلغت أعلى نسبة لهما 80.732 مليون جنيه و 60.749 مليون جنيه على التوالي وأدنى حجم تداول قدره 26.326 مليون جنيه و 16.569 مليون جنيه على الترتيب.

المطلب الثالث: دراسة الارتباط بين الأسواق المالية عينية الدراسة

سيتم تناول في هذا المطلب عينة من الأسواق المالية الأجنبية الداخلة في تشكيل المحافظ الاستثمارية فيما بعد، ثم نقوم بدراسة درجة الارتباط بين هذه الأسواق بغرض معرفة مدى تأثير هذه الأسواق بالأزمات المالية.

الفرع الأول: عينة الأسواق المالية الأجنبية المختارة

تم التركيز على السوق المالي لكل من الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، ماليزيا والامارات العربية المتحدة وهذا لجعل المحافظ الاستثمارية الدولية المشكلة متنوعة تنوعا جغرافيا، كما أن أسهم الشركات التي تم اختيارها من هذه الأسواق كانت متنوعة تنوعا قطاعيا وتعتبر من أكثر الشركات نشاطا.
الجدول الموالي يوضح أهم أسهم الشركات المختارة

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-9): عينة أسهم الشركات النشطة في الاسواق المالية الأجنبية قيد الدراسة

القطاع	الرمز	أسهم الشركات	الاسواق المالية الأجنبية
التكنولوجيا	AAPL	آبل	الولايات المتحدة الامريكية
خدمات الكمبيوتر	IBM	أي بي أم	
الفضاء والدفاع	BA	بوينج	
المطاعم	MCD	ماكدونالدز	
تأمين الحوادث	UNH	مجموعة يونايتد هيلث انك	
التكنولوجيا	SAPG	آس بي جي	ألمانيا
الشؤون المالية (التأمين على الحوادث)	ALVG	الياتراس أي	
سلع رأس المال	SIE	سيمنس أي جي	
الشؤون المالية (البنوك الاقليمية)	COF	كابيتالون فاينانشال	
الرعاية الصحية	BAY	بايريه جي	
بنوك المراكز المالية	PUBM	بنك ماليزيا العام	ماليزيا
خدمات الكهرباء	TENA	تينجا الوطنية	
الشؤون المالية (البنوك الاقليمية)	CIMB	مجموعة سيمب القابضة	
الخدمات (الفنادق والمنازل)	GENM	جتينغ ماليزيا للفنادق والمنازل	
النقل	MAHB	مطار ماليزيا	
الشؤون المالية (البنوك الاقليمية)	FAB	بنك أبو ظبي الأول	الامارات العربية المتحدة
خدمات الاتصالات	ETISA	الامارات للاتصالات	
الشؤون المالية	DISB	بنك دبي الاسلامي	
الشؤون المالية	ADCB	بنك أبو ظبي التجاري	
خدمات الفنادق والمنازل	ADNH	أبو ظبي الوطنية للفنادق	

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع WWW.Sa.investing.com

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط بين الأسواق المالية قيد الدراسة

بغرض معرفة مدى ترابط الأسواق المالية مع بعضها البعض ودرجة انفتاحها وتأثرها بالأزمات المالية تم دراسة درجة الارتباط على مرحلتين المرحلة الأولى من 2007-2011، المرحلة الثانية من 2012-2018.

أولاً- مصفوفة الارتباط بين الأسواق المالية قيد الدراسة أثناء الأزمات المالية: الجدول التالي يلخص ذلك

الجدول رقم(4-10): مصفوفة الارتباط بين الاسواق المالية قيد الدراسة من حيث مؤشر السوق من 2007-2011

	وم أ	ألمانيا	السعودية	الامارات	مصر	ماليزيا
وم أ	1					
ألمانيا	0,89162332	1				
السعودية	0,89433481	0,95105913	1			
الامارات	0,77365575	0,8686942	0,96883014	1		
مصر	0,73929138	0,95902902	0,91631095	0,88009176	1	
ماليزيا	0,93354831	0,9718346	0,9591923	0,86473491	0,91196709	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

من خلال الجدول تبين أنه أثناء الفترة من 2007-2011 كانت درجة الارتباط كبيرة بين الأسواق محل الدراسة، حيث تراوحت معامل الارتباط بين 0.73 (بين مصر والولايات المتحدة الأمريكية) و 0.96 (بين السعودية والامارات العربية المتحدة) بسبب انفتاح وترابط الأسواق مع بعضها البعض مما أدى إلى شمولية الأزمات (أزمة الرهن العقاري 2008، وأزمة الديون السيادية 2011) وانتقالها إلى باقي الأسواق الأخرى، وهذا ما أثر بشكل كبير على أداء المؤشرات المالية لتلك الأسواق أثناء هذه الفترة.

ثانياً- مصفوفة الارتباط بين الأسواق المالية قيد الدراسة بعد الأزمات المالية: الجدول التالي يلخص ذلك

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-11): مصفوفة الارتباط بين الاسواق المالية قيد الدراسة من حيث مؤشر السوق من
2012-2018

	وم أ	ألمانيا	السعودية	الإمارات	مصر	ماليزيا
وم أ	1					
ألمانيا	0,49042439	1				
السعودية	0,54565767	-0,2904767	1			
الإمارات	0,65621275	0,23571134	0,78658057	1		
مصر	0,52307181	0,31910565	0,32028987	0,28538817	1	
ماليزيا	0,90981302	0,32583822	0,55473613	0,66520739	0,14263353	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أعلاه أنه خلال الفترة 2012-2018 نجد أن درجة الارتباط انخفضت مقارنة بالفترة السابقة (2007-2011)، بحيث سجل ارتباط سلبي بين السعودية وألمانيا - 0.29 بعدما كان 0.95 كما تراوح معامل الارتباط بين 0.14 (بين مصر وماليزيا) و 0.78 (بين السعودية والإمارات). وعلى العموم بمقارنة درجات الارتباط بين الفترتين نجد أن معامل الارتباط انخفض وهذا ما يجعل دراستنا تعطي نتائج أفضل لأن كلما كان معامل الارتباط بين الأسواق محل الدراسة ضعيف كلما كان أحسن وينعكس على تشكيل المحافظ الاستثمارية بالإيجاب.

المبحث الثاني : أثر التنويع على مخاطر المحافظ الاستثمارية المشكّلة في سوق السعودية ومصر

بغرض تكوين محافظ استثمارية سواء كانت محلية أو دولية تم الاعتماد على خطوات تشكيل المحافظ والمتمثلة في حساب المردودية بالاعتماد على الأسعار التاريخية الشهرية لكل سهم من الشركات سابقة الذكر من جانفي 2007 إلى غاية ديسمبر 2018 كما تم تغطية المعطيات الناقصة بطريقة المتوسط، ثم إيجاد معدل المردودية لكل سهم، حساب معامل الارتباط بين كل زوجين من الأسهم، استخراج مصفوفة التباين والتغاير بالنسبة لكل الأسهم محل الدراسة، وفي الأخير تم تحديد الأوزان النسبية بطريقة البرمجة التربيعية في برنامج إكسل ليتم حساب عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية. كما تم الأخذ بعين الاعتبار في المحافظ الدولية التحوط من خطر الصرف وعدم التحوط .

المطلب الأول: تشكيل محافظ استثمارية محلية في سوق السعودية ومصر باستخدام البرمجة التربيعية
نتناول في هذا المطلب تشكيل المحافظ المحلية في كل من السوقين بالاعتماد على بيانات أسهم الشركات المحلية لكل سوق على حدى.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الفرع الأول: تشكيل محفظة استثمارية محلية في سوق السعودية

سيتم تكوين محفظة من أصلين إلى غاية وجود خمسة أصول لمعرفة مدى تأثير التنوع على مخاطر المحفظة .

أولاً- تكوين محفظة استثمارية مكونة من أصلين

1- معدلات العائد والانحراف المعياري للأصلين: يلخص الجدول التالي ذلك

الجدول رقم(4-12): معدلات العائد و مخاطر الأصلين

	Sabir	ARB
معدل العائد لكل الأصل	0,00675968	0,00607778
الانحراف المعياري	0,09541275	0,09304073
معامل الاختلاف	14,1149899	15,3083495

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

2- معامل الارتباط بين الأصلين: هذا ما يظهر من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(4-13): مصفوفة الارتباط بين الأصلين

	Sabir	ARB
Sabir	1	
ARB	0,632334	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

3- مصفوفة التباين والتغاير بين الأصلين: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-14): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصلين

	Sabir	ARB
Sabir	0,00904	0,005574
ARB	0,005574	0,008596

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصلين بالاعتماد على

البرمجة التريعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-15): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من اصلين في السعودية

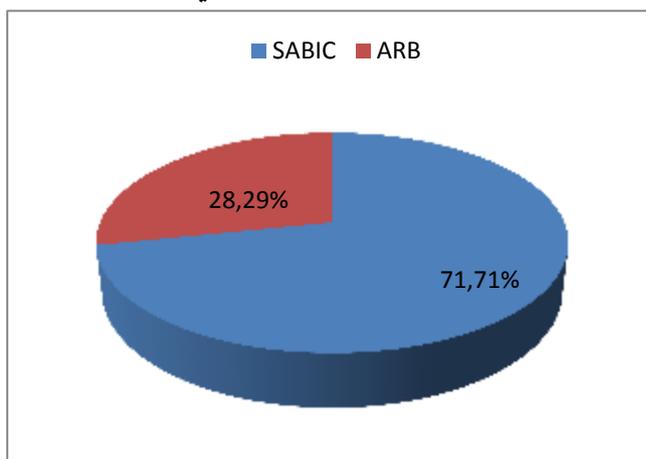
Sabic	71,71%
ARB	28,29%
المجموع	100,00%
متوسط عائد المحفظة	0,006567
الانحراف المعياري	0,093
معامل الاختلاف	14,16222

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02 وبرنامج EXCEL

من خلال الجدول نلاحظ أن النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة متفاوتة بحيث أن سهم sabic يستثمر فيه 71.71% أما سهم ARB فقد تم الاستثمار فيه بنسبة 28.29%، وهذا راجع إلى أن درجة المخاطرة والمقاسة بمعامل الاختلاف للسهم sabic كانت أقل مقارنة مع نظيره لهذا حاز على النسبة الأكبر، وقد حققت هذه المحفظة المكونة من سهمين على عائد قدر بـ 0.65% ودرجة مخاطرة مقاسة بالانحراف المعياري 9.30%.

ويمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة بيانيا كما يلي

الشكل رقم (4-1): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من أصلين



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-15)

ثانيا- تكوين محفظة استثمارية مكونة من ثلاثة أصول

1- معدلات العائد والانحراف المعياري لثلاثة أصول: يلخص الجدول التالي ذلك

الجدول رقم (4-16): معدلات العائد والمخاطر لثلاثة أصول

	Sabic	ARB	MAK
معدل عائد الأصل	0,00675968	0,00607778	0,00950171
الانحراف المعياري	0,09541275	0,09304073	0,08441508
معامل الاختلاف	14,1149899	15,3083495	8,88419817

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

2- معامل الارتباط بين ثلاثة أصول: هذا ما يظهر من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-17): مصفوفة الارتباط بين الأصول الثلاثة

	<i>Sabic</i>	<i>ARB</i>	<i>MAK</i>
Sabic	1		
ARB	0,632334	1	
MAK	0,451142	0,387337	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

3- مصفوفة التباين والتغاير بين ثلاثة أصول: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-18): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الثلاثة

	sabic	ARB	MAK
Sabic	0,00904	0,005574	0,003608
ARB	0,005574	0,008596	0,003021
MAK	0,003608	0,003021	0,007076

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول بالاعتماد على

البرمجة التريبيعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

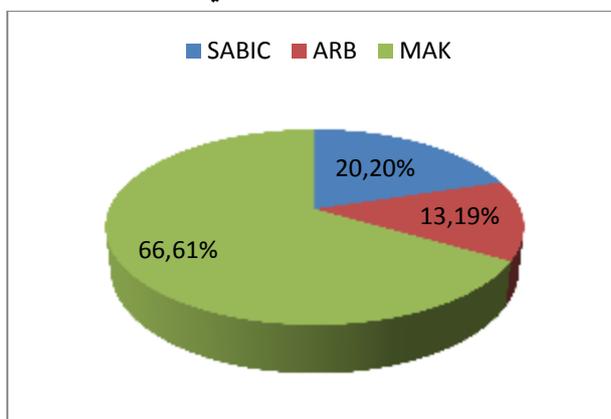
الجدول رقم(4-19): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من ثلاثة أصول في السعودية

Sabic	20,20%
ARB	13,19%
MAK	66,61%
المجموع	100,00%
عائد المحفظة	0,008506
الانحراف المعياري	0,0844
معامل الاختلاف	9,922275

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02 وبالاعتماد على برنامج EXCEL
يوضح الجدول أعلاه أن النسبة المستثمرة الأكبر كانت موجهة إلى سهم MAK بنسبة 66.61%
ثم Sabic بنسبة 20.20% وفي الأخير سهم ARB بنسبة 13.19% وهذا راجع إلى أن معامل الاختلاف
في سهم MAK كان أقل مقارنة بالسهمين الآخرين، وقد حققت هذه المحفظة المكونة من ثلاث أصول
عائد قدره 0.85% ودرجة مخاطرة 8.44%.

يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة بيانيا كمايلي

الشكل رقم (4-2): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من ثلاثة أصول



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم(4-19)

ثالثاً- تكوين محفظة استثمارية مكونة من أربعة أصول

1- معدلات العائد والانحراف المعياري لأربعة أصول: يلخص الجدول التالي ذلك

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم(4-20): معدلات العائد و مخاطر الأصول الأربعة

	sabic	ARB	MAK	NAMA
معدل عائد الاصل	0,00675968	0,00607778	0,00950171	0,02712712
الانحراف المعياري	0,09541275	0,09304073	0,08441508	0,3630783
معامل الاختلاف	14,1149899	15,3083495	8,88419817	13,3843287

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

2- معامل الارتباط بين الأصول الأربعة: يمكن إظهار ذلك من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(4-21): مصفوفة الارتباط بين الأصول الأربعة

	sabic	ARB	MAK	NAMA
sabic	1			
ARB	0,632334	1		
MAK	0,451142	0,387337	1	
NAMA	0,204545	0,085761	0,239002	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

3- مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الأربعة: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-22): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الأربعة

	sabic	ARB	MAK	NAMA
sabic	0,00904	0,005574	0,003608	0,007036
ARB	0,005574	0,008596	0,003021	0,002877
MAK	0,003608	0,003021	0,007076	0,007274
NAMA	0,007036	0,002877	0,007274	0,130904

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول بالاعتماد على

البرمجة التربيعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-23): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من أربعة أصول في السعودية

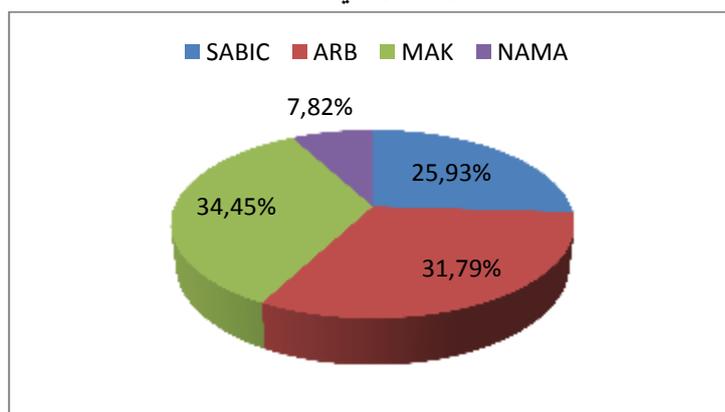
Sabic	25,93%
ARB	31,79%
MAK	34,45%
NAMA	7,82%
المجموع	100,00%
عائد المحفظة	0,009081
الانحراف المعياري	0,084401
معامل الاختلاف	9,29414

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02 وبرنامج EXCEL

يتضح من خلال الجدول أن المحفظة المحلية المكونة من أربعة أصول يختلف فيها الوزن النسبي للمستثمر لكل أصل، بحيث نجد النسبة الأكبر كانت موجهة للاستثمار في سهم MAK بـ 34.45% يليه سهم ARB بـ 31.79% ثم سهم Sabic بـ 25.93% وفي الأخير سهم NAMA بـ 7.82%، ويرجع الاختلاف في هذه النسب إلى درجة المخاطرة فعلى الرغم من انخفاض معامل الاختلاف للسهم NAMA إلا أن مخاطره المقاسة بالانحراف المعياري بلغت 36.3% وهي نسبة مرتفعة إذا ما تم مقارنتها بالسهم الأخرى ورغم ارتفاع كذلك عائده والمقدر بـ 2.71% لأن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر. كما بلغ عائد هذه المحفظة 0.90% ومخاطر قدرها 8.44%.

يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل بيانياً كما يلي

الشكل رقم (4-3): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية المشكلة من أربعة أصول



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-23)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

رابعا- تكوين محفظة استثمارية مكونة من خمسة أصول

1- معدلات العائد والانحراف المعياري لأصول المحفظة المحلية: يلخص الجدول التالي ذلك

الجدول رقم (4-24): معدلات المردودية و مخاطر الأصول الخمسة

	Sabic	ARB	MAK	NAMA	STC
معدل عائد الاصل	0,00675968	0,00607778	0,00950171	0,02712712	0,00474675
الانحراف المعياري	0,09541275	0,09304073	0,08441508	0,3630783	0,07207088
معامل الاختلاف	14,1149899	15,3083495	8,88419817	13,3843287	15,1832218

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

2- معامل الارتباط بين الأصول المشكلة للمحفظة المحلية: يمكن إظهار ذلك من خلال الجدول

التالي

الجدول رقم (4-25): مصفوفة الارتباط بين الأصول الخمسة

	Sabic	ARB	MAK	NAMA	STC
Sabic	1				
ARB	0,63233363	1			
MAK	0,45114195	0,38733734	1		
NAMA	0,20454452	0,08576088	0,23900246	1	
STC	0,61561369	0,61437508	0,3644515	0,05280662	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 05

3- مصفوفة التباين والتغاير بين أصول المحفظة الاستثمارية: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-26): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الخمسة

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC
Sabic	0,00903993	0,00557414	0,00360821	0,00703634	0,00420365
ARB	0,00557414	0,00859604	0,00302089	0,00287683	0,0040909
MAK	0,00360821	0,00302089	0,00707607	0,00727403	0,00220177
NAMA	0,00703634	0,00287683	0,00727403	0,13090399	0,00137215
STC	0,00420365	0,0040909	0,00220177	0,00137215	0,00515789

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول بالاعتماد على

البرمجة التريبيعية (SOLVER) في برنامج أكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-27): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من خمسة أصول في

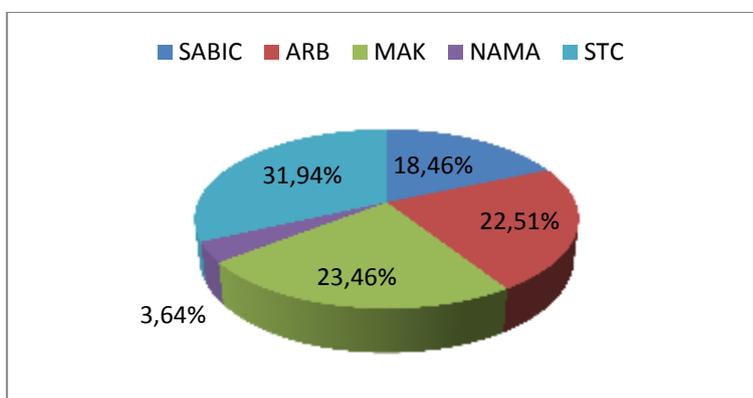
السعودية

Sabic	18,46%
ARB	22,51%
MAK	23,46%
NAMA	3,64%
STC	31,94%
المجموع	100,00%
عائد المحفظة	0,05421303
الانحراف المعياري	0,07374175
معامل الاختلاف	1,36022188

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02 وبرنامج EXCEL

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أعلاه أن النسبة المستثمرة لسهم STC هي النسبة الأكبر والمقدرة بـ 31.94% يليها سهم MAK بنسبة 23.46% ثم سهم ARB بـ 22.51% ثم سهم Sabic بـ 18.46% وفي الأخير سهم NAMA بـ 3.64%، والاختلاف في هذه النسب يرجع إلى الاختلاف في درجات المخاطرة فبمقارنة درجة المخاطرة بين الأسهم نجد أن سهم STC درجة مخاطرته قدرة بـ 7.20% يليه سهم MAK بـ 8.44% ثم ARB بـ 9.30% ثم Sabic بـ 9.54% وفي الأخير سهم NAMA بـ 36.3%. وبناءً على الاستثمار بهذه النسب فقد حققت المحفظة المكونة من خمسة أصول عائد يقدر بـ 5.42% ومخاطر 7.37%. يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل بيانياً كمايلي

الشكل رقم (4-4): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من خمسة أصول



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-27)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الفرع الثاني: تشكيل محفظة استثمارية محلية في سوق مصر

سيتم تكوين محفظة من أصلين إلى غاية وجود خمسة أصول لمعرفة مدى تأثير التنويع على مخاطر المحفظة.
أولاً- تكوين محفظة استثمارية مكونة من أصلين

1- معدلات العائد والانحراف المعياري للأصلين: يلخص الجدول التالي ذلك

الجدول رقم(4-28): معدلات العائد و مخاطر الأصلين

	GTHE	ESRS
معدل عائد الأصل	0,00346919	0,0124255
الانحراف المعياري	0,14319923	0,16663311
معامل الاختلاف	41,2773925	13,4105767

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

2- معامل الارتباط بين الأصلين: هذا ما يظهر من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(4-29): مصفوفة الارتباط بين الأصلين

	GTHE	ESRS
GTHE	1	
ESRS	0,43953963	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

3- مصفوفة التباين والتغاير بين الأصلين: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-30): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصلين

	GTHE	ESRS
GTHE	0,02036262	0,01041483
ESRS	0,01041483	0,02757242

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصلين بالاعتماد على

البرمجة التربيعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-31): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية المكونة من أصلين في

مصر

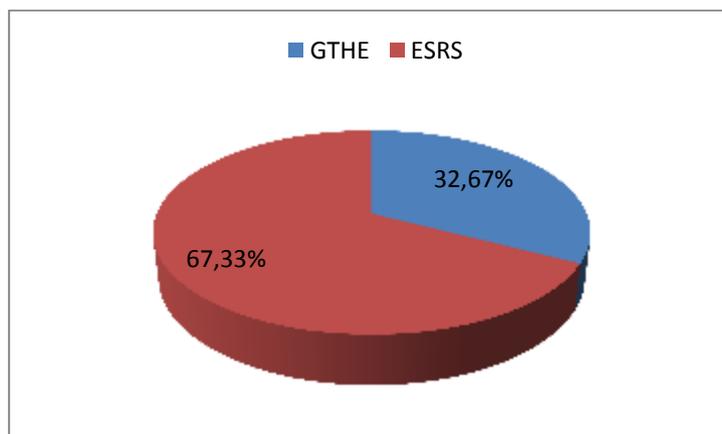
GTHE	32,67%
ESRS	67,33%
المجموع	100,00%
عائد المحفظة	0,00949958
الانحراف المعياري	0,14319991
معامل الاختلاف	15,0743376

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03 وبرنامج EXCEL

نلاحظ من خلال الجدول أن النسبة الأكبر للاستثمار كانت موجهة إلى سهم ESRS بـ 67.33% ثم سهم GTHE بـ 32.67% وهذا راجع إلى الاختلاف الموجود في معامل الاختلاف بحيث سجل سهم ESRS معامل اختلاف قدره 13.41 وهو أقل إذا ما قورن بالسهم الآخر. وبناء على هذه النسب تم الحصول على عائد المحفظة يساوي 0.94% ومخاطر مقاسة بالانحراف المعياري 14.31%.

يمكن تمثيل النسبة المستثمرة بيانياً كمايلي:

الشكل رقم (4-5): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية المشكلة من أصلين



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-31)

ثانياً- تكوين محفظة استثمارية مكونة من ثلاثة أصول

1- معدلات العائد والانحراف المعياري لثلاثة أصول: يلخص الجدول التالي ذلك

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-32): معدلات العائد و مخاطر ثلاثة أصول

	GTHE	ESRS	COMI
معدل عائد الأصل	0,00346919	0,0124255	0,01843903
الانحراف المعياري	0,14319923	0,16663311	0,10495502
معامل الاختلاف	41,2773925	13,4105767	5,69200372

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

2- معامل الارتباط بين ثلاثة أصول: هذا ما يظهر من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-33): مصفوفة الارتباط بين الأصول الثلاثة

	GTHE	ESRS	COMI
GTHE	1		
ESRS	0,43953963	1	
COMI	0,42997794	0,65524288	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

3- مصفوفة التباين والتغاير بين ثلاثة أصول: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-34): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الثلاثة

	GTHE	ESRS	COMI
GTHE	0,02036262	0,01041483	0,00641715
ESRS	0,01041483	0,02757242	0,01137939
COMI	0,00641715	0,01137939	0,01093852

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول بالاعتماد على البرمجة

التربيعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم(4-35): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من ثلاثة أصول في

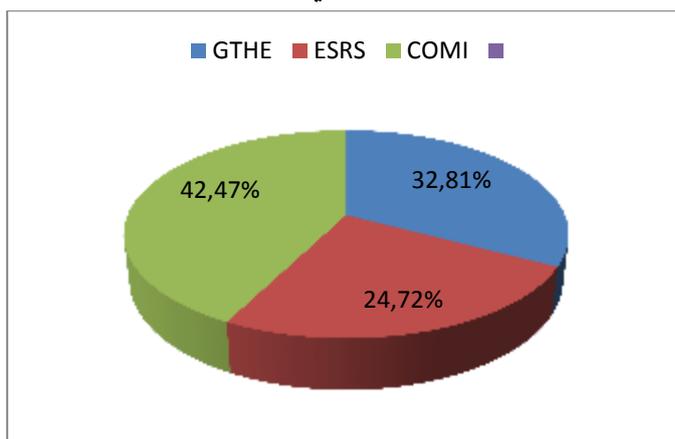
مصر

GTHE	32,81%
ESRS	24,72%
COMI	42,47%
المجموع	100,00%
عائد المحفظة	0,0120408
الانحراف المعياري	0,11047
معامل الاختلاف	9,1746169

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03 وبرنامج EXCEL

يبين الجدول أعلاه أن النسبة المستثمرة للأصول في المحفظة الاستثمارية متفاوتة بحيث نلاحظ أن النسبة الأكبر كانت موجهة إلى سهم COMI بـ 42.47% يليها سهم GTHE بـ 32.81% وفي الأخير سهم ESRS بـ 24.72%، وهذا راجع إلى اختلاف درجات المخاطر، بحيث سجل سهم COMI أقل مخاطر سواء بالانحراف المعياري مقدرة بـ 10.49% أو معامل الاختلاف 5.69% مقارنة بالسهمين الآخرين، وسجلت هذه المحفظة عائد قدره 1.20% و مخاطر 11.05%.
يمكن تمثيل النسبة المستثمرة بيانيا كمايلي:

الشكل رقم (4-6): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية المشكلة من ثلاثة أصول



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم(4-35)

ثالثا- تكوين محفظة استثمارية مكونة من أربعة أصول

1- معدلات العائد والانحراف المعياري لأربعة أصول: يلخص الجدول التالي ذلك

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-36): معدلات العائد ومخاطر الاصول الأربعة

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS
معدل عائد الاصل	0,00346919	0,0124255	0,01843903	0,00603212
الانحراف المعياري	0,14319923	0,16663311	0,10495502	0,16278919
معامل الاختلاف	41,2773925	13,4105767	5,69200372	26,9870649

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

2- معامل الارتباط بين الأصول الأربعة: يمكن إظهار ذلك من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-37): مصفوفة الارتباط بين الأصول الأربعة

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS
GTHE	1			
ESRS	0,43953963	1		
COMI	0,42997794	0,65524288	1	
EGTS	0,42653428	0,62114902	0,56610269	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

3- مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الأربعة: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-38): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الأربعة

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS
GTHE	0,02036262	0,01041483	0,00641715	0,00987353
ESRS	0,01041483	0,02757242	0,01137939	0,0167315
COMI	0,00641715	0,01137939	0,01093852	0,00960453
EGTS	0,00987353	0,0167315	0,00960453	0,026315

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 04

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول بالاعتماد على

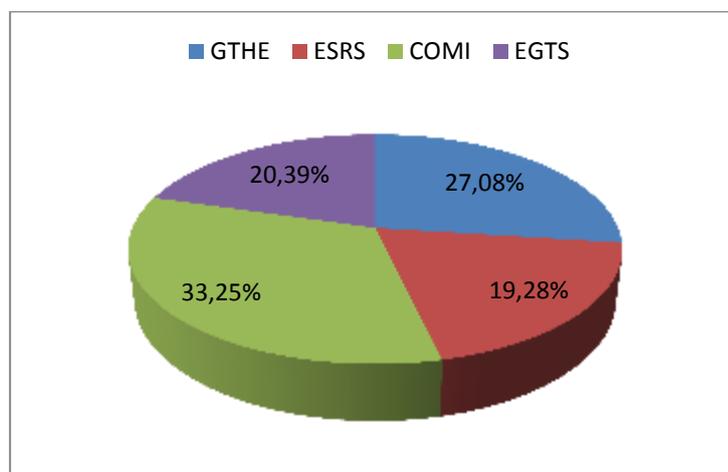
البرمجة التربيعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-39): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية المكونة من أربعة أصول في مصر

GTHE	27,08%
ESRS	19,28%
COMI	33,25%
EGTS	20,39%
المجموع	100,00%
عائد المحفظة	0,01069591
الانحراف المعياري	0,11290162
معامل الاختلاف	10,5555924

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 04 وبرنامج EXCEL
ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أعلاه أن نسبة الاستثمار الأكبر كانت في سهم COMI بـ 33.25% ثم سهم GTHE بـ 27.08% ثم سهم EGTS بـ 20.39% وفي الأخير سهم ESRS بـ 19.28%، وهذا بسبب اختلاف درجات المخاطر فالسهم الأقل مخاطر هو الذي تم الاستثمار فيه بنسبة أكبر والتي كانت من نصيب سهم COMI. وقد سجلت هذه المحفظة عائد يقدر بـ 1.06% ومخاطر مقاسة بالانحراف المعياري والمقدرة بـ 11.29%.
يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل بيانيا كمايلي:

الشكل رقم (4-7): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة المشكلة من أربعة أصول



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-39)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

رابعا- تكوين محفظة استثمارية مكونة من خمسة أصول

1- معدلات العائد والانحراف المعياري لأصول المحفظة المحلية: يلخص الجدول التالي ذلك

الجدول رقم(4-40): معدلات العائد و مخاطر الأصول الخمسة

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
معدل عائد الاصل	0,00346919	0,0124255	0,01843903	0,00603212	0,02369629
الانحراف المعياري	0,14319923	0,16663311	0,10495502	0,16278919	0,17462937
معامل الاختلاف	41,2773925	13,4105767	5,69200372	26,9870649	7,36948205

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

2- معامل الارتباط بين الأصول المشككة للمحفظة المحلية: يمكن إظهار ذلك من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(4-41): مصفوفة الارتباط بين الأصول الخمسة

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
GTHE	1				
ESRS	0,43953963	1			
COMI	0,42997794	0,65524288	1		
EGTS	0,42653428	0,62114902	0,56610269	1	
HELI	0,43143868	0,53854428	0,51778057	0,46982104	1

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

3- مصفوفة التباين والتغاير بين أصول المحفظة الاستثمارية: نلخص المصفوفة من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (4-42): مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول الخمسة

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
GTHE	0,02036262	0,01041483	0,00641715	0,00987353	0,01071345
ESRS	0,01041483	0,02757242	0,01137939	0,0167315	0,01556153
COMI	0,00641715	0,01137939	0,01093852	0,00960453	0,00942364
EGTS	0,00987353	0,0167315	0,00960453	0,026315	0,01326257
HELI	0,01071345	0,01556153	0,00942364	0,01326257	0,03028216

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

4- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول بالاعتماد على البرمجة

التربيعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-43): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة المكونة من خمسة أصول في مصر

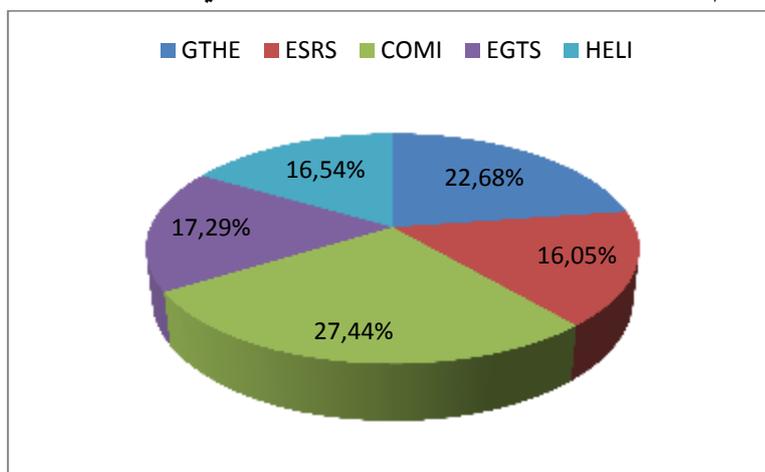
GTHE	22,68%
ESRS	16,05%
COMI	27,44%
EGTS	17,29%
HELI	16,54%
المجموع	100,00%
عائد المحفظة	0,01280255
الانحراف المعياري	0,11447966
معامل الاختلاف	8,9419396

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03 وبرنامج EXCEL

من خلال الجدول نلاحظ بأن نسبة الاستثمار في المحفظة كانت موزعة على خمسة أصول متفاوتة بحيث أن الحصة الأكبر كانت من نصيب سهم COMI بـ 27.44% يليها سهم GTHE بـ 22.68% ثم سهم EGTS بـ 17.29% ثم سهم HELI بـ 16.54% وفي الأخير سهم ESRS بـ 16.05% وتصنيف هذه النسب كانت بالأخذ بعين الاعتبار بعنصر المخاطر بحيث يتم الاستثمار في السهم الأقل مخاطر وبعائد مقبول، وقد سجلت هذه المحفظة عائد بلغ 1.28% ومخاطر مقاسة بالانحراف المعياري بلغت 11.45%.

يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل بيانيا كمايلي

الشكل رقم (4-8): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-44)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

المطلب الثاني: تكوين محفظة دولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف في سوقي السعودية ومصر
باستخدام البرمجة التريجية

سيتم تكوين محافظ متنوعة تنوعاً دولياً في ظل التغطية ضد خطر الصرف (سعر الصرف الثابت) في كل من
السوقين مع الأخذ بعين الاعتبار التنويع الجغرافي والقطاعي لأسهم الشركات سابقة الذكر، بحيث الأصول في
المحفظة تتكون من 30 سهم .

الفرع الأول: تكوين محفظة دولية في سوق السعودية

أولاً- معدلات العائد والانحراف المعياري لأصول المحفظة الدولية: يلخص الجدول التالي ذلك

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية
ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-44): معدلات العائد و المخاطر ل30 سهم في ظل التغطية في سوق السعودية

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH
المتوسط الحسابي	0,0067597	0,0060778	0,0095017	0,0271271	0,0047467	0,0094416	0,0068324	0,0052342	0,0087365	0,0035007	0,022233	0,0025952	0,0119826	0,0106214	0,0138442
الانحراف المعياري	0,0954127	0,0930407	0,0844151	0,3630783	0,0720709	0,083366	0,06246	0,1094855	0,1022246	0,1065999	0,0905119	0,056405	0,0768908	0,0421163	0,0739146
معامل الاختلاف	14,11499	15,30835	8,8841982	13,384329	15,183222	8,829604	9,1417183	20,917472	11,700896	30,450982	4,0710655	21,734277	6,4168696	3,9652097	5,3390484
	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
	0,0082203	0,0043294	0,0039886	0,0041963	0,0051118	0,0085863	0,0038898	0,0017762	0,0036744	0,0122844	0,0040025	0,0125652	0,018456	0,0060424	0,0237038
	0,0620122	0,079437	0,0733631	0,0652017	0,0960712	0,0409822	0,0573615	0,0621552	0,0656887	0,0757809	0,1499701	0,1671527	0,1050971	0,1628468	0,1746769
	7,5437707	18,348124	18,393368	15,53801	18,794159	4,7729657	14,746512	34,992875	17,877472	6,1688827	37,469262	13,302788	5,694477	26,950768	7,3691389

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 04

ثانيا- معامل الارتباط بين الأصول المشكلة للمحفظة الدولية : تظهر مصفوفة الارتباط بين 30 سهم المشكلة للمحفظة الدولية المشكلة بالسعودية في ظل التغطية ضد خطر الصرف من خلال الملحق رقم 05.

ثالثا- مصفوفة التباين والتغاير بين أصول المحفظة الاستثمارية: تظهر من خلال الملحق رقم 06

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

رابعاً- تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول بالاعتماد

على البرمجة التربيعية (SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(4-45): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الدولية المشككة في

السعودية في ظل التغطية ضد خطر الصرف

Sabic	1,97%	SAPG	4,13%
ARB	2,66%	ALVG	2,59%
MAK	3,49%	SIE	2,66%
NAMA	0,71%	BAY	3,76%
STC	3,46%	COF	3,04%
FAB	2,85%	PUBM	5,85%
ETISA	6,53%	TENA	5,12%
DISB	2,20%	GENM	5,65%
ADCB	2,52%	CIMB	3,64%
ADNH	3,48%	MAHB	3,87%
AAPL	2,53%	GTHE	1,45%
IBM	3,99%	ESRS	1,15%
BA	2,92%	COMI	1,83%
MCD	9,32%	EGTS	1,35%
UNH	4,26%	HELI	1,03%
المجموع	100,00%		
المتوسط الحسابي	0,27006224		
الانحراف المعياري	0,04194913		
معامل الاختلاف	0,15533133		

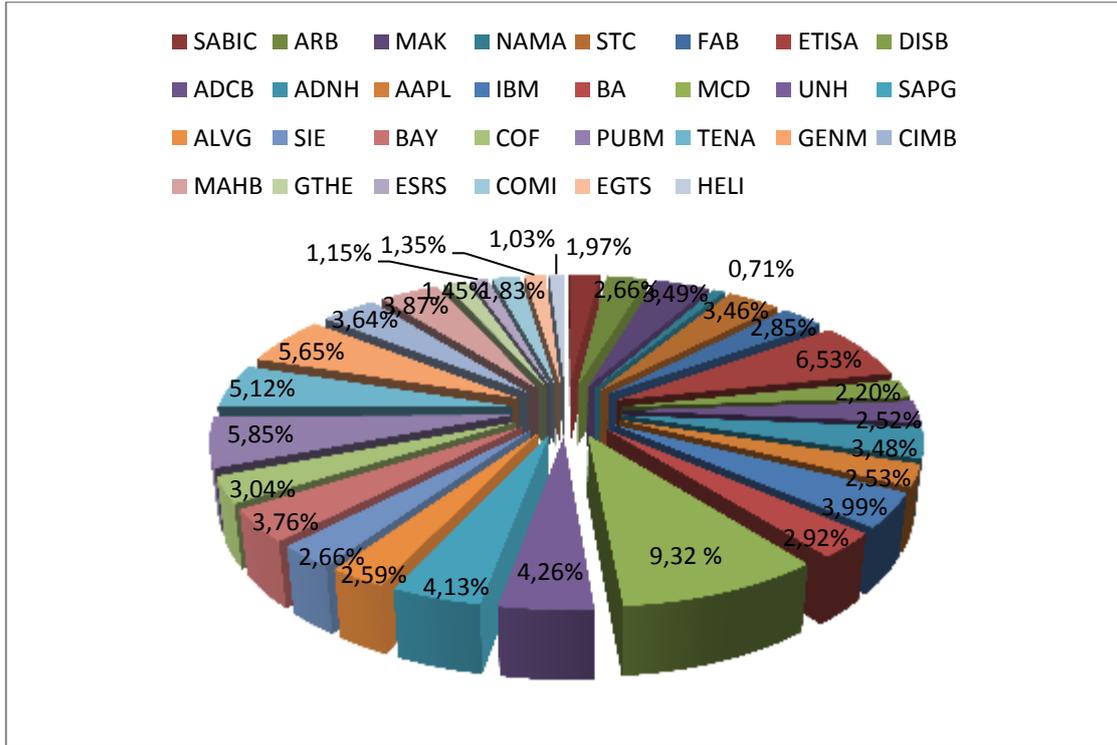
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 04 وبرنامج EXCEL

من خلال الجدول نلاحظ ان المحفظة الدولية المشككة في سوق السعودية والمكونة من 30 سهم متنوعة بين أسهم دول مختلفة (السعودية، ألمانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، الامارات العربية المتحدة، مصر وماليزيا)، بحيث كانت النسبة الأكبر من نصيب سهم MCD بـ 9.32% باعتبار أن مخاطره أقل مقارنة بالسهم الأخرى والمقاسة بالانحراف المعياري 4.21% وما يؤكد هذه النسبة أكثر هو معامل الاختلاف الأقل 3.96 وبمعائد مقبول 1.06%، أما النسبة الأقل كانت موجهة إلى السهم NAMA بـ 0.71% وهذا بسبب ارتفاع مخاطره مقارنة بالسهم الأخرى والمقاسة بالانحراف المعياري والمقدرة بـ 36.30% على الرغم من انخفاض معامل الاختلاف .

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

وقد سجلت هذه المحفظة الدولية والتي أخذت بعين الاعتبار بسعر الصرف الثابت (في حالة التغطية ضد خطر الصرف) عائد قدره 27.01% ومخاطر 4.19% .
ويمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل ببيانيا كمايلي

الشكل رقم (4-9): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية في ظل التغطية بالسعودية



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم(4-45)

الفرع الثاني: تكوين محفظة دولية في سوق مصر في ظل التغطية ضد خطر الصرف
أولاً- معدل العائد و الانحراف المعياري لأصول المحفظة الدولية: يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية
ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-46): معدلات العائد و المخاطر ل 30سهم في ظل التغطية في سوق مصر

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH
المتوسط الحسابي	0,0034692	0,0124255	0,018439	0,0060321	0,0236963	0,022233	0,0025952	0,0119826	0,0106214	0,0138442	0,0094416	0,0068324	0,0052342	0,0087365	0,0035007
الانحراف المعياري	0,1431992	0,1666331	0,104955	0,1627892	0,1746294	0,0905119	0,056405	0,0768908	0,0421163	0,0739146	0,083366	0,06246	0,1094855	0,1022246	0,1065999
معامل الاختلاف	41,277392	13,410577	5,6920037	26,987065	7,3694821	4,0710655	21,734277	6,4168696	3,9652097	5,3390484	8,829604	9,1417183	20,917472	11,700896	30,450982
SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	
0,0082203	0,0043294	0,0039886	0,0041963	0,0051118	0,0067597	0,0060778	0,0095017	0,0271271	0,0047467	0,0085863	0,0038898	0,0017762	0,0036744	0,0122844	
0,0620122	0,079437	0,0733631	0,0652017	0,0960712	0,0954127	0,0930407	0,0844151	0,3630783	0,0720709	0,0409822	0,0573615	0,0621552	0,0656887	0,0757809	
7,5437707	18,348124	18,393368	15,53801	18,794159	14,11499	15,30835	8,8841982	13,384329	15,183222	4,7729657	14,746512	34,992875	17,877472	6,1688827	

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 07

ثانيا-معامل الارتباط بين أصول المحفظة الدولية : الملحق رقم 08 يظهر مصفوفة معاملات الارتباط بين 30 سهم بمصر في ظل التغطية ضد خطر الصرف

ثالثا-مصفوفة التباين والتغاير بين أصول المحفظة الدولية: الملحق رقم 09 يوضح ذلك .

رابعا-تحديد الأوزان النسبية للمحفظة الاستثمارية: يتم تحديد الأوزان النسبية للأصول المشكلة للمحفظة الدولية بالاعتماد على البرمجة التريغية

(SOLVER) في برنامج اكسل، كما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-47): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية الدولية

المشكلة في مصر في ظل التغطية ضد خطر الصرف

GTHE	1,57%	SAPG	4,18%
ESRS	1,17%	ALVG	2,60%
COMI	1,85%	SIE	2,65%
EGTS	1,35%	BAY	3,77%
HELI	1,03%	COF	3,03%
AAPL	2,53%	Sabic	1,96%
IBM	3,99%	ARB	2,66%
BA	2,90%	MAK	3,47%
MCD	9,20%	NAMA	0,71%
UNH	4,25%	STC	3,45%
FAB	2,83%	PUBM	5,81%
ETISA	6,58%	TENA	5,10%
DISB	2,21%	GENM	5,69%
ADCB	2,52%	CIMB	3,61%
ADNH	3,47%	MAHB	3,87%
المجموع	100,00%		
المتوسط الحسابي	0,26935444		
الانحراف المعياري	0,04189793		
معامل الاختلاف	0,15554942		

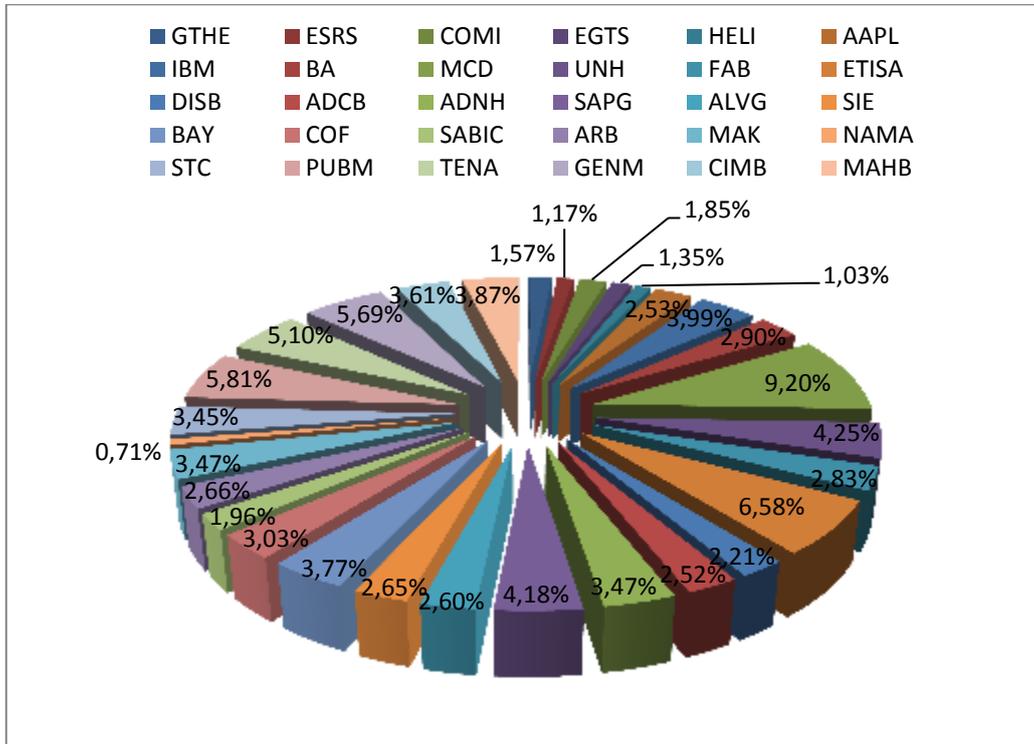
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 07 وبرنامج EXCEL

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المحفظة الدولية المشكلة في سوق مصر مكونة من 30 سهم و أن النسبة المستثمرة لكل أصل متفاوتة وتختلف بحسب درجة المخاطر فكلما كانت المخاطر أكبر قل نسبة الاستثمار فيها والعكس صحيح، فنجد النسبة الأكبر للاستثمار كانت موجهة للسهم MCD بـ 9.20% وأدنى نسبة كانت موجهة إلى السهم NAMA بـ 0.71%، وقد حققت هذه المحفظة الدولية عائد قدره 26.94% ومخاطر 4.19%.

يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل بيانيا كمايلي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الشكل رقم (4-10): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية في ظل التغطية بمصر



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم(4-47)

المطلب الثالث: تكوين محفظة دولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف في سوقي السعودية ومصر باستخدام البرمجة التريجية

سيتم تشكيل محفظة استثمارية متنوعة تنوعاً دولياً في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف (سعر الصرف المتغير) خلال فترة الدراسة، بحيث تكون الأصول في المحفظة الاستثمارية مشكلة من 30 سهم.

الفرع الأول: تكوين محفظة دولية في ظل عدم التغطية بالسعودية

أولاً- معدلات العائد والانحراف المعياري للأصول: هذا ما يظهر من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية
ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-48): معدلات العائد و مخاطر 30 سهم في ظل عدم التغطية في سوق السعودية

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH
المتوسط الحسابي	0,0067597	0,0060778	0,0095017	0,0271271	0,0047467	0,0094439	0,0068347	0,0052402	0,0087367	0,0035025	0,022233	0,0025952	0,0119826	0,0106214	0,0138442
الانحراف المعياري	0,0954127	0,0930407	0,0844151	0,3630783	0,0720709	0,0834128	0,0625338	0,1095607	0,1022443	0,1066396	0,0905119	0,056405	0,0768908	0,0421163	0,0739146
معامل الاختلاف	14,11499	15,30835	8,8841982	13,384329	15,183222	8,8324883	9,1495156	20,9078	11,702815	30,447104	4,0710655	21,734277	6,4168696	3,9652097	5,3390484
SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	
0,0077934	0,0042208	0,0037903	0,003812	0,0046276	0,0077923	0,0029787	0,0009095	0,0030934	0,0116289	-0,003934	0,0031896	0,0107345	-0,002184	0,0151466	
0,0689673	0,0880776	0,0819968	0,0732585	0,1002717	0,0502244	0,0622155	0,0674462	0,074464	0,0824318	0,1477868	0,1545838	0,1067577	0,1593969	0,1702278	
8,8494988	20,867551	21,633436	19,217837	21,667967	6,4453842	20,886579	74,160107	24,071992	7,0885372	-37,56255	48,464542	9,9452615	-72,99243	11,238675	

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 10

ثانيا-معامل الارتباط بين أصول المحفظة الدولية: لمعرفة درجة الارتباط بين أصول المحفظة المشكلة من أصول محلية وأصول أجنبية ندرس مصفوفة الارتباط بينها والتي تظهر من خلال الملحق رقم 11

ثالثا-مصفوفة التباين والتغاير بين الأصول: والتي تظهر من خلال الملحق رقم 12

رابعا-تحديد الأوزان النسبية لأصول المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف: الجدول الموالي يوضح ذلك

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة
الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم(4-49): الأوزان النسبية، عائد المحفظة و مخاطر المحفظة الدولية المشكلة في السعودية
في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف

Sabic	2,16%	SAPG	3,41%
ARB	3,09%	ALVG	2,42%
MAK	4,08%	SIE	2,45%
NAMA	0,79%	BAY	3,16%
STC	4,40%	COF	2,82%
FAB	3,12%	PUBM	4,15%
ETISA	7,30%	TENA	3,94%
DISB	2,38%	GENM	4,25%
ADCB	2,70%	CIMB	2,94%
ADNH	3,65%	MAHB	3,09%
AAPL	2,73%	GTHE	1,65%
IBM	4,50%	ESRS	1,40%
BA	3,30%	COMI	2,01%
MCD	10,16%	EGTS	1,57%
UNH	5,19%	HELI	1,19%
المجموع	100,00%		
عائد المحفظة	0,22284679		
الانحراف المعياري	0,04478198		
معامل الاختلاف	0,20095413		

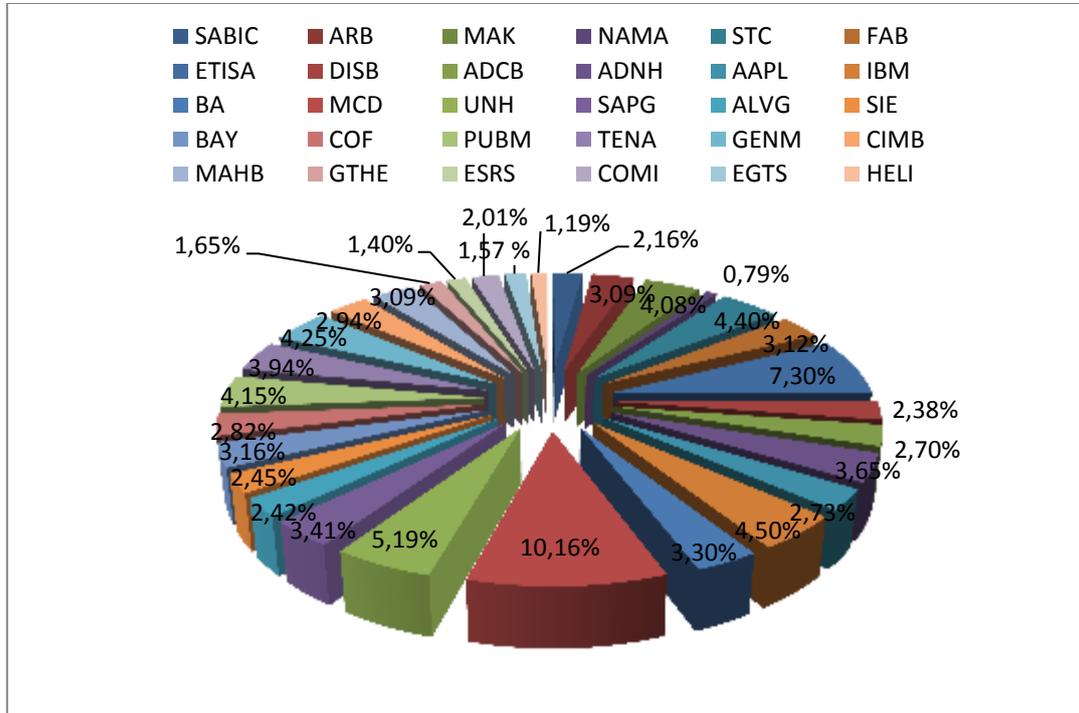
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم10

تبين من خلال الجدول أعلاه أن نسبة الاستثمار لكل أصل في المحفظة الدولية كان مرتبط بدرجة المخاطر، فنجد السهم MCD حصل على أكبر نسبة استثمار قدرت بـ 10.16% والسبب في ذلك يرجع إلى انخفاض معدل مخاطره مقارنة بالأسهم الأخرى والتي قدرت بـ 4.21% وآخر حصة كانت للسهم NAMA بـ 0.79% نتيجة لمخاطره المرتفعة والتي قدرت بـ 36.30%، وقد سجلت المحفظة الدولية والتي أخذت بعين الاعتبار سعر الصرف المتغير (حالة عدم التغطية) عائد مقبول قدر بـ 22.28% ومخاطر 4.48%.

يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية من خلال الشكل التالي:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الشكل رقم (4-11): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية في السعودية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-49)

الفرع الثاني: تكوين محفظة دولية في ظل عدم التغطية في سوق مصر
أولاً- معدل العائد والانحراف المعياري للأصول: يظهر ذلك من خلال الجدول التالي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية
ومصر من 2007-2018

الجدول رقم(4-50): معدلات العائد و مخاطر 30 سهم في ظل عدم التغطية في سوق مصر

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH
المتوسط الحسابي	0,0034692	0,0124255	0,018439	0,0060321	0,0236963	0,0368604	0,0161959	0,0280121	0,0247103	0,0279371	0,0233708	0,0211854	0,0196279	0,022921	0,018172
الانحراف المعياري	0,1431992	0,1666331	0,104955	0,1627892	0,1746294	0,1605259	0,1331748	0,179187	0,1345474	0,1509396	0,1509866	0,146696	0,1724906	0,1638935	0,1736298
معامل الاختلاف	41,277392	13,410577	5,6920037	26,987065	7,3694821	4,3549742	8,2227487	6,3967759	5,4449899	5,402831	6,4604835	6,9243755	8,7880289	7,1503749	9,5547866

SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB
0,022363	0,020156	0,0184896	0,0183438	0,0198762	0,0205952	0,019521	0,0224387	0,0424422	0,0184657	0,0200987	0,0153642	0,014296	0,0155565	0,0243867
0,1482705	0,1744652	0,1547296	0,1491871	0,1757264	0,1591206	0,1565177	0,1384103	0,3886586	0,1464081	0,1152443	0,1223733	0,1382005	0,1315733	0,1366957
6,6301778	8,6557632	8,3684579	8,1328225	8,8410378	7,7260908	8,0179034	6,168368	9,1573665	7,9286473	5,7339256	7,9648595	9,6670565	8,457741	5,6053329

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 13

ثانيا-معامل الارتباط بين أصول المحفظة الدولية: يظهر الارتباط بين أصول المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية من خطر الصرف من خلال الملحق رقم 14

ثالثا- مصفوفة التباين والتغاير بين أصول المحفظة الدولية : يبرز الملحق رقم 15 مصفوفة التباين والتغاير للمحفظة المشكلة في سوق مصر في ظل عدم التغطية

رابعا-تحديد الأوزان النسبية لأصول المحفظة الدولية في سوق مصر: يتم تحديد الأوزان النسبية لأصول المحفظة المشكلة في ظل عدم التغطية من خطر الصرف

باستخدام البرمجة التربيعية (solver) في برنامج إكسل، كما يظهره الجدول التالي:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-51): الأوزان النسبية، عائد ومخاطر المحفظة الدولية المشككة في مصر في ظل عدم التغطية من خطر الصرف

GTHE	8,04%	SAPG	2,33%
ESRS	9,11%	ALVG	2,00%
COMI	8,97%	SIE	2,24%
EGTS	7,38%	BAY	2,32%
HELI	6,56%	COF	2,08%
AAPL	2,29%	Sabic	2,24%
IBM	2,64%	ARB	2,42%
BA	1,93%	MAK	2,78%
MCD	2,63%	NAMA	1,58%
UNH	2,42%	STC	2,45%
FAB	2,39%	PUBM	2,97%
ETISA	2,49%	TENA	2,90%
DISB	2,21%	GENM	2,61%
ADCB	2,31%	CIMB	2,70%
ADNH	2,29%	MAHB	2,73%
المجموع	100,00%		
عائد المحفظة	0,61544863		
الانحراف المعياري	0,10542581		
معامل الاختلاف	0,17129911		

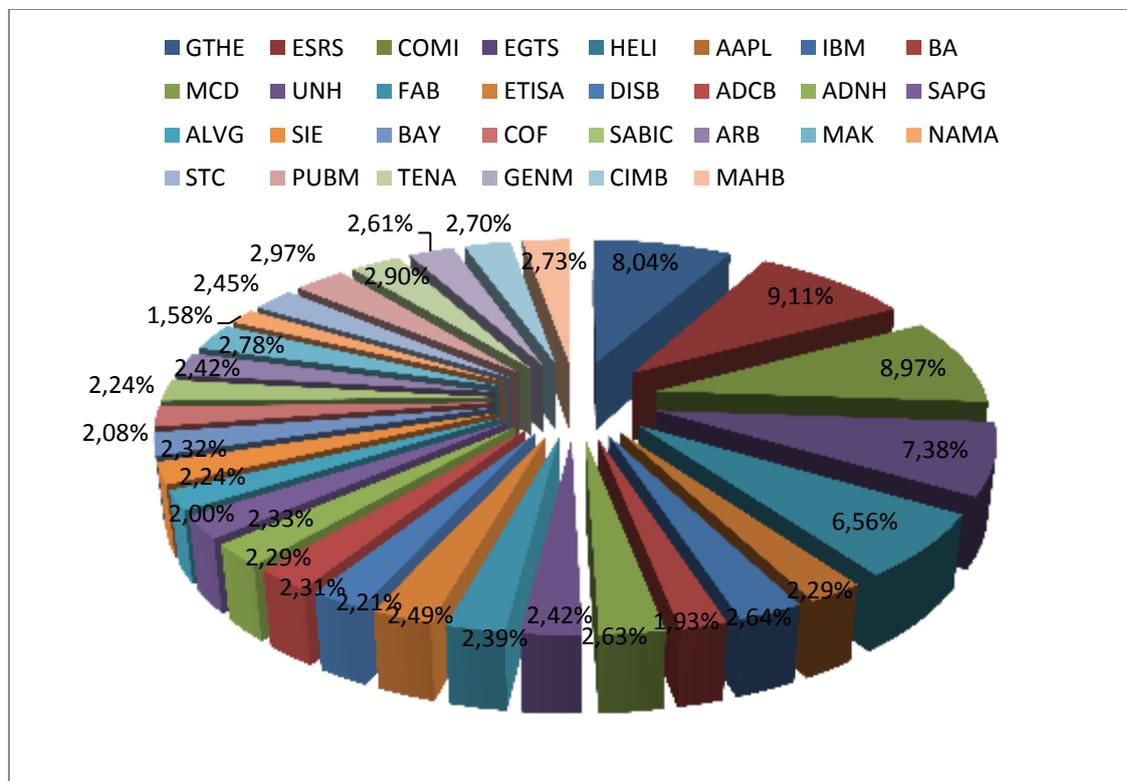
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 13 وبرنامج Excel

من خلال الجدول أعلاه تبين ان الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة يتفاوت بنسب مختلفة فقد سجلت أكبر نسبة لسهم ESRS بـ 9.11% باعتبار أن مخاطره منخفضة وأقل حصة كانت من نصيب سهم NAMA بـ 1.58%، وقد حققت هذه المحفظة الدولية المشككة في سوق مصر في ظل التغطية ضد خطر الصرف عائد قدره 61.54% ومخاطر 10.54%.

يمكن تمثيل النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الاستثمارية بيانياً كمايلي:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الشكل رقم (4-12): النسبة المستثمرة لكل أصل في المحفظة الدولية لمصر في ظل عدم التغطية ضد
خطر الصرف



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4-51)

الفرع الثالث: مقارنة بين المحافظ المحلية والمحافظ الدولية المشكلة في السوقين

يظهر الجدول التالي المعطيات الخاصة بالمحافظ المحلية والدولية (في ظل التغطية، وفي ظل عدم التغطية) من حيث عائد المحفظة ومخاطرها المقاسة إما بالانحراف المعياري، معامل الاختلاف أو معامل بيتا.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم (4-52): عائد ومخاطر المحافظ المحلية والدولية

معامل بيتا		معامل الاختلاف		الانحراف المعياري		عائد المحفظة		
مصر	السعودية	مصر	السعودية	مصر	السعودية	مصر	السعودية	
0.01	1.15	15.07%	14.09%	14.32%	9.30%	0.95%	0.66%	م مكونة من أصلين
0.009	0.85	9.20%	9.92%	11.05%	8.44%	1.20%	0.85%	م مكونة من 3 أصول
0.009	0.97	10.55%	9.27%	11.29%	8.44%	1.07%	0.91%	م مكونة من 4 أصول
0.009	0.91	8.95%	1.35%	11.45%	7.37%	1.28%	5.42%	م مكونة من 5 أصول
0.0008	0.37	0.15%	0.15%	4.19%	4.19%	26.94%	27.01%	م دولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف
0.002	0.43	0.17%	0.20%	10.54%	4.48%	61.54%	22.28%	م دولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجداول السابقة والملحق رقم 24

من خلال الجدول نستخلص النتائج التالية:

- كلما زاد عدد الأسهم في المحفظة انخفضت المخاطر وهي ما تعبر عليه مقاييس المخاطر سواء الانحراف المعياري، معامل الاختلاف أو معامل بيتا؛
- في السعودية بالمقارنة بين المحافظ المحلية نجد أن المحفظة المكونة من أصلين مخاطرها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا تساوي 1.15 هذا يدل على أن مخاطرها أكبر من مخاطر السوق، على عكس المحافظ المحلية الأخرى فنجد معاملات بيتا أقل من الواحد هذا يعني أن مخاطرها أقل من مخاطر السوق؛
- في مصر جميع المحافظ المحلية مخاطرها المنتظمة والمعبر عنها بمعامل بيتا أقل من الواحد يدل على أن مخاطرها أقل من مخاطر السوق؛
- المحفظة الدولية المكونة من أسهم محلية و أجنبية من دولة أخرى سواء بالنسبة للسعودية أو مصر في ظل التغطية أو عدم التغطية حققت عوائد أكبر وبدرجات مخاطر مقبولة مقارنة مع المحافظ المحلية؛
- التنويع المحلي والدولي يساهم في تخفيض نسبة المخاطرة، بالنسبة للتنويع الدولي يساهم بشكل كبير في تدنية المخاطر المنتظمة كما تظهره معاملات بيتا المتدنية والأقل من الواحد؛

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

- المحفظة الدولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف والمشكلة في السوقين أثرت بشكل إيجابي على درجة المخاطر وهو ما تشير إليه كل من المعطيات الخاصة بالانحراف المعياري، معامل الاختلاف وبالأخص معاملات بيتا وهذا بالمقارنة مع المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف؛
- بالموازاة بين المحافظ المحلية أو الدولية في السوقين نجدتها حققت عوائد متفاوتة ومخاطر مقبولة، والاختلاف فقط أن المحافظ المشكلة في مصر كانت مخاطرها المنتظمة (معاملات بيتا) منخفضة بشكل كبير، لهذا فإن المستثمر يفضل المحافظ المشكلة في مصر مقارنة بنظيرتها في السعودية. والمستثمر عند تشكيل المحفظة لابد أن يأخذ بعين الاعتبار درجات الارتباط بين الأصول والتي تكون سالبة أو موجبة غير تام إضافة إلى سعر الصرف لا بد أن يختار أصول الدول الأجنبية التي يكون سعر صرفها عملتها مستقر لان ذلك يؤثر على عوائد ومخاطر المحفظة الدولية التي يشكلها.

المبحث الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المشكلة في سوق السعودية ومصر

سيتم تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المشكلة سابقا سواء المحلية أو الدولية (في ظل التغطية ضد خطر الصرف وفي ظل عدم التغطية)، باستخدام أهم مؤشرات الأسلوب المزدوج والمتمثلة في مؤشر شارب، ترينور ومؤشر الأداء المعدل بالمخاطر في كل من سوق السعودية ومصر .

المطلب الأول: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المحلية في السوقين

نتطرق في هذا المطلب إلى تقييم المحافظ الاستثمارية المحلية المشكلة في كلا السوقين باستخدام مؤشر شارب، ترينور ومؤشر الأداء المعدل بالمخاطر

الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الاستثمارية المحلية في السوقين

أولاً- تطبيق مؤشر شارب على المحافظ المحلية في السعودية

1- حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة شارب* والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية المحلية تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

*-S = (R_P - R_F) / δ_P

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم(4-53): قيمة شارب للمحافظ الاستثمارية المحلية بالسعودية

قيمة شارب (S)	R _F	δ _p	R _p	
-0.062	1.24%	9.30%	0.66%	محفظة مكونة من أصلين
-0.046	1.24%	8.44%	0.85%	محفظة مكونة من ثلاثة أصول
-0.039	1.24%	8.44%	0.91%	محفظة مكونة من أربعة أصول
0.567	1.24%	7.37%	5.42%	محفظة مكونة من خمسة أصول

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحافظ المحلية

بالسعودية والملحق رقم16

2-التحليل: من خلال الجدول نلاحظ أن المحافظ المحلية المكونة من أصلين، ثلاثة فأربعة حققت عائد سلبي من كل وحدة مخاطرة كلية والتي هي على التوالي(-0.062، -0.046، -0.039وحدة عائد)، ويرجع سبب انخفاض معدلات ربحية المحافظ إلى ارتفاع معدل مخاطر المحافظ مقارنة بمعدل مخاطر السوق 6.69% على الرغم من ذلك فإن عوائد المحافظ المحلية أكبر من عائد السوق. أما بالنسبة للمحفظة المكونة من خمسة أصول فقد حققت عائد اضافي من كل وحدة مخاطر كلية والمقدرة بـ 0.567 وحدة عائد، وعلى الرغم من ارتفاع مخاطر المحفظة على مخاطر السوق إلا أن متوسط عائد المحفظة 5.42% أكبر من متوسط عائد السوق 0.30% وهذا راجع إلى استراتيجية الاستثمار في المحافظ والمركزة على الأسهم.

ثانياً-تطبيق مؤشر شارب على المحافظ المحلية في مصر: بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ المحلية وعلاقة شارب تم التوصل إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم(4-54): قيمة شارب للمحافظ الاستثمارية المحلية بمصر

قيمة شارب(S)	R _F	δ _p	R _p	
-0.864	13.32%	14.32%	0.95%	محفظة مكونة من أصلين
-1.097	13.32%	11.05%	1.20%	محفظة مكونة من ثلاثة أصول
-1.085	13.32%	11.29%	1.07%	محفظة مكونة من أربعة أصول
-1.052	13.32%	11.45%	1.28%	محفظة مكونة من خمسة أصول

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحافظ المحلية

بمصر والملحق رقم 17

2-التحليل: ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أن جميع المحافظ المحلية حققت عائد سلبي من كل وحدة مخاطر كلية وهي على الترتيب (-0.864، -1.097، -1.085، -1.052 وحدة عائد)، يرجع السبب في انخفاض ربحية المحافظ إلى ارتفاع المخاطر غير المنتظمة، وعلى الرغم من انخفاض معدل مخاطر الكلية للمحافظ مقارنة بمخاطر السوق إلا أن عائد المحافظ أقل من عائد السوق وهذا راجع إلى الاستثمار في المحافظ مركز على الأسهم.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الاستثمارية المحلية في السوقين

أولاً-تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ المحلية في السعودية

1-حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة ترينور* والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية المحلية تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الجدول رقم(4-55): قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية المحلية بالسعودية

قيمة ترينور(T)	R _F	B _P	R _P	
-0.005	1.24%	1.16	0.66%	محفظة مكونة من أصلين
-0.0045	1.24%	0.85	0.85%	محفظة مكونة من ثلاثة أصول
-0.0034	1.24%	0.97	0.91%	محفظة مكونة من أربعة أصول
0.0459	1.24%	0.91	5.42%	محفظة مكونة من خمسة أصول

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحافظ المحلية بالسعودية

والملاحق رقم 16، 24

$$* -T = \frac{R_P - R_F}{b_p}$$

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

2-التحليل: إن المحافظ الثلاثة الأولى حققت عائد سلمي من كل وحدة مخاطرة منتظمة وهي على التوالي (-0.005، -0.0045، -0.0034) وهو ما يشير إلى إنخفاض ربحية المحافظ، فالمحفظة المكونة من أصلين معامل بيتا $B=1.16 > 1$ هذا يعني أن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق وبالرغم من ذلك أدى إلى إنخفاض عائد المحفظة من 0.66% إلى -0.5%. أما بقية المحافظ الاستثمارية فمعامل بيتا $B=0.85$; $0.97 < 1$ فهذا يعني أن مخاطر المحافظ أقل من مخاطر السوق وعلى الرغم من ذلك أدى إلى إنخفاض عوائد المحفظة من 0.85% إلى -0.4% و من 0.91% إلى -0.3% على التوالي. أما بالنسبة للمحفظة الأخيرة فقد استطاعت تحقيق عائد إضافي عن كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 0.0459 وحدة عائد وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق، وبمأن معامل بيتا $B=0.91 < 1$ هذا يعني أن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق وعلى الرغم من ذلك فإن عائد المحفظة إنخفض من 5.42% إلى 4.59%.

ثانياً-تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ المحلية في مصر: بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ المحلية وعلاقة ترينور تم التوصل إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم(4-56): قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية المحلية بمصر

قيمة ترينور(T)	R _F	B _P	R _P	
-11.24	13.32%	0.011	0.95%	محفظة مكونة من أصلين
-12.36	13.32%	0.0098	1.20%	محفظة مكونة من ثلاثة أصول
-12.76	13.32%	0.0096	1.07%	محفظة مكونة من أربعة أصول
-13.08	13.32%	0.0092	1.28%	محفظة مكونة من خمسة أصول

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول الخاصة بالمحافظ المحلية

في مصر والملحق رقم 17، 24

2-التحليل: جميع المحافظ الاستثمارية المحلية حققت عائد سلمي من كل وحدة مخاطرة منتظمة وهي على الترتيب (-11.24، -12.36، -12.76، -13.08 وحدة عائد) وهو ما يشير إلى إنخفاض ربحية المحافظ على الرغم من أن معامل بيتا في جميع المحافظ $B < 1$ فهذا يدل على أن مخاطر المحافظ أقل من مخاطر السوق مما أدى إلى إنخفاض عوائد المحافظ المحلية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ الاستثمارية المحلية في السوقين

أولاً- تطبيق مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر على المحافظ المحلية في السعودية

-حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة المؤشر* والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية المحلية تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الجدول رقم(4-57): قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الاستثمارية المحلية بالسعودية

قيمة المؤشر (RAP)	δ_m	R_F	δ_p	R_p	
0.82%	6.69%	1.24%	9.30%	0.66%	محفظة مكونة من أصلين
0.93%	6.69%	1.24%	8.44%	0.85%	محفظة مكونة من ثلاثة أصول
0.98%	6.69%	1.24%	8.44%	0.91%	محفظة مكونة من أربعة أصول
5.03%	6.69%	1.24%	7.37%	5.42%	محفظة مكونة من خمسة أصول

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول الخاصة بالمحافظ المحلية

في السعودية والملحق رقم 16، 20

2-التحليل: إن عوائد المحافظ المحلية سوف تصبح (0.82%, 0.93%, 0.98%) بدلا من

(0.66%, 0.85%, 0.91%) على الترتيب في حالة ارتفاع معدل المخاطر الكلية في استثمارات المحفظة لتصل إلى نفس معدل المخاطر الكلية للسوق، وعلى الرغم من رفع نسبة المخاطر إلا أن عوائد المحافظ أكبر من عائد السوق والسبب في ذلك يعود إلى توجهات الاستثمار في المحافظ والمركزة على الأسهم. أما بالنسبة للمحفظة الأخيرة فيصبح عائدها 5.03% بدلا من 5.42% في حالة انخفاض معدل المخاطر الكلية للمحفظة لتصل إلى نفس معدل المخاطر الكلية للسوق في حالة الاستثمار المباشر في السوق، وبالرغم من انخفاض معدل مخاطر المحفظة إلا أن عائدها أكبر من عائد السوق.

*- $RAP=R_F+(R_p-R_F)\left[\frac{\delta_M}{\delta_p}\right]$

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

ثانياً- تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ المحلية في مصر: بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ المحلية وعلاقة المؤشر تم التوصل إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم (4-58): قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الاستثمارية المحلية بمصر

قيمة المؤشر (RAP)	δ_m	R_F	δ_p	R_p	
-49.98	73.28%	13.32%	14.32%	0.95%	محفظة مكونة من أصلين
-67.05	73.28%	13.32%	11.05%	1.20%	محفظة مكونة من ثلاثة أصول
-66.19	73.28%	13.32%	11.29%	1.07%	محفظة مكونة من أربعة أصول
-63.73	73.28%	13.32%	11.45%	1.28%	محفظة مكونة من خمسة أصول

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة المحلية

في مصر والملحق رقم 17، 22

2-التحليل:عوائد المحافظ المحلية سوف تصبح (-49.28%، -67.05%، -66.19%، -63.73%)بدلاً من(0.95%، 1.20%، 1.07%، 1.28%) على الترتيب في حالة انخفاض معدل المخاطر الكلية لتصل إلى نفس معدل المخاطر الكلية للسوق، وعليه سوف ينخفض عائد المحافظ عن عائد السوق.

المطلب الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية الدولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف في السوقين نتطرق في هذا المطلب إلى تقييم المحافظ الاستثمارية الدولية المشكلة في كلا السوقين باستخدام مؤشر شارب، ترينور ومؤشر الأداء المعدل بالمخاطر.

الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الاستثمارية الدولية في السوقين

أولاً-تطبيق مؤشر شارب على المحفظة الاستثمارية الدولية في ظل التغطية في سوق السعودية

1-حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة شارب والاعتماد على المعطيات الخاصة بالأصول المشكلة للمحفظة

الاستثمارية الدولية تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الجدول رقم(4-59): قيمة شارب للمحفظة الدولية في ظل التغطية بالسعودية

قيمة شارب (S)	R _F	δ_p	R _P	
6.15	1.24%	4.19%	27.01%	المحفظة الدولية في ظل التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة الدولية

في ظل التغطية بالسعودية و الملحق رقم16

2-التحليل: ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول ان المحفظة الدولية حققت عائد إضافي من كل وحدة مخاطرة كلية يقدر ب 6.15 وحدة عائد، وعلى الرغم من أن معدل المخاطر في السوق 6.69% أكبر من معدل مخاطر المحفظة 4.19% إلا أن المحفظة حققت عوائد أكبر من عائد السوق. ويرجع السبب في ذلك إلى استراتيجية الاستثمار في المحفظة والمركزة على الأسهم إضافة إلى تنوعها سواء كانت المحلية أو الدولية والتي تهدف إلى تحقيق نمو رأس المال على المدى الطويل.

ثانياً-تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الدولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف في مصر

1- حساب قيمة المؤشر: بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ الدولية وعلاقة شارب تم التوصل

إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم(4-60): قيمة شارب للمحافظ الدولية في ظل التغطية بمصر

قيمة شارب (S)	R _F	δ_p	R _P	
3.25	13.32%	4.19%	26.94%	المحفظة الدولية في ظل التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة الدولية

في ظل التغطية بمصر و الملحق رقم 17

2-التحليل: إن المحفظة الدولية حققت عائد إضافي من كل وحدة مخاطر كلية تقدر ب 3.25 وحدة عائد، بحيث أن معدل المخاطر الكلية للسوق 73.28% أكبر من معدل المخاطر الكلية للمحفظة الدولية 4.19%، وعلى الرغم من ذلك نجد أن المحفظة حققت عوائد أكبر من عائد السوق والسبب يرجع إلى تنوع الأصول في المحفظة كما أنها غير مقتصرة على الأصول المحلية بل تشمل أصول من دول أجنبية أخرى.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الاستثمارية الدولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف في السوقين

أولاً-تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الدولية في ظل التغطية في السعودية

1-حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة ترينور والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية الدولية تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الجدول رقم(4-61): قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية الدولية في ظل التغطية بالسعودية

قيمة ترينور (T)	R _F	B _P	R _P	
0.67	1.24%	0.38	27.01%	المحفظة الدولية في ظل التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة الدولية

في ظل التغطية والملحق رقم 16، 24

2-التحليل: إن العائد الإضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة والمقدرة بـ 0.67 وحدة عائد وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بالسوق، وبمأن معامل بيتا $B=0.38 < 1$ فهذا يعني أن مخاطر المحفظة 4.19% أقل من مخاطر السوق 6.69% .

ثانياً-تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الدولية في ظل التغطية في مصر: بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ الدولية وعلاقة ترينور تم التوصل إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم(4-62): قيمة ترينور للمحافظ الدولية في ظل التغطية بمصر

قيمة ترينور (T)	R _F	B _P	R _P	
153.033	13.32%	0.009	26.94%	المحفظة الدولية في ظل التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحافظ الدولية في ظل التغطية بمصر

والملاحق رقم 17، 24

2-التحليل: إن المحفظة الدولية حققت عائد إضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدرها 153.033 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بالسوق وبمأن معامل بيتا أقل من الواحد فإن مخاطر المحفظة الدولية 4.19% أقل من مخاطر السوق 73.28% .

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر في ظل التغطية بالسوقين

أولاً- تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ الدولية في ظل التغطية في السعودية

1- حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة المؤشر والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية الدولية
تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الجدول رقم(4-63): قيمة مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل التغطية

بالسعودية

قيمة المؤشر (RAP)	δ_m	R_F	δ_p	R_p	
42.38	6.69%	1.24%	4.19%	27.01%	المحفظة الدولية في ظل التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة الدولية

في ظل التغطية بالسعودية و الملحق رقم 16، 20

2- التحليل: عائد المحفظة الدولية سوف يصبح 42.28% بدلا من 27.01% في حالة رفع معدل المخاطر الكلية في استثمارات المحفظة لتصل إلى نفس المخاطر الكلية للسوق، وعلى الرغم من رفع نسبة المخاطرة إلا أن عائد المحفظة أكبر من عائد السوق وهذا يرجع إلى توجهات الاستثمار في المحفظة والمركزة على الأسهم المحلية إضافة إلى الأجنبية.

ثانياً- تطبيق مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر على المحافظ الدولية في ظل التغطية في مصر: بالاعتماد

على البيانات الخاصة بالمحافظ الدولية وعلاقة المؤشر تم التوصل إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم(4-64): قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل التغطية بمصر

قيمة المؤشر (RAP)	δ_m	R_F	δ_p	R_p	
251.52	73.28%	13.32%	4.19%	26.94%	المحفظة الدولية في ظل التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة الدولية

بمصر والملحق رقم 17، 22

2- التحليل: من خلال الجدول نجد أن عوائد المحفظة الدولية سوف تصبح 251.52 بدلا من 26.94% في حالة رفع معدل المخاطر الكلية في استثمارات المحفظة لتصل إلى نفس مخاطر السوق، وعلى الرغم من رفع نسبة المخاطرة إلا أن عائد المحفظة الدولية أكبر من عائد السوق والسبب في ذلك يرجع إلى تركيز المحفظة على الاستثمار في الأسهم المحلية والأجنبية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

المطلب الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية الدولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف في
السوقين

نتطرق في هذا المطلب إلى تقييم المحافظ الاستثمارية الدولية المشككة في كلا السوقين باستخدام مؤشر
شارب، ترينور ومؤشر الأداء المعدل بالمخاطر.

الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الاستثمارية الدولية في السوقين

أولاً- تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الاستثمارية الدولية في ظل عدم التغطية في سوق السعودية
1- حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة شارب والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية الدولية
تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الجدول رقم (4-65): قيمة شارب للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بالسعودية

قيمة شارب (S)	R_F	δ_p	R_p	
4.69	1.24%	4.48%	22.28%	المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة الدولية والملحق رقم 16
2- التحليل: إن العائد الإضافي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 4.69 وحدة عائد،
وعليه فإن معدل مخاطرة السوق 6.69% أكبر من مخاطر المحفظة الدولية 4.48%، وعلى الرغم من ذلك
فإن عائد المحفظة أكبر من عائد السوق. والسبب في ذلك يرجع إلى السياسة المنتهجة في الاستثمار بالمحفظة
الدولية المركزة على الأسهم المحلية والدولية مع الأخذ بعين الاعتبار بسعر الصرف المتغير.

ثانياً- تطبيق مؤشر شارب على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف في مصر

1- حساب قيمة المؤشر: بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ الدولية وعلاقة شارب تم التوصل إلى

النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم (4-66): قيمة شارب للمحافظ الاستثمارية الدولية في ظل عدم التغطية بمصر

قيمة شارب (S)	R_F	δ_p	R_p	
4.57	13.32%	10.54%	61.54%	المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد الجداول الخاصة بالمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بمصر والملحق

رقم 17

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

2-التحليل: نلاحظ أن العائد الاضائي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية يقدر بـ 4.57 وحدة عائد، حيث أن معدل مخاطرة السوق 73.28% أكبر من معدل مخاطرة المحفظة الدولية 10.54% ولهذا نجد أن عائد المحفظة 61.54% أكبر من عائد السوق 6.34%، ويرجع ذلك إلى تركيز الاستثمار على الأسهم المحلية والأجنبية مع الأخذ بعين الاعتبار بالتغير في سعر الصرف.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الاستثمارية الدولية في السوقين

أولاً-تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية في السعودية

1-حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة ترينور والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية الدولية تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الجدول رقم(4-67): قيمة ترينور للمحافظ الاستثمارية الدولية في ظل عدم التغطية بالسعودية

قيمة ترينور (T)	R _F	B _P	R _P	
0.4728	1.24%	0.44	22.28%	المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد معطيات الجداول الخاصة بالمحفظة الدولية

في ظل عدم التغطية و الملحق رقم 16، 24

2-التحليل: ما يمكن ملاحظته من خلال قيمة شارب أن المحفظة الاستثمارية الدولية حققت عائد إضافي عن كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 0.47 وحدة عائد، وبمأن معامل بيتا $B=0.44 < 1$ فإن مخاطر المحفظة 4.48% أقل من مخاطر السوق 6.69%، وهذا ما أدى إلى ارتفاع عوائد المحفظة من 22.28% إلى 47.28%.

ثانياً-تطبيق مؤشر ترينور على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية في مصر:

1- حساب قيمة المؤشر: بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ الدولية وعلاقة ترينور تم التوصل إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي

الجدول رقم(4-68): قيمة ترينور للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بمصر

قيمة ترينور (T)	R _F	B _P	R _P	
178.592	13.32%	0.0027	61.54%	المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد معطيات الجداول السابقة الخاصة بالمحفظة الدولية

في ظل عدم التغطية بمصر والملحق رقم 17، 24

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية
في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

2-التحليل: استطاعت المحفظة الدولية تحقيق عائد إضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدرها 178.592 وحدة عائد ، وبمأن معامل بيتا $B=0.0027 < 1$ هذا ما يجعل مخاطر محفظة السوق 73.28% أكبر من مخاطر المحفظة الدولية 10.54% مما أدى إلى ارتفاع عوائد المحفظة.

الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف بالسوقين أولاً-تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية في السعودية
1-حساب قيمة المؤشر: بتطبيق علاقة المؤشر والاعتماد على المعطيات الخاصة بالمحافظ الاستثمارية الدولية تظهر النتائج التالية من خلال الجدول

الجدول رقم(4-69): قيمة مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية
بالسعودية

قيمة المؤشر (RAP)	δ_m	R_F	δ_p	R_p	
32.66	6.69%	1.24%	4.48%	22.28%	المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول الخاصة بالمحفظة الدولية في ظل عدم التغطية
بالسعودية والملحق رقم 16، 21

2-التحليل: من خلال الجدول نلاحظ أن عوائد المحفظة سوف تصبح 32.66% بدلا من 22.28% في حالة الرفع من معدل المخاطرة الكلية للمحفظة لتصل إلى مستوى المخاطرة الكلية للسوق، ومنه يمكن القول أنه عند الرفع من درجة مخاطرة المحفظة يصبح عائد المحفظة 32.66% أكبر من عائد السوق.

ثانيا-تطبيق مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر على المحافظ الدولية في ظل عدم التغطية في مصر:
بالاعتماد على البيانات الخاصة بالمحافظ الدولية وعلاقة المؤشر تم التوصل إلى النتائج الملخصة في الجدول الموالي
الجدول رقم(4-70): قيمة مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ الدولية في ظل عدم التغطية بمصر

قيمة المؤشر (RAP)	δ_m	R_F	δ_p	R_p	
348.57	73.28%	13.32%	10.54%	61.54%	المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول الخاصة بالمحفظة الدولية

في ظل عدم التغطية بمصر والملحق رقم 17، 23

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

2-التحليل: من خلال حساب قيمة المؤشر نجد ان عوائد المحفظة الدولية سوف تصبح 348.57% بدلا من 61.54% في حالة الرفع من معدل المخاطر الكلية للمحفظة إلى نفس المخاطرة الكلية للسوق، وعلى الرغم من هذا فإن عائد المحفظة يبقى أكبر من عائد السوق.

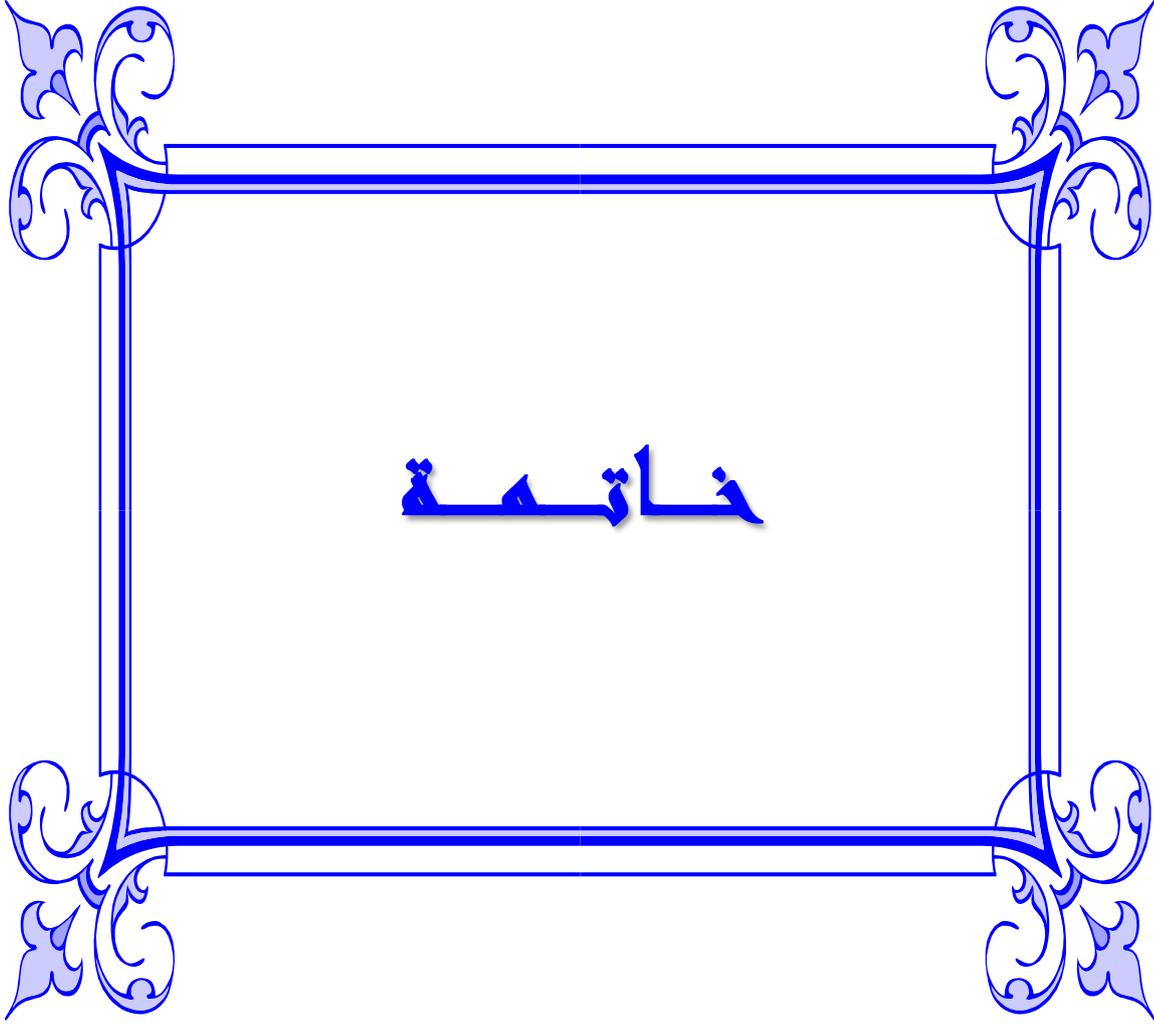
خلاصة الفصل

توصلنا من خلال هذا الفصل إلى مجموعة من النتائج يمكن ايجازها فيما يلي:

- التنوع يساهم في تخفيض درجات مخاطر المحفظة الاستثمارية وهذا ما توصلنا اليه من خلال دراستنا بحيث وجدنا أن المحافظ المحلية المشككة سواء في سوق السعودية أو مصر كلما زاد عدد أصول المحفظة أدى إلى تخفيض المخاطر، فعلى سبيل المثال المحفظة المكونة من أصلين في السعودية حققت عائد 0,68% ومخاطر مقاسة بالانحراف المعياري قدرها 9,30% مقارنة بالمحفظة المكونة من خمسة أصول حققت عائد مقبول قدره 5,42% ومخاطر متدنية قدرها 7,37%. نفس الشيء بالنسبة للمحافظ المشككة في مصر فالمحفظة المكونة من أصلين حققت عائد قدره 0,95% ومخاطر 14,32% مقارنة بالمحفظة المكونة من خمسة أصول والتي حققت عائد قدره 1,28% ومخاطر مقاسة بالانحراف المعياري والتي بلغت 11,45%. أما التنوع الدولي يلعب دورا كبيرا في تدنية المخاطر المنتظمة والمقاسة بمعامل بيتا إلى أدنى مستوياتها، فبالمقارنة بين المحفظة المحلية في السعودية بلغت مخاطرها المنتظمة والمقاسة بمعامل بيتا 0,91 أما معامل بيتا للمحفظة الدولية فقط انخفض سواء في حالة التغطية أو عدم التغطية فمثلا في حالة التغطية قدر بـ 0,37 أما في حالة عدم التغطية قدر بـ 0,43، نفس الأمر تحقق في مصر فالمحفظة المكونة من خمسة أصول قدر معامل بيتا بـ 0,009 مقارنة بانخفاض هذا المعامل في المحافظ الدولية ففي حالة التغطية بلغ 0,0008 أما في حالة عدم التغطية قدر بـ 0,003؛
- المحافظ الدولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف تحقق مزايا أفضل للعائد والمخاطر مقارنة بنظيرتها في ظل عدم التغطية، وهذا ما توصلنا اليه من خلال تشكيلنا للمحافظ في السعودية بحيث قدر عائد ومخاطر المحفظة الدولية في ظل التغطية بـ 27,01% و 4,19% على التوالي مقارنة بما حققته المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية والتي قدر عائدها ومخاطر بـ 22,28% و 4,48%. نفس النتيجة توصلنا إليها من خلال تشكيلنا للمحافظ الدولية في مصر فقد حققت المحفظة الدولية في ظل التغطية عائد ومخاطر قدر بـ 26,94% و 4,19% على التوالي مقارنة بالمحفظة الدولية في ظل عدم التغطية والتي بلغت عائدها و مخاطرها على التوالي 61,54% و 10,54%؛

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لدور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية حالة السعودية ومصر من 2007-2018

- من خلال تطبيق مؤشر شارب على المحافظ المشككة في السعودية نجد أن المحافظ المحلية الثلاثة الأولى حققت عائد سلبي أما المحفظة الرابعة فقد حققت عائد اضافي في ظل المخاطر الكلية، نفس الأمر بالنسبة للمحافظ الدولية في ظل التغطية وفي ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف حققت عائد اضافي. كما ان تطبيقه على المحافظ المشككة في مصر أن جميع المحافظ المحلية حققت عائد سلبي، أما المحافظ الدولية في ظل التغطية وعدم التغطية حققت عائد إضافي من كل وحدة مخاطر كلية ؛
- أما النتائج المتعلقة بمؤشر ترينور فقد حققت المحافظ الثلاثة المحلية في السعودية عائد سلبي من كل وحدة مخاطر منتظمة على عكس المحفظة الرابعة التي حققت عائد اضافي، أما بالنسبة للمحافظ الدولية فكلا المحفظتين حققت عائد إضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة. أما فيما يخص تطبيقه على المحافظ المحلية في مصر فجميعها حققت عائد سلبي من كل وحدة مخاطرة منتظمة على عكس المحافظ الدولية في كلا الحالتين حققت عائد اضافي؛
- إن نتائج تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر على المحافظ المحلية في السعودية بين ارتفاع عوائد المحافظ في ظل تساوي المخاطر الكلية للسوق، نفس النتيجة توصلنا اليها عند تطبيقه على المحافظ الدولية في كلا الحالتين. عند تطبيقه على المحافظ المحلية في مصر فقد انخفضت عوائد المحافظ في ظل تساوي مخاطرها مع المخاطر الكلية للسوق، على عكس المحافظ الدولية في كلا الحالتين ارتفعت عوائدها في ظل تساوي مخاطرها مع المخاطر الكلية للسوق.



خاتمة

يعتبر التنوع استراتيجية تستخدم في بناء المحافظ الاستثمارية سواء المحلية أو الدولية ومن شأن التنوع الجيد التخفيض من المخاطر التي قد تتعرض لها المحفظة دون أن يحدث ذلك تأثير عكسي على العائد، وقد حاولنا من خلال دراستنا التركيز على التنوع الدولي من خلال إظهار دوره في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية بالتطبيق على السوق المالي لكل من السعودية ومصر.

اختبار صحة الفرضيات:

الفرضية الأولى: تم اثبات صحتها لأن كلما كان الارتباط بين مؤشرات السوق كبير ساهم في انتقال الأزمات بسرعة بين الدول وهو ما أثبتناه في الدراسة التطبيقية من خلال دراسة مصفوفة الارتباط بين الأسواق المالية عينة الدراسة والتي تم تقسيمها إلى مرحلتين خلال أزمة 2008 وجدنا الارتباط كبير مما تأثرت الأسواق بالأزمة أما المرحلة الثانية انخفضت درجة الارتباط بين الأسواق .

الفرضية الثانية: تم اثبات صحتها جزئياً ، بحيث ان التنوع الدولي يساهم في تدنية المخاطر المنتظمة والمقاسة بمعامل بيتا ، وهو ما توصلنا اليه من خلال دراستنا للمحافظ المشكلة سواء في السعودية أو مصر والتي لاحظنا ان معامل بيتا انخفض للمحافظ الدولية مقارنة بالمحافظ المحلية .

الفرضية الثالثة: تم اثبات صحتها، لأنه كلما كان معامل الارتباط سالب أو موجب غير تام بين الأسواق المالية وبالتالي بين الأصول الداخلة في تشكيل المحافظ يكون أفضل وينعكس بالإيجاب على عائد ومخاطر المحفظة.

الفرضية الرابعة: تم اثبات صحتها، لأنه في حالة التغطية ضد خطر الصرف تتحقق مزايا أفضل للمحفظة الدولية والتي تؤدي إلى تدنية المخاطر مقارنة بنظيرتها في حالة عدم التغطية.

نتائج الدراسة:

من خلال دراستنا توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن إيجازها فيما يلي:

- تعد الأزمة المالية لسنة 2008 من أخطر الأزمات التي مست الاقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد الكبير سنة 1929، وبسبب انفتاح الاقتصاديات على بعضها البعض أدى إلى انتقالها إلى دول أخرى وأثرت على القطاعات الاقتصادية من أهمها السوق المالي واستمرت تداعياتها إلى ظهور أزمة الديون السيادية سنة 2011؛
- يعد كل من السوق المالي السعودي والمصري من الأسواق المالية الناشئة وذلك بانضمامهما إلى مجموعة المؤشرات العالمية (فوتسي راسل، مؤشر مورغان ستاتلي العالمي إم أس سي، اس آند بي داوجونز)؛

- التنوع يساهم في تخفيض درجات مخاطر المحفظة الاستثمارية وهذا ما توصلنا اليه من خلال دراستنا بحيث وجدنا أن المحافظ المحلية المشككة سواء في سوق السعودية أو مصر كلما زاد عدد أصول المحفظة أدى إلى تخفيض المخاطر، فعلى سبيل المثال المحفظة المكونة من ثلاثة أصول حققت عائد 0,85% ومخاطر قدرت بـ 8,44% مقارنة بالمحفظة المكونة من خمسة أصول حققت عائد مقبول قدره 5,42% ومخاطر متدنية قدرها 7,37%. نفس الشيء بالنسبة للمحافظ المشككة في مصر فالمحفظة المكونة من أصلين حققت عائد قدره 0,95% ومخاطر 14,32% مقارنة بالمحفظة المكونة من خمسة أصول والتي حققت عائد قدره 1,28% ومخاطر مقاسة بالانحراف المعياري والتي بلغت 11,45%. أما التنوع الدولي يلعب دورا كبيرا في تدنية المخاطر المنتظمة والمقاسة بمعامل بيتا إلى أدنى مستوياتها، فبالمقارنة بين المحفظة المحلية في السعودية بلغت مخاطرها المنتظمة والمقاسة بمعامل بيتا 0,91 أما معامل بيتا للمحفظة الدولية فقط انخفض سواء في حالة التغطية أو عدم التغطية فمثلا في حالة التغطية قدر بـ 0,37 أما في حالة عدم التغطية قدر بـ 0,43، نفس الأمر تحقق في مصر فالمحفظة المكونة من خمسة أصول قدر معامل بيتا بـ 0,009 مقارنة بانخفاض هذا المعامل في المحافظ الدولية ففي حالة التغطية بلغ 0,0008 أما في حالة عدم التغطية قدر بـ 0,003 ؛

- المحافظ الدولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف تحقق مزايا أفضل للعائد والمخاطر مقارنة بنظيرتها في ظل عدم التغطية، وهذا ما توصلنا اليه من خلال تشكيلنا للمحافظ في السعودية بحيث قدر عائد ومخاطر المحفظة الدولية في ظل التغطية بـ 27,01% و 4,19% على التوالي مقارنة بما حققته المحفظة الدولية في ظل عدم التغطية والتي قدر عائدها ومخاطر بـ 22,28% و 4,48%. نفس النتيجة توصلنا اليها من خلال تشكيلنا للمحافظ الدولية في مصر فقد حققت المحفظة الدولية في ظل التغطية عائد ومخاطر قدر بـ 26,94% و 4,19% على التوالي مقارنة بالمحفظة الدولية في ظل عدم التغطية والتي بلغت عائدها و مخاطرها على التوالي 61,54% و 10,54%؛

- المستثمر عند تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية لابد من الأخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط بين الأصول الداخلة في تشكيل المحفظة إضافة إلى سعر الصرف للدول التي تشهد استقرار في عملتها لأن ذلك سوف ينعكس على العائد والمخاطر؛

- كلما كان معامل الارتباط بين الأسواق المالية للدول ضعيف (سالب أو موجب غير تام) يكون أفضل عند تشكيل محافظ استثمارية فهذا يؤثر بالإيجاب على عائدها ومخاطرها، وهذا ما تبين لنا عند دراسة مصفوفة الارتباط بين الأسواق المالية أثناء وبعد الأزمات المالية؛

- تم تقييم أداء المحافظ المشككة سواء المحلية أو الدولية باستخدام أهم مؤشرات أداء المحافظ والمتمثلة في مؤشر شارب، ترينور ومؤشر الاداء المعدل بالمخاطر، بحيث وجدنا أن أداء أغلب المحافظ مقبول

الاقتراحات:

- ضرورة التنوع في المحفظة بعرض توزيع المخاطر وتقليلها بحيث يكون عائد الأداة مناسب لدرجة مخاطرها، أي تكون هناك موازنة بين العائد والمخاطر؛
- ضرورة التوعية وتكثيف الاعلان عن المحافظ الاستثمارية حتى يتعرف عليها جمهور المستثمرين وعلى المزايا المتحصل منها؛
- يجب توفير معلومات للمستثمرين عن جميع الأصول الاستثمارية بقصد اتخاذ قرارات الاستثمار الصحيحة؛
- العمل على تشجيع المستثمرين بتكوين محافظ استثمارية التي تتيح فرصة تحقيق عائد أفضل ومخاطر مقبولة مقارنة بالاستثمار في كل أصل على حدى؛
- ضرورة تعميق الأسواق المالية في الدول العربية بهدف حشد الموارد المالية طويلة الأجل وجذب رؤوس الأموال علاوة على تشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بغرض تشكيل محفظة متنوعة من الأصول الأجنبية من طرف المستثمر المحلي والتي تحقق له مزايا أفضل من تكوين محفظة من أصول محلية فقط؛
- ضرورة توجه الجزائر إلى تطوير سوقها المالي عن طريق تنوع في الأصول المتداولة من حيث الحجم والآجال فيه بغرض استقطاب مستثمرين محليين وأجانب، مما يحفزهم على تكوين محافظ متنوعة؛

الآفاق: لا تتوقف الدراسة عند بحثنا هذا بل توجد مواضيع أخرى منها

- دراسة قياسية لدور التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية تجارب دول ناشئة ومتقدمة
- أثر التنوع على خصائص المحافظ الاستثمارية الإسلامية
- اثر معامل الارتباط والأوزان النسبية على المحافظ الاستثمارية دراسة مقارنة بين محافظ استثمارية محلية ودولية.
- أثر خطر الصرف على مخاطر المحفظة الاستثمارية تجارب دولية.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية :

- الكتب:

- 1- أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 1997.
- 2- أحمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة (بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2011.
- 3- أحمد مداني، الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2018.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوي، عمان، الأردن، سنة 2010.
- 5- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، سنة 2004.
- 6- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار بالبورصة التحليل الأساسي، الطبعة الأولى، دار السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، سنة 2008.
- 7- أشرف محمد دوابة، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، سنة 2006.
- 8- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، سنة 2010.
- 9- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، مصر، سنة 2007.
- 10- بن علي بلعزوز وآخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2013.
- 11- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر، الجزائر، سنة 2002.
- 12- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة الجزائر، سنة 2002.

- 13- جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2003.
- 14 - جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2002.
- 15 - جيهان جمال، عالم البورصة، الطبعة الثالثة، مركز الدراسات الاقتصادية، مصر، سنة 2011.
- 16- حسني علي حربوش وآخرون، الأسواق المالية : المفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، سنة 1998.
- 17 - حسين بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، سنة 2002.
- 18- حسين محمد حسين سمحان، دراسات في الإدارة المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، سنة 2011.
- 19- حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات شركات، مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2007..
- 20- حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2000.
- 21 - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2004.
- 22- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، سنة 2010.
- 23- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009.
- 24- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، سنة 2012.
- 25- رسيمة أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2005.

- 26 - سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، 2008.
- 27 - سامي محمد هشام حريز، المهارة في إدارة الأزمات وحل المشكلات الأسس النظرية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار البداية ، عمان، الأردن، سنة 2007
- 28- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، سنة 2005.
- 29- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار اليازة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 257.
- 30- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، سنة 2001.
- 31- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، سنة 2002.
- 32- ضياء مجيد، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، سنة 2003.
- 33- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كليوباترا للطباعة، مصر، سنة 1998.
- 34- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسات الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2005.
- 35- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010.
- 36- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم وعدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2005.
- 37- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم، وسندات وثائق الاستثمار والخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2001.
- 38- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، سنة 2010.

- 39- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2009.
- 40- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، سنة 1998..
- 41- عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، سنة 1999.
- 42- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008.
- 43- عصام محمد العرييد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، سنة 2008.
- 44- عصمان جلال عصمان، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2010.
- 45- عصمان جلال عصمان، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارن، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2010.
- 46- علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2012.
- 47- عماد عزازي، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2010.
- 48- عمر يوسف عبد الله عبانته، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، اربد، الأردن، سنة 2011.
- 49- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009.
- 50- فارس ناصيف الشيبيري، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية (1)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2012.
- 51- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر، سنة 1998.
- 52- فريد راغب النجار، إدارة التغيير الاستراتيجي العربي لمواجهة الأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2009.

- 53- فلاح حسن الحسيني، مؤيدي عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن، سنة 2000.
- 54- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، سنة 2006.
- 55- فيصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، "الأسس النظرية والعملية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008.
- 56- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الثقافة، عمان، الأردن، سنة 2009.
- 57- قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، سنة 2006.
- 58 - ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2011.
- 59- محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية، إنذار الرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2011.
- 60- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2001.
- 61- محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2013.
- 62- محسن أحمد الخضير، إدارة الأزمات منهج اقتصادي إداري لحل الأزمات على مستوى الاقتصاد القومي والوحدة الاقتصادية، الطبعة الثانية، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر، سنة 1990.
- 63- محفوظ أحمد جودة وآخرون، الأسهم المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010.
- 64 - محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطويجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، مصر، سنة 2004.
- 65- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، سنة 2006.

- 66- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2005.
- 67- محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2011.
- 68 _ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة(أسهم، سندات، أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2006.
- 69- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2005.
- 70 _ محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2014.
- 71- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية(مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2005.
- 72- محمود يونس، عبد المنعم مبارك، مقدمة في البنوك وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2003.
- 73- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، سنة 2008.
- 74- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان، سوريا، سنة 2009.
- 75- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، سنة 2007..
- 76- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الطبعة الأولى، الدراسات المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، سنة 2007.
- 77- منير إبراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، سنة 2002.
- 78- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، سنة 2003.

- 79- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، سنة 2008.
- 80- مهند حنا نقولا عيسى، إدارة مخاطر المحافظ الائتمانية، الطبعة الأولى، دار اليازة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010.
- 81- نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، مصر، سنة 2003.
- 82- نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، سنة 2007.
- 83- هاشم فوزي ياسين العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008.
- 84- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009.
- 85- وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2012.
- 86- وليد صافي، وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009.
- الرسائل والأطروحات:
- 1- إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والإستراتيجية اللازمة لمواجهةها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة سانت كليمنتسن العالمية، تخصص الاقتصاد العام، العراق، سنة 2011.
- 2- بلجيلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لعوائد أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996_2006، مذكرة ماجيستر، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة قسنطينة، الجزائر، دفعة 2009_2010.
- 3- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة BNP PARIBAS، مذكرة ماجيستر، جامعة قسنطينة، الجزائر، سنة 2006_2007.

- 4- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة تجربة جمهورية مصر العربية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، سنة 2011-2012.
- 5- ظاهر لفي النويران، بناء المحافظ الاستثمارية وفقا لتفضيلات المستثمرين تجاه العائد والمخاطرة في بورصة عمان دراسة تطبيقية، مذكرة ماجستير، جامعة آل البيت، الأردن، سنة 2002.
- 6- علا السيد محمد حسن، ادارة محفظة الأوراق المالية تحليل نظري، مذكرة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة القاهرة، مصر، سنة 2001.
- 7- محمد أحمد البلخي، دراسة اثر التنويع الدولي على المحفظة المالية (دراسة تطبيقية)، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سورية، دفعة 2012-2013.
- المجلات:
- 1- أحمد السيد علي، أزمة اليونان سياسات صارمة، مجلة تداول، مجلة السوق المالية السعودية، مارس 2010.
- 2- أوكيل نسيمه وآخرون، الأزمة المالية في منطقة الأورو، أسباب نشوبها وانتشارها، مقالة في مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، مصر، العددان 61 و 62، سنة 2013.
- 3- ابراهيم راشد الشمري، دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفؤة (دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية)، مقالة في مجلة الإدارة و الاقتصاد، العدد الخامس والسبعون، جامعة بغداد، العراق، سنة 2009.
- 4- السيد إبراهيم الدسوقي، التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية، مقالة في مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد الثالث، جدة، السعودية، سنة 1990.
- 5- الغرفة التجارية الصناعية، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مركز الدراسات والبحوث، إصدار سنوي، العدد 19، الرياض، السعودية، سنة 2011.
- 6- إلياس خضير الحمدوني، فاعلية التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية دراسة في عينة من الشركات المساهمة والمسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مقالة في مجلة تنمية الرافدين، جامعة العراق، العدد 112، المجلد 35، سنة 2013.

- 7- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مقالة في مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة ورقلة، سنة 2004.
- 8- ترهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية الراهنة، مقالة في مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سورية، المجلد 26، العدد 02، سنة 2010.
- 9- جلال إبراهيم العبد، محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، مقالة في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد 53، العدد الأول، جامعة الإسكندرية، مصر، جانفي 2016.
- 10- حسن إسماعيل فارس، مؤشر مقترح لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار لأسواق رأس المال العربية، مقالة في مجلة الشروق للعلوم التجارية، العدد الأول، جوان 2007.
- 11- حسن إسماعيل فارس، آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية، مقالة في مجلة الشروق للعلوم التجارية، العدد الثاني، جامعة الإسكندرية، مصر، جوان 2008.
- 12- رابيس حدة، الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية، مقالة في مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 16، سنة 2009.
- 13- صالح مفتاح، الأزمة المالية العالمية، مقالة في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 8، جامعة بسكرة، سنة 2010.
- 14- عادل مبروك، عصران جلال عصران، أثر متغيرات سوق الأوراق المالية على أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية مقارنة بين الصناديق المفتوحة والمغلقة خلال الفترة 1996-2002، مقالة في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 71، جامعة القاهرة، مصر، سنة 2008.
- 15- عبد العزيز شويش عبد الحميد وآخرون، دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مقالة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، العراق، سنة 2010.
- 16- علا عادل علي، الأزمة المالية العالمية: تأثيرها وطرق مواجهتها، مقالة في مجلة النهضة، المجلد الرابع عشر، العدد الأول، مصر، جانفي 2013.
- 17- عيد النبي الطيب الجيلاني، مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية، مقالة في مجلة المال والاقتصاد، العدد 59، السودان، سنة 2008.

- 18- لبنى محمد أبو العلا، صناديق الاستثمار في مصر كأداة ادخار واستثمار، مقالة في مجلة المال والتجارة، المجلد 27، العدد 314، مصر، سنة 1995.
- 19- محمد خبش، الأزمة المالية اليونانية إلى أين؟، مقالة في مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد الخاص 3 و 4، عمان، الأردن، سنة 2011.
- 20- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مقالة في مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العددان 48 و 49، القاهرة، مصر، سنة 2009، 2010.
- 21- هوارى سوسي، غالية ماليك، أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية دراسة ميدانية لمجموعة من الأسواق المالية خلال الفترة 2010-2013، مقالة في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 13، 2013.
- الملتقيات والندوات**
- 1- برهوم أسماء، برهوم هاجر، أزمة اليونان، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2011
- 2- زاييري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة الأسباب والدروس المستفادة، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول استراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، جامعة الشلف، يومي 25-26 نوفمبر 2008.
- 3- سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية، أبو ظبي، سنة 2007.
- 4- صفية أحمد أبوبكر، تكوين محفظة استثمارية مثلى (بالتطبيق على شركة التأمين المصري)، ورقة بحثية مقدمة لملتقى أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6_8 مارس 2006.
- 5- عبد القادر لحو، إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، يومي 28-29 أبريل 2010.

6-علا محمود أنور، إستراتيجية التنويع الدولي كوسيلة لتحسين أداء محفظة الأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر السنوي السابع حول أسواق المال العربية الواقع والتحديات والتطلعات، الإسكندرية، مصر، 25-27 أكتوبر 2007.

7- فوزي محيريق، عقبة عبد اللاوي، مصيدة السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة بين وصمة من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني، الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية والنظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5 و 6 ماي 2009.

8- محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، يومي 13 و 14 مارس 2009.

التقارير :

1- تقارير البورصة المصرية من 2007-2018.

2- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الخامس والخمسون، السعودية، 1440هـ-2019م.

3- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، السعودية 1439هـ- 2018م.

ثانياً: باللغة الأجنبية :

- الكتب

- 1- Bertani, christine, portfolio management in practice, elsevier ltd, london, 2004.
- 2--Bertrand Jaquillat, Bruno sonlik, Marché financier gestion de portefeuille et des risques, Dunod, paris, France, 2002.
- 3- Bertrand Jaquillat ,BurnoSolnik, les marches financiers et la gestion de portefeuille, 2édition,dunod, paris, France, 1976 .
- 4- Caude Broquetetal, Gestion de portefeuille, 4^e édition, édition de Boeck, Belgique, 2004 .
- 5- Erice Barthalon, crises financières, Revue problèmes économiques, paris, France, 1998.
- 6- J . stone, Gestion privée des fonds, traduction de michelrenerd, lucie presse, paris, France, 2001.
- 7- Jacquillat & Solnik, Les Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des Risques, 3^eEdition, paris, France, Dunod, 1997.
- 8- Jeremy Marvon, Marché et instrument financières, Donger Duond, Paris,France, 2009.
- 9- Paul Jacques, bourse et marchés financiers, 2^{ème}Edition, dunod, paris, France, 2005.

- 10- Ikhlās Gurrib and Saad Alshahrani, **Diversification in portfolio Risk Management the cas of the UAE financial Market**, international journal of trade, Economics and finance, NEW YORK , vol 3, N6, december 2012.
- 11- Ghassan omet, **The international Diversification of investment portfolios**, Dirasat, Administrative sciences, University of Jordan, volume23, N02, 1996.
- 12- Jean_Laurent VIVIANI, **LA gestion de portefeuille** , 2^{ème} édition , Dunod , Paris, France, 2001 .
- 13-Laurent Bodson et al, **performance de portefeuille**, 2^eédition, pearson education, France , 2010.
- 14- Morissete, Donis, **valeurs Mobiliers et gestion de portefeuille**, Québec, S M G , 1993.
- 15- N. amenc, V.lesourd, "**Théorie du Portefeuille et Analyse de sa performance** , édition Economica, Paris, France, 2002.
- 16- Olivier Picon, **La Bourse** , 14^{ème} édition, Demas, France, 2000.
- 17 -R.Theoret, **traité de gestion de portefeuille**, Vuibert, paris, France , 1996.
- 18- Sall Hallyc, **Introduction to financial Management** Mc Graid- Hill, New york , 1998.
- 19- Vernimmen, **Finance d'entrepris**, 4^e Edition, Dalloz, Paris, France, 2000.

ثالثا: المراجع الإلكترونية

www.mubasher.info/countries/sa

www.egx.com.eg

WWW.Sa.investing.com

-معلومات مباشر السوق المالي السعودي

-موقع البورصة المصرية

- مؤشرات الأسواق

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم 01: مؤشرات الأسواق المالية لكل من الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، السعودية،

الإمارات العربية المتحدة، مصر وماليزيا من 2007-2018

	وم أ	ألمانيا	السعودية	الإمارات	مصر	ماليزيا
2007	0,06	0,22	0,39	0,48	0,51	0,31
2008	-0,33	-0,4	-0,56	-0,59	-0,56	-0,39
2009	0,18	0,23	0,27	0,12	0,35	0,45
2010	0,11	0,16	0,08	-0,05	0,15	0,19
2011	0,05	-0,14	-0,03	-0,06	-0,39	0,007
2012	0,07	0,29	0,05	0,15	0,5	0,1
2013	0,26	0,08	0,25	0,85	0,24	0,11
2014	0,07	0,16	-0,02	0,09	0,32	-0,05
2015	-0,02	0,11	-0,17	-0,11	-0,22	-0,04
2016	0,13	0,06	0,04	0,09	0,76	-0,03
2017	0,25	0,12	0,002	-0,04	0,22	0,09
2018	-0,05	-0,18	0,08	-0,14	-0,13	-0,06

الملحق رقم 02:

• أسعار صرف العملات (الدولار الأمريكي، اليورو، رينغيت ماليزي، درهم اماراتي و جنيه المصري)

مقابل الريال السعودي

	دولار امريكي	يورو	رنغيت ماليزي	درهم اماراتي	جنيه مصري
janv-07	3,7500	4,8884	1,0702	1,0212	0,6583
févr-07	3,7500	4,9637	1,0729	1,0211	0,6585
mars-07	3,7500	5,0091	1,0749	1,0213	0,6583
avr-07	3,7500	5,1183	1,0917	1,0212	0,6598
mai-07	3,7500	5,0457	1,1028	1,0213	0,6589
juin-07	3,7500	5,079	1,0877	1,0212	0,6589
juil-07	3,7500	5,1285	1,0894	1,0212	0,6639
août-07	3,7500	5,1122	1,0747	1,0212	0,6634
sept-07	3,7500	5,34	1,0801	1,0192	0,6697

oct-07	3,7500	5,4204	1,1064	1,0192	0,6783
nov-07	3,7500	5,4293	1,111	1,0149	0,6703
déc-07	3,7500	5,4711	1,122	1,0212	0,6777
janv-08	3,7500	5,5288	1,1491	1,0214	0,6746
févr-08	3,7500	5,5620	1,163	1,0212	0,6809
mars-08	3,7500	5,6959	1,1792	1,0212	0,6874
avr-08	3,7500	5,8545	1,1858	1,0212	0,6955
mai-08	3,7500	5,7840	1,1634	1,0214	0,7021
juin-08	3,7500	5,9224	1,1496	1,0210	0,7016
juil-08	3,7500	5,9029	1,1546	1,0209	0,7066
août-08	3,7500	5,5121	1,1291	1,0209	0,6989
sept-08	3,7500	5,4709	1,0893	1,0210	0,6899
oct-08	3,7500	4,7336	1,0614	1,0208	0,6725
nov-08	3,7500	4,7509	1,0417	1,0210	0,6809
déc-08	3,7500	5,2380	1,062	1,0210	0,6824
janv-09	3,7500	4,8656	1,0508	1,0209	0,6741
févr-09	3,7500	5,1426	1,0326	1,0210	0,6698
mars-09	3,7500	5,1426	1,0247	1,0210	0,6658
avr-09	3,7500	4,8515	1,0401	1,0210	0,6657
mai-09	3,7500	5,1005	1,0648	1,0210	0,667
juin-09	3,7500	5,2266	1,0654	1,0212	0,6704
juil-09	3,7500	5,3004	1,0554	1,0210	0,676
août-09	3,7500	5,3261	1,0647	1,0210	0,6785
sept-09	3,7500	5,4724	1,0762	1,0209	0,6815
oct-09	3,7500	5,5922	1,1047	1,0210	0,6852

nov-09	3,7500	5,5885	1,1078	1,0209	0,6846
déc-09	3,7500	5,4807	1,0955	1,0210	0,6839
janv-10	3,7500	5,4317	1,1112	1,0210	0,6862
févr-10	3,7500	5,1394	1,0987	1,0210	0,6831
mars-10	3,7500	5,1109	1,1318	1,0210	0,6811
avr-10	3,7500	5,1135	1,1723	1,0211	0,6746
mai-10	3,7500	4,7433	1,1485	1,0207	0,6625
juin-10	3,7500	4,4823	1,1522	1,0211	0,6584
juil-10	3,7500	4,7283	1,172	1,0211	0,6578
août-10	3,7500	4,9800	1,1913	1,0211	0,6573
sept-10	3,7500	4,7598	1,2079	1,0211	0,6588
oct-10	3,7500	5,1225	1,209	1,0211	0,6494
nov-10	3,7500	5,2425	1,2022	1,0211	0,6478
déc-10	3,7500	4,8742	1,2017	1,0207	0,6461
janv-11	3,7500	4,9605	1,2268	1,0207	0,6403
févr-11	3,7500	5,1041	1,2335	1,0207	0,6367
mars-11	3,7500	5,1795	1,235	1,0211	0,6293
avr-11	3,7500	5,2770	1,2467	1,0211	0,6305
mai-11	3,7500	5,5526	1,2437	1,0207	0,6311
juin-11	3,7500	5,3696	1,2368	1,0211	0,6283
juil-11	3,7500	5,3640	1,2494	1,0211	0,6295
août-11	3,7500	5,4011	1,2557	1,0211	0,63
sept-11	3,7500	5,0778	1,2111	1,0211	0,6283
oct-11	3,7500	5,2110	1,1977	1,0211	0,6283
nov-11	3,7500	5,0568	1,1966	1,0211	0,6245

déc-11	3,7500	4,8907	1,1858	1,0211	0,6219
janv-12	3,7500	4,7501	1,2144	1,0211	0,6221
févr-12	3,7500	4,9275	1,2413	1,0211	0,6219
mars-12	3,7500	4,9406	1,2293	1,0211	0,621
avr-12	3,7500	4,9252	1,2269	1,0211	0,6203
mai-12	3,7500	4,7756	1,2003	1,0211	0,6209
juin-12	3,7500	4,7130	1,1797	1,0207	0,619
juil-12	3,7500	4,6020	1,1859	1,0211	0,6174
août-12	3,7500	4,6248	1,2033	1,0207	0,6145
sept-12	3,7500	4,8195	1,2192	1,0207	0,6151
oct-12	3,7500	4,8307	1,2276	1,0207	0,6136
nov-12	3,7500	4,7677	1,2263	1,0211	0,6137
déc-12	3,7500	4,8476	1,2278	1,0211	0,5897
janv-13	3,7500	4,9035	1,2322	1,0211	0,5585
févr-13	3,7500	5,0936	1,2109	1,0211	0,5566
mars-13	3,7500	4,8851	1,2062	1,0209	0,5513
avr-13	3,7500	4,8832	1,2304	1,0209	0,5409
mai-13	3,7500	4,9188	1,2421	1,0209	0,537
juin-13	3,7500	4,8862	1,192	1,0209	0,5343
juil-13	3,7500	4,8645	1,1726	1,0209	0,5358
août-13	3,7500	4,9796	1,143	1,0209	0,5369
sept-13	3,7500	4,9458	1,1601	1,0209	0,5442
oct-13	3,7500	5,0763	1,184	1,0209	0,5444
nov-13	3,7500	5,1637	1,1712	1,0209	0,5448
déc-13	3,7500	5,0906	1,1513	1,0209	0,5397

janv-14	3,7500	5,1667	1,1338	1,0209	0,5387
févr-14	3,7500	5,1322	1,1366	1,0209	0,5383
mars-14	3,7500	5,1476	1,1432	1,0209	0,5383
avr-14	3,7500	5,1667	1,1525	1,0209	0,5352
mai-14	3,7500	5,1860	1,1629	1,0209	0,5245
juin-14	3,7500	5,1118	1,1668	1,0209	0,5245
juil-14	3,7500	5,0908	1,1778	1,0209	0,5245
août-14	3,7500	5,0660	1,1814	1,0209	0,5245
sept-14	3,7500	4,8598	1,164	1,0209	0,5247
oct-14	3,7500	4,7878	1,1467	1,0209	0,5247
nov-14	3,7500	4,6711	1,1209	1,0209	0,5249
déc-14	3,7500	4,6910	1,0771	1,0209	0,5249
janv-15	3,7500	4,3115	1,0473	1,0209	0,4953
févr-15	3,7500	4,2759	1,043	1,0209	0,4915
mars-15	3,7500	3,9456	1,0189	1,0209	0,4918
avr-15	3,75000	3,96468	1,0356	1,02094	0,4915
mai-15	3,75000	4,25718	1,0398	1,02094	0,4915
juin-15	3,75000	4,22568	1,0015	1,02094	0,4915
juil-15	3,75000	4,18987	0,9854	1,02094	0,4789
août-15	3,75000	4,10231	0,916	1,02099	0,479
sept-15	3,75000	4,19456	0,8646	1,02096	0,4789
oct-15	3,75000	4,21387	0,8844	1,02110	0,4671
nov-15	3,75000	4,02806	0,8731	1,02103	0,4792
déc-15	3,75000	4,08318	0,8735	1,02097	0,4793
janv-16	3,75000	4,05168	0,8656	1,02094	0,4789

févr-16	3,75000	4,14356	0,8989	1,02103	0,479
mars-16	3,75000	4,12762	0,9338	1,02093	0,4224
avr-16	3,75000	4,25437	0,9603	1,02097	0,4224
mai-16	3,75000	4,29506	0,9253	1,02097	0,4223
juil-16	3,75000	4,16362	0,9333	1,02099	0,4224
août-16	3,75000	4,19343	0,9302	1,02093	0,4224
sept-16	3,75000	4,23018	0,9117	1,02099	0,4225
oct-16	3,75000	4,20731	0,8965	1,02091	0,4224
nov-16	3,75000	3,94950	0,853	1,02094	0,2099
déc-16	3,75000	3,92306	0,8347	1,02107	0,2069
janv-17	3,75000	4,0495	0,843	1,0211	0,2003
févr-17	3,75000	4,03312	0,8426	1,02096	0,2367
mars-17	3,75000	3,96337	0,8447	1,02101	0,2078
avr-17	3,75000	4,05206	0,8512	1,02099	0,2078
mai-17	3,75000	4,07325	0,869	1,02096	0,2072
juin-17	3,75000	4,19400	0,8754	1,02096	0,207
juin-17	3,75000	4,17468	0,9203	1,02099	0,4224
juil-17	3,75000	4,20000	0,874	1,02096	0,2095
août-17	3,75000	4,36631	0,8751	1,02096	0,2126
sept-17	3,75000	4,42687	0,8909	1,02097	0,2126
oct-17	3,75000	4,48837	0,8869	1,02096	0,2125
nov-17	3,75000	4,41075	0,9029	1,02099	0,2121
déc-17	3,75000	4,47637	0,9199	1,02103	0,2109
janv-18	3,75000	4,43775	0,9496	1,02099	0,2121
févr-18	3,75000	4,64325	0,9572	1,02093	0,2124

mars-18	3,75000	4,61156	0,9614	1,02093	0,2127
avr-18	3,75000	4,63500	0,9614	1,02093	0,2124
mai-18	3,75000	4,58043	0,9347	1,02094	0,2096
sept-18	3,75000	4,36031	0,906	1,02091	0,2102
oct-18	3,75000	4,42106	0,9017	1,02091	0,2094
nov-18	3,75000	4,27350	0,8963	1,02094	0,2095
déc-18	3,75000	4,25400	0,9001	1,02091	0,2094

● معدلات العائد لأسهم الشركات السعودية المختارة من جانفي 2007-ديسمبر 2018

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC
janv-07	/	/	/	/	/
févr-07	0,12988235	0,31845794	0,12592593	0,07620529	0,08148148
mars-07	0,01301541	-0,15311005	-0,09210526	0,00867052	-0,12671233
avr-07	0,03422757	-0,06486713	0,15217391	4,08070678	-0,0745098
mai-07	0,02484596	-0,04542403	0,09433962	-0,00949337	0,05932203
juin-07	-0,10502327	-0,09798406	-0,24712644	-0,18570886	-0,068
juil-07	0,12644924	0,04209979	0,15267176	0,24997087	0,12446352
août-07	0,0640631	0,21197007	0,10596026	0,07374604	0,09160305
sept-07	-0,05460134	-0,03888889	-0,10179641	-0,02943475	-0,09440559
oct-07	0,18531268	0,09248555	0,1	0,22222222	0,07722008
nov-07	0,06889319	0,1005291	0,01818182	0,04135558	0,08602151
déc-07	0,24845283	0,25249288	0,05952381	0,02375764	0,10561056
janv-08	-0,17132148	-0,21310776	-0,17977528	-0,10072091	-0,08358209
févr-08	0,13678144	0,09756098	0,04109589	-0,02588181	-0,04560261
mars-08	-0,10318937	-0,17777778	-0,07236842	-0,10619955	-0,15358362
avr-08	0,06976744	0,15315315	0,07092199	0,13863557	0,10080645
mai-08	-0,06354515	-0,09114583	-0,02649007	0,13038121	-0,06227106
juin-08	0,00178571	0,00859599	0,08163265	-0,05382205	-0,0546875
juil-08	-0,07843137	-0,06534091	-0,06289308	-0,19340438	0,0785124
août-08	-0,01740812	0,06990881	0,01342282	-0,0853419	-0,00766284
sept-08	-0,17125984	-0,09659091	-0,05960265	-0,23472575	-0,00772201
oct-08	-0,32066508	-0,17924528	-0,27605634	-0,36232623	-0,06225681
nov-08	-0,3006993	-0,09195402	-0,20233463	-0,0602	-0,20497925
déc-08	0,03	-0,05485232	0,14146341	0	0,02505219
janv-09	-0,07184466	-0,00446429	0,02564103	0,04660566	-0,0407332
févr-09	-0,23430962	-0,15515695	0,03333333	-0,07218381	-0,24203822
mars-09	0,1420765	0,09872611	0,04435484	-0,02410695	0,11764706
avr-09	0,19138756	0,37198068	0,11969112	0,2086234	0,23558897
mai-09	0,36546185	-0,03873239	-0,05862069	0,2133036	0,05983773
juin-09	-0,07720588	-0,08058608	0,03296703	-0,03767228	-0,01435407
juil-09	0,10358566	0,05976096	0,13829787	-0,00429663	-0,02427184
août-09	-0,01083032	0,0075188	-0,09968847	-0,0700016	-0,06268657

sept-09	0,16788321	0,11567164	0,04152249	0,05636707	0,06687898
oct-09	-0,0125	-0,00668896	-0,05647841	0,01333984	-0,08457711
nov-09	0,03481013	0,04040404	-0,01408451	0,00882967	0,01956522
déc-09	0,00917431	-0,0776699	-0,03928571	-0,05649268	-0,05970149
janv-10	0,05454545	0,03859649	0,05204461	-0,07370552	-0,00680272
févr-10	0,02011494	0,02027027	0,0459364	0,00983248	0,01141553
mars-10	0,12112676	0,13245033	0,00337838	0,03461955	0,07223476
avr-10	0,05527638	-0,02923977	0,01346801	-0,00487975	-0,10736842
mai-10	-0,15238095	-0,06927711	-0,07973422	-0,0525394	-0,15801887
juin-10	-0,03651685	-0,02588997	0,05415162	-0,04048059	0,05602241
juil-10	0,00874636	0,05647841	0,06164384	0,00520131	0,0132626
août-10	-0,02023121	-0,03144654	-0,08387097	-0,04695286	-0,0026178
sept-10	0,05899705	0,02272727	0,03873239	0,08224412	0,01574803
oct-10	0,08635097	-0,01904762	0,03728814	0,01523597	0,03359173
nov-10	0,03076923	0,00647249	-0,02287582	-0,01994876	0,0025
déc-10	0,04228856	0,06752412	0,00668896	0,13781513	0,06234414
janv-11	-0,05250597	-0,03614458	0,01328904	-0,08977515	-0,08685446
févr-11	-0,0604534	-0,08125	-0,04590164	-0,01478543	-0,04627249
mars-11	0,12868633	0,05782313	0,03780069	0,08510249	0,03773585
avr-11	0,05938242	-0,01286174	0,02980132	-0,00927644	-0,05714286
mai-11	-0,03811659	-0,01628664	0,02893891	0,14419476	0,03305785
juin-11	-0,03030303	-0,03311258	-0,009375	-0,09760452	-0,02933333
juil-11	-0,01201923	-0,01369863	0,03785489	-0,08095631	-0,03296703
août-11	-0,10462287	-0,03125	-0,05471125	-0,10297811	-0,02556818
sept-11	0,00543478	-0,00716846	0,0096463	0,0218	-0,00874636
oct-11	0,04324324	-0,00361011	0,01910828	-0,0213349	-0,01176471
nov-11	-0,04145078	-0,01811594	0,028125	0	-0,01190476
déc-11	0,04054054	0,02583026	0,0668693	0,0874	0,01807229
janv-12	-0,01818182	0,03956835	0,01709402	0,42210778	0,0147929
févr-12	0,07407407	0,09342561	0,06722689	0,00349198	0,11370262
mars-12	0,06403941	0,04746835	0,0183727	0,18314216	0,07068063
avr-12	-0,05092593	-0,05740181	0,00257732	0,40174292	0,0391198
mai-12	-0,08780488	-0,06730769	0,00771208	-0,32693503	-0,05411765
juin-12	-0,00534759	0,0137457	0,00510204	-0,10726244	-0,01741294
juil-12	-0,02688172	-0,01355932	0,00761421	0,03181583	0,01012658
août-12	0,01657459	0,0137457	0,01763224	0,17122086	0,02005013
sept-12	-0,00815217	-0,03389831	-0,00990099	-0,14907962	-0,02457002
oct-12	-0,03013699	-0,01403509	-0,0225	-0,05848321	0,05037783
nov-12	-0,01412429	-0,08896797	0,01023018	-0,10579749	-0,03597122
déc-12	0,0286533	0,015625	0,0278481	0,0489991	0,07711443
janv-13	0,04735376	0,06538462	-0,00246305	0,05440046	-0,05542725
févr-13	-0,02393617	-0,01083032	0,00740741	-0,01850351	-0,02200489
mars-13	0,04632153	-0,04014599	0,02941176	-0,00743085	-0,02
avr-13	-0,0546875	0,00380228	0,1	-0,03784833	-0,00510204
mai-13	0,02754821	0,03409091	0,17424242	-0,02766571	0,08205128
juin-13	-0,01876676	0,05494505	0,29953917	-0,0243035	-0,05450237
juil-13	0,02459016	0,0625	0,0106383	0,02490887	0,00501253
août-13	0,016	-0,00326797	-0,06666667	-0,06475993	-0,0074813

sept-13	0,01049869	0,01311475	0	0,05197275	0,08542714
oct-13	0,03636364	-0,05501618	0,01503759	-0,00406688	0,12962963
nov-13	0,09022556	0,0239726	-0,05185185	0,05369026	0,09118852
déc-13	0,02528736	-0,02341137	0,0078125	0,101909	0,00469484
janv-14	0	-0,01712329	0,04263566	-0,05692328	0,14018692
févr-14	0,02690583	-0,00348432	0,01115242	0,03770718	0,0204918
mars-14	0,02620087	0,04545455	0,26102941	0,13829362	0,06024096
avr-14	-0,02978723	-0,06778149	0,02915452	0	-0,00378788
mai-14	0,01315789	0,03802918	0,01416431	0,11810103	-0,01140684
juin-14	-0,00865801	0,01036866	-0,11731844	-0,10562644	0,02692308
juil-14	0,12445415	0,01185861	0,02848101	0,01590271	0,09363296
août-14	0,03300971	0,13748028	0,03692308	0,09749079	0,03767123
sept-14	-0,01315789	-0,08183079	0,00296736	-0,04583115	-0,01980198
oct-14	-0,15619048	-0,08264998	-0,03254438	-0,1471752	0,003367
nov-14	-0,20316027	-0,09503646	-0,09174312	-0,17605362	-0,12080537
déc-14	-0,04815864	-0,13075123	0,04377104	-0,0897857	0,00381679
janv-15	0,02678571	0,10466507	0,05483871	0,07045884	0,00760456
févr-15	0,06086957	0,10341094	0,10397554	0,20179804	-0,01886792
mars-15	-0,12295082	-0,08341511	0,12465374	-0,19703446	-0,03461538
avr-15	0,35514019	0,08993576	0,09359606	0,09532524	0,10756972
mai-15	-0,05287356	0,06335953	-0,10810811	0,00425273	-0,01079137
juin-15	-0,07524272	-0,08568129	-0,08585859	-0,10753176	-0,01818182
juil-15	0,01574803	0,07072493	0,00552486	0	0,01851852
août-15	-0,16537468	-0,17740033	-0,12912088	-0,20826978	-0,12727273
sept-15	-0,02786378	0,02494981	-0,05678233	-0,01755137	0,02083333
oct-15	0,0477707	-0,06211528	-0,07023411	0,00588235	0,04489796
nov-15	0,09118541	-0,02505967	0,30935252	-0,0236084	0,046875
déc-15	-0,1448468	0,03610771	0,02197802	-0,13331854	0,01865672
janv-16	-0,08469055	-0,04754873	-0,04569892	-0,22370105	-0,10622711
févr-16	0,03558719	0,08744186	-0,06478873	0,00890208	0,09016393
mars-16	0,03092784	-0,03849444	0,00301205	0,04477124	-0,03383459
avr-16	0,13666667	0,16340451	0,06606607	0,18798874	-0,0077821
mai-16	-0,03812317	-0,0331379	-0,02535211	-0,10084255	-0,01568627
juin-16	-0,01219512	0,00158186	0,03468208	0,02401171	0,02390438
juil-16	0,00617284	-0,02000526	-0,00558659	-0,05461824	-0,03501946
août-16	0,01226994	-0,01343003	-0,03651685	-0,04960678	-0,06451613
sept-16	-0,01515152	-0,08684999	0,03790087	-0,15658816	-0,0387931
oct-16	0,04307692	0,09689922	-0,04775281	0,0309434	0,04035874
nov-16	0,1179941	0,12041316	0,05899705	0,25988287	0,25
déc-16	-0,03430079	-0,00509461	0,00835655	-0,01568855	0
janv-17	0,04371585	0,0538893	-0,00828729	-0,19362456	-0,07586207
févr-17	0,01570681	-0,03424341	0,02228412	-0,15995608	-0,02238806
mars-17	-0,00257732	-0,00574988	0,14441417	-0,05969499	0,01908397
avr-17	0,02067183	-0,01204819	0,05714286	-0,08850788	0,00749064
mai-17	-0,01265823	-0,01292683	-0,08558559	-0,21708185	0,02230483
juin-17	0,04615385	0,12033605	-0,01083744	-0,0974026	0,12
juil-17	-0,04607843	-0,11160124	-0,1185259	0,08633094	-0,03636364
août-17	0,01747174	0,07472691	0,02937853	0,22384106	0,01212938

sept-17	0,04040404	-0,01016401	-0,05708013	0,16233766	-0,05725699
oct-17	-0,03592233	-0,02403734	-0,16065192	-0,08286778	-0,03531073
nov-17	0,01510574	-0,00693448	0,11650485	-0,1248731	0,00732064
déc-17	0,00992063	0,01131712	-0,05838509	0,02320186	-0,00290698
janv-18	0,05697446	0,15261905	0,03957784	-0,0170068	0,07580175
févr-18	-0,02788104	-0,01879777	-0,01395939	-0,03344867	0,0298103
mars-18	0,11281071	0,37225263	-0,01158301	0,04892601	0,09078947
avr-18	-0,01546392	-0,00079777	0,05598958	0,20022753	-0,00241255
mai-18	0,13787086	0,08198987	-0,05425401	0,34597156	0,0713422
juin-18	-0,03220859	0,06442458	0,02216428	-0,00352113	0,01241535
juil-18	0,02060222	-0,08265565	0,05867347	-0,01060071	-0,03567447
août-18	-0,02173913	0,01307949	-0,0060241	-0,05892857	-0,04624277
sept-18	-0,0047619	-0,01291063	-0,00606061	0,01328273	0,03636364
oct-18	0,01116427	-0,17337596	0,00609756	0,07116105	-0,00116959
nov-18	-0,07413249	-0,02180028	-0,02181818	0,04370629	-0,02810304
déc-18	-0,01022147	0,02228613	-0,02106568	-0,09045226	0,1060241

الملحق رقم 03:

• أسعار صرف العملات (الدولار الأمريكي، اليورو، رينغيت ماليزي، درهم اماراتي و الريال

السعودي) مقابل الجنيه المصري

	الريال السعودي	الدولار الأمريكي	اليورو	الدريم الاماراتي	رينغيت ماليزي
janv-07	1,5189	5,697	7,4258	1,5512	1,6261
févr-07	1,5185	5,695	7,5376	1,5505	1,6293
mars-07	1,5189	5,6963	7,6085	1,5513	1,6339
avr-07	1,5158	5,685	7,758	1,5478	1,6562
mai-07	1,5176	5,6917	7,6574	1,5499	1,6751
juin-07	1,5177	5,6925	7,7085	1,5499	1,6495
juil-07	1,5063	5,6498	7,7257	1,5385	1,6483
août-07	1,5076	5,6545	7,7071	1,5395	1,6213
sept-07	1,4933	5,59	7,9745	1,522	1,6231
oct-07	1,4748	5,5175	7,9902	1,5026	1,6429
nov-07	1,4918	5,535	8,0999	1,5141	1,6445
déc-07	1,4755	5,534	8,0741	1,5069	1,662
janv-08	1,4823	5,5575	8,2623	1,5139	1,6933
févr-08	1,4686	5,4962	8,3455	1,4966	1,7097
mars-08	1,4547	5,4575	8,6084	1,4861	1,7199
avr-08	1,4379	5,3925	8,4209	1,4683	1,7129
mai-08	1,4244	5,3428	8,3098	1,4546	1,6475
juin-08	1,4255	5,345	8,4216	1,4552	1,6388
juil-08	1,4154	5,3083	8,2809	1,4451	1,6357
août-08	1,4306	5,375	7,8733	1,4607	1,5993
sept-08	1,4496	5,452	7,6993	1,4842	1,5803
oct-08	1,4869	5,5815	7,107	1,5195	1,5724
nov-08	1,4688	5,5237	6,9972	1,5002	1,5412
déc-08	1,4655	5,4997	7,6901	1,4972	1,554
janv-09	1,4834	5,5665	7,1196	1,5155	1,5455

févr-09	1,4931	6,5	7,0958	1,5246	1,5297
mars-09	1,5019	5,633	7,4646	1,5336	1,539
avr-09	1,5023	5,634	7,4507	1,5339	1,5646
mai-09	1,4991	5,6195	7,9574	1,5309	1,598
juin-09	1,4916	5,594	7,8514	1,5231	1,592
juil-09	1,4794	5,548	7,9059	1,5105	1,5694
août-09	1,4738	5,527	7,9196	1,5047	1,5735
sept-09	1,4672	5,502	8,053	1,4979	1,5812
oct-09	1,4594	5,473	8,0551	1,4901	1,6127
nov-09	1,4605	5,477	8,2198	1,4911	1,6119
déc-09	1,4623	5,4848	7,8525	1,4932	1,605
janv-10	1,4573	5,465	7,5773	1,4878	1,6137
févr-10	1,464	5,49	7,4809	1,4947	1,6054
mars-10	1,4682	5,506	7,44	1,4991	1,656
avr-10	1,4823	5,559	7,3924	1,5134	1,7273
mai-10	1,5094	5,6605	6,9655	1,5411	1,7238
juin-10	1,5187	5,696	6,9699	1,5508	1,7458
juil-10	1,5202	5,701	7,4387	1,5522	1,7811
août-10	1,5214	5,7056	7,2385	1,5535	1,8087
sept-10	1,518	5,693	7,7613	1,5501	1,8385
oct-10	1,5398	5,7755	8,0558	1,5723	1,8474
nov-10	1,5438	5,79	7,5154	1,5764	1,8458
déc-10	1,5479	5,805	7,7662	1,5804	1,8589
janv-11	1,5617	5,8575	8,0189	1,5947	1,9039
févr-11	1,5707	5,891	8,1304	1,6038	1,9359
mars-11	1,5891	5,9595	8,4428	1,6226	1,9559
avr-11	1,5858	5,947	8,8027	1,6191	1,979
mai-11	1,5844	5,942	8,5544	1,6178	1,9735
juin-11	1,5916	5,9685	8,6579	1,625	1,9654
juil-11	1,5887	5,957	8,5771	1,6221	1,9954
août-11	1,5875	5,9532	8,5599	1,6209	1,9968
sept-11	1,5907	5,9653	7,9851	1,6241	1,9271
oct-11	1,5915	5,9685	8,2714	1,625	1,9059
nov-11	1,6011	6,0048	8,0701	1,6349	1,9109
déc-11	1,6081	6,0308	7,8047	1,6419	1,9032
janv-12	1,6075	6,0285	7,8831	1,6412	1,9474
févr-12	1,6081	6,0308	8,0374	1,6419	1,9968
mars-12	1,6104	6,04	8,0598	1,6444	1,9777
avr-12	1,6119	6,0453	7,999	1,6459	1,9754
mai-12	1,6106	6,04	7,461	1,6444	1,9357
juin-12	1,6156	6,0585	7,669	1,6494	1,9013
juil-12	1,6198	6,0747	7,47	1,6539	1,9172
août-12	1,6273	6,1028	7,676	1,6616	1,9511
sept-12	1,6257	6,094	7,8786	1,6599	1,9802
oct-12	1,6299	6,1125	7,924	1,6642	1,9957
nov-12	1,6296	6,111	7,938	1,6637	1,9951
déc-12	1,6957	6,36	8,408	1,7315	2,0281
janv-13	1,7906	6,7119	9,144	1,8283	2,1685

févr-13	1,7973	6,7377	9,019	1,8351	2,1721
mars-13	1,814	6,803	8,7218	1,8521	2,183
avr-13	1,849	6,9342	9,1303	1,8878	2,261
mai-13	1,8622	6,9837	9,0782	1,9013	2,3097
juin-13	1,8718	7,0194	9,1321	1,911	2,2246
juil-13	1,8664	6,9999	9,3116	1,9057	2,191
août-13	1,8626	6,9856	9,2371	1,9019	2,1269
sept-13	1,8377	6,8915	9,3216	1,8763	2,1282
oct-13	1,8367	6,8883	9,3574	1,8754	2,1758
nov-13	1,8355	6,8837	9,3553	1,8741	2,1519
déc-13	1,8527	6,9486	9,5515	1,8918	2,1213
janv-14	1,8563	6,9616	9,3892	1,8954	2,0989
févr-14	1,8559	6,9607	9,6075	1,8951	2,1056
mars-14	1,8579	6,9675	9,5948	1,8969	2,123
avr-14	1,8685	7,0076	9,7177	1,9078	2,1479
mai-14	1,9064	7,1504	9,7467	1,9467	2,2012
juin-14	1,9064	7,1501	9,7898	1,9468	2,2264
juil-14	1,9064	7,1501	9,5732	1,9466	2,2462
août-14	1,9064	7,1501	9,3898	1,9466	2,2525
sept-14	1,9059	7,1501	9,032	1,9468	2,2194
oct-14	1,9058	7,1501	8,9551	1,9466	2,1858
nov-14	1,9051	7,1501	8,9032	1,9466	2,1344
déc-14	1,9055	7,1501	8,6505	1,9466	2,0515
janv-15	2,0191	7,59	8,568	2,0664	2,0302
févr-15	2,0346	7,63	8,5422	2,0774	2,119
mars-15	2,0334	7,6276	8,1851	2,0768	2,0712
avr-15	2,0346	7,63	8,5643	2,0774	2,1064
mai-15	2,0344	7,63	8,3839	2,0773	2,1171
juin-15	2,0344	7,63	8,4979	2,0774	2,0397
juil-15	2,0878	7,83	8,6037	2,1318	2,056
août-15	2,0877	7,83	8,781	2,1318	1,9119
sept-15	2,0878	7,83	8,7516	2,1318	1,8053
oct-15	2,141	8,03	8,8375	2,1863	1,8727
nov-15	2,0869	7,83	8,2721	2,1317	1,8275
déc-15	2,0866	7,83	8,5038	2,1323	1,8229
janv-16	2,0878	7,83	8,485	2,1319	1,8068
févr-16	2,0877	7,83	8,5136	2,1317	1,8772
mars-16	2,3678	8,8799	10,1054	2,4175	2,0727
avr-16	2,3678	8,8799	10,1729	2,4177	2,2739
mai-16	2,3679	8,8799	9,8851	2,4175	2,1908
juil-16	2,3678	8,8799	9,9224	2,4177	2,2096
août-16	2,3678	8,8799	9,9092	2,4175	2,2059
sept-16	2,367	8,8799	9,9819	2,4177	2,1573
oct-16	2,3678	8,8799	9,751	2,4177	2,2563
nov-16	4,7628	17,865	18,9155	4,8642	3,8611
déc-16	4,8323	18,13	19,0656	4,9361	4,1389
janv-17	4,993	18,725	20,2192	5,0982	4,1648
févr-17	4,224	15,84	16,7539	4,3131	3,8016

mars-17	4,8129	18,05	19,2287	4,9144	4,0209
avr-17	4,813	18,12	19,6691	4,9144	4,1013
mai-17	4,8262	18,1	20,3508	4,9279	4,1886
juin-17	4,8318	18,12	20,7039	4,9333	4,2306
juin-17	2,3674	8,8799	9,8616	2,4177	2,1824
juil-17	4,7732	17,9	21,1972	4,8734	4,1691
août-17	4,7035	17,64	21,0093	4,8027	4,1367
sept-17	4,7039	17,64	20,8399	4,8031	4,1894
oct-17	4,7065	17,65	20,5552	4,8057	4,1727
nov-17	4,7149	17,6825	21,0493	4,8143	4,2432
déc-17	4,7411	17,74	21,3325	4,841	4,3715
janv-18	4,7143	17,68	21,9603	4,8136	4,481
févr-18	4,7089	17,66	21,5346	4,8082	4,509
mars-18	4,7013	17,63	21,7246	4,8	4,5176
avr-18	4,7077	17,655	21,3246	4,8065	4,5334
mai-18	4,7716	17,895	20,9228	4,8718	4,4772
juin-18	4,7702	17,89	20,9045	4,8705	4,4653
juil-18	4,7649	17,87	20,8927	4,8651	4,4124
août-18	4,7541	17,83	20,6882	4,8541	4,3618
sept-18	4,7571	17,945	20,7105	4,8571	4,3193
oct-18	4,7745	17,91	20,2589	4,8761	4,3041
nov-18	4,7734	17,91	20,2688	4,8759	4,2269
déc-18	4,7743	17,91	20,5436	4,8759	4,2994

● معدلات العائد لأسهم الشركات المصرية المختارة من جانفي 2007 إلى ديسمبر 2018

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
janv-07	/	/	/	/	/
févr-07	0,05530973	-0,00488043	0,04564756	0,12264151	0,03095238
mars-07	-0,03983229	-0,03678274	-0,00101523	0,38445378	0,29561201
avr-07	-0,00655022	0,03971487	0,06707317	0,04248862	0,48663102
mai-07	-0,03736264	0,00195886	0,00761905	-0,13537118	0,96402878
juin-07	-0,03767123	0,04203324	0,0094518	-0,15319865	0,05860806
juil-07	0,04744958	0,03893058	0,14794007	0,48111332	0,10784314
août-07	-0,14269536	-0,13860045	-0,03344209	0,00268456	-0,15304529
sept-07	0,1321004	0,07599581	0,15274262	0,08433735	-0,03134604
oct-07	0,06417736	0,03799318	0,00512445	-0,13703704	-0,00444162
nov-07	0,06907895	0,05161896	0,0225783	0,02575107	0,10516252
déc-07	0,08615385	0,15662651	0,16168091	-0,09902371	0,09803922
janv-08	-0,08120869	-0,01273148	0,00980993	-0,0123839	-0,01838235
févr-08	-0,004111	0,14302462	0,00789314	0,05642633	0,03638309
mars-08	-0,09907121	0,21264957	-0,03674699	0,02967359	-0,00671141
avr-08	0,08247423	0,05046518	0,00625391	0,01152738	-0,06444906
mai-08	-0,04444444	-0,11352657	-0,0621504	-0,10826211	-0,05
juin-08	-0,11960133	-0,04904632	-0,03644798	-0,19169329	-0,06666667
juil-08	-0,16352201	-0,05030245	-0,09422283	-0,22529644	-0,22055138
août-08	-0,04360902	-0,14850821	-0,0539104	-0,14030612	-0,31350482
sept-08	-0,26619497	-0,26574803	-0,14847512	-0,14243323	-0,32552693
oct-08	-0,20462824	-0,50134048	-0,29971725	-0,3633218	-0,328125

nov-08	-0,20096983	0,26344086	0,04172275	0,06521739	0,09819121
déc-08	0,1908294	-0,15319149	0,28165375	-0,08673469	0,05882353
janv-09	-0,25622877	-0,15276382	-0,28024194	-0,21787709	-0,10666667
févr-09	-0,14693567	-0,2004745	0,03641457	-0,15714286	-0,25870647
mars-09	0,34315038	0,06973294	-0,07297297	0,24576271	0,27852349
avr-09	0,2345515	0,32177531	0,23760933	0,51020408	0,66929134
mai-09	0,08288482	0,16684155	0,16725559	-0,06306306	-0,14308176
juin-09	-0,13817097	0,0881295	0,05449041	0,16826923	0,1266055
juil-09	0,21366782	0,03966942	-0,00478469	0,07407407	0,03745928
août-09	0,00617724	0,19157393	0,10961538	0,03831418	0,0188383
sept-09	-0,04085006	0,02001334	0,06065858	-0,01845018	0,02465331
oct-09	0,05859183	0,04774362	-0,0122549	-0,16165414	-0,0075188
nov-09	-0,30511628	-0,07865169	-0,10339123	-0,1838565	-0,20757576
déc-09	-0,0251004	0,16598916	0,07656827	-0,08791209	-0,10133843
janv-10	0,2736011	0,05520046	0,0882605	0,21084337	0,13191489
févr-10	-0,05498652	0,02753304	0,04488189	0,10447761	-0,05075188
mars-10	-0,06788363	0,1323687	0,04596835	-0,02702703	0,06336634
avr-10	0,27356181	0,11594889	0,15345821	0,38888889	0,06517691
mai-10	-0,12686209	-0,19974555	-0,04996877	-0,29	-0,21328671
juin-10	-0,2044579	-0,06836248	-0,05259698	-0,11267606	-0,04666667
juil-10	0,03631961	0,02844141	0,16724497	0,06349206	0,18181818
août-10	0,02102804	0,00497788	-0,02259215	-0,04477612	-0,04733728
sept-10	-0,04347826	0,05943864	0,11313869	-0,04166667	0,14078675
oct-10	-0,12508544	-0,04207792	0,00983607	0,04347826	-0,08529946
nov-10	-0,04765625	-0,01735358	-0,04166667	0,00520833	0,12103175
déc-10	0,02871206	0,0816777	0,14172784	0,03108808	0,10265487
janv-11	-0,16188198	-0,1872449	-0,22997033	0,00502513	-0,26484751
févr-11	0,10085633	-0,17263026	-0,05266538	-0,24	0,05895197
mars-11	0,0911841	-0,20864947	-0,05559322	-0,18421053	0,0556701
avr-11	-0,0249505	-0,23106424	-0,16008615	-0,25806452	-0,0546875
mai-11	0,02315191	0,22942643	0,15641026	0,08695652	0,01859504
juin-11	-0,05954744	0,07606491	-0,06134516	0,19	-0,04259635
juil-11	-0,05656395	-0,13006598	-0,09212598	-0,03361345	-0,0720339
août-11	-0,10111857	-0,07367281	0,01647875	-0,09565217	-0,10958904
sept-11	-0,04081633	-0,30994152	-0,16552901	-0,06730769	-0,16153846
oct-11	0,00155682	0,03389831	0,16257669	0,09278351	0,04281346
nov-11	-0,10362694	-0,16229508	-0,12752858	-0,08490566	-0,1143695
déc-11	0,54913295	-0,27005871	-0,19556452	-0,13402062	-0,08609272
janv-12	0,35447761	0,51206434	0,26190476	0,23809524	0,11594203
févr-12	0,14600551	0,45390071	0,06156902	0,31730769	0,38311688
mars-12	-0,01682692	-0,15121951	-0,00374181	-0,16788321	-0,08450704
avr-12	-0,17359413	0,04885057	0,02535211	-0,02631579	0,01282051
mai-12	-0,0739645	-0,0890411	-0,04120879	-0,09009009	-0,08860759
juin-12	-0,02875399	0,05112782	0,0582617	0,08910891	0,08055556
juil-12	0,06578947	0,05579399	0,05415162	-0,01818182	-0,01799486
août-12	0,12345679	0,31571816	0,09931507	0,14814815	0,2460733
sept-12	0,01648352	0,2523172	0,15109034	0,07258065	0,17436975
oct-12	-0,01621622	-0,15378289	0,09404601	-0,13533835	0,20572451

nov-12	-0,05769231	-0,22643343	-0,14162028	-0,22608696	-0,28783383
déc-12	0,1574344	0,24748744	0,06268012	0,17977528	0,19791667
janv-13	0,11335013	0,00503525	0,02440678	0	-0,1026087
févr-13	-0,0520362	-0,00300601	-0,04103243	-0,01904762	0,00193798
mars-13	0,04295943	-0,08442211	-0,11732229	-0,12621359	-0,14700193
avr-13	0,06864989	0,00987925	0,02032838	0,02222222	0,15873016
mai-13	0,06638116	0,05978261	0,19923372	-0,0326087	0,0704501
juin-13	-0,21285141	-0,19384615	-0,18594249	-0,2247191	-0,01096892
juil-13	0,1377551	0,33206107	0,17346939	0,33333333	0,01663586
août-13	-0,0470852	0,06590258	0,00802676	-0,04347826	0,03818182
sept-13	0,03294118	0,03584229	0,07166556	0,11363636	-0,0262697
oct-13	0,07744875	0,10034602	0,12693498	0,04081633	0,06115108
nov-13	-0,03382664	0,09669811	0,01153846	-0,02941176	0,01016949
déc-13	0,03063457	0,09390681	0,13253666	0,14141414	0,03187919
janv-14	0,09978769	0,11271298	0,03213429	0,32743363	0,01788618
févr-14	-0,04054054	0,06595995	0,08875465	0,18	0,01118211
mars-14	-0,10865191	-0,06906077	-0,02859582	-0,09039548	0,17377567
avr-14	0,17155756	-0,01364985	0,05404218	0,11801242	0,0820996
mai-14	0,01348748	0,03489771	-0,03709879	0,01111111	0,13930348
juin-14	-0,02471483	-0,00988372	-0,01385281	-0,07692308	0,11026201
juil-14	0,00974659	-0,00528479	0,18349429	0,04761905	0,19567355
août-14	0,03667954	0,00354191	0,10237389	-0,04545455	0,33881579
sept-14	-0,24208566	0,09235294	0,09555855	-0,125	-0,04115479
oct-14	0,06879607	-0,11900915	-0,0509828	-0,15646259	-0,1153107
nov-14	-0,02068966	0,03973105	0,02491909	0,01612903	-0,04923968
déc-14	-0,04460094	-0,1787184	-0,00599937	-0,03174603	0,10510282
janv-15	0,14250614	0,08947745	0,12229987	0,04918033	0,18676775
févr-15	-0,18709677	0,03350854	0,00056609	-0,1328125	-0,07259001
mars-15	-0,11640212	-0,12269549	0,01923621	-0,00900901	0,02755166
avr-15	-0,02994012	-0,06666667	-0,01748543	-0,10909091	-0,06764168
mai-15	-0,15123457	-0,12034161	0,01779661	0,06122449	-0,01372549
juin-15	-0,08	-0,24183583	0,00277546	-0,02884615	-0,04373757
juil-15	0,01976285	-0,02677532	-0,00083033	0,11881188	-0,12820513
août-15	-0,18604651	0,10167464	-0,11135734	-0,07964602	-0,15659777
sept-15	-0,0952381	-0,01302932	0,05860349	-0,09615385	-0,0537229
oct-15	-0,01578947	0,09130913	-0,00500589	0,05319149	0,07669323
nov-15	-0,14438503	-0,1875	-0,18467002	-0,22222222	-0,13228492
déc-15	0,3	0,10918114	0,10598911	0,09090909	0,32942431
janv-16	-0,13461538	-0,19127517	-0,16606498	-0,1547619	-0,14755413
févr-16	0,14444444	-0,11479945	0,05352224	-0,01408451	-0,04797742
mars-16	0,48543689	0,45	0,14680613	0,4	0,27667984
avr-16	-0,03267974	-0,04633621	0,1771987	-0,07142857	-0,01315789
mai-16	0,01689189	-0,12881356	-0,05755396	-0,0989011	-0,08784314
juin-16	0,05980066	-0,06744488	-0,0645919	-0,15853659	-0,02923474
juil-16	0,31661442	0,13630042	0,18957941	0,10144928	0,18423384
août-16	-0,03571429	-0,03427173	0,03192612	0,05263158	0,03515333
sept-16	0,0345679	-0,09885932	-0,01610841	-0,0875	-0,08092486
oct-16	0,14797136	-0,01828411	0,0745842	-0,04109589	0,14858491

nov-16	0,24532225	0,66045845	0,33155985	0,44285714	0,46680356
déc-16	0,20033389	0,53235548	0,06175082	0,06930693	0,15772282
janv-17	-0,01529903	0,01914414	0,04601437	0,00925926	0,17976622
févr-17	-0,12711864	-0,12265193	-0,06017989	-0,00917431	-0,12333447
mars-17	0,0987055	0,2663728	0,05133113	0	0,14653157
avr-17	0,02650957	-0,03580308	-0,02515723	-0,05555556	-0,13460231
mai-17	-0,06743185	-0,02011346	0,12393888	-0,04901961	0,06127258
juin-17	0,06769231	0,10052632	-0,0336858	0,01030928	0,07475944
juil-17	-0,05475504	-0,18125299	0,04924183	0,08163265	-0,11225895
août-17	0,07317073	-0,0192757	0,00417163	-0,02830189	-0,03956555
sept-17	-0,08806818	0,09529482	-0,03115727	0,36893204	0,12924071
oct-17	0,05607477	-0,05437738	-0,03430322	0,04964539	0,09012876
nov-17	0,10766962	0,11845888	-0,04424358	-0,02027027	-0,04658793
déc-17	-0,01731025	0,0688946	0,02671312	0,0137931	0,21094288
janv-18	-0,07859079	0,06685907	0,01276665	0,04761905	0,00085251
févr-18	-0,00441176	0,05951307	-0,0145205	0,00649351	0,05110733
mars-18	-0,0295421	0,12723404	0,15301166	0,55483871	0,00297137
avr-18	-0,21917808	0,11740279	0,0543463	-0,00414938	-0,05359548
mai-18	-0,05068226	-0,1277027	-0,10242408	-0,15416667	-0,12407513
juin-18	-0,03285421	0,13671572	0,01231637	-0,05418719	-0,0380117
juil-18	-0,12101911	-0,03884157	-0,0152448	-0,171875	-0,02465383
août-18	0,03623188	-0,06203474	0,04406073	0,23899371	0,00934903
sept-18	-0,22377622	-0,16666667	-0,05232392	-0,03908629	-0,23533448
oct-18	-0,16516517	-0,15555556	-0,03369941	0,10776545	-0,19515478
nov-18	0,3381295	0,03168636	-0,07068348	-0,06533143	-0,05072464
déc-18	0	-0,05205622	-0,00720389	-0,10867347	0,0651791

الملحق رقم 04: معدلات العائد لأصول المحفظة الدولية المشككة في سوق السعودية في ظل التغطية ضد خطر الصرف

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETIS	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COP	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GHIH	ESRS	COMI	EGIS	HELI			
janv-07																																	
févr-07	0.12988	0.31846	0.12593	0.07621	0.08148	0.04252	0.04024	0.02409	0.02218	-0.11005	-0.01306	-0.06263	-0.02568	-0.01488	-0.00153	-0.01694	0.06392	-0.05630	-0.03827	-0.05665	-0.00608	-0.02439	-0.03909	0.01522	0.00922	0.05531	-0.00488	0.04565	0.12264	0.03095			
mars-07	0.01302	-0.15311	-0.09211	0.00867	-0.12671	-0.04405	-0.00910	-0.18223	-0.11243	-0.00538	0.09760	0.01420	0.01891	0.03113	0.01514	-0.04137	-0.05572	0.00336	0.10053	-0.02899	0.00612	-0.05000	0.14915	0.06424	0.26941	-0.03678	-0.00102	0.38445	0.29561				
avr-07	0.03423	-0.06487	0.15217	4.08071	-0.07451	0.00000	0.03330	0.13975	0.10889	-0.05946	0.07460	0.08434	0.04600	0.07170	0.00170	0.06353	0.08451	0.11478	0.05372	-0.02879	0.06691	0.00000	-0.05310	0.08652	0.01799	-0.00655	0.03971	0.06707	0.04249	0.48663			
mai-07	0.02485	-0.04542	0.03434	-0.00949	0.05432	0.19966	0.17667	0.33234	0.18236	0.12931	0.21388	0.04295	0.08161	0.04702	0.03223	0.00225	-0.01020	0.09799	0.06110	0.08106	0.05359	0.02632	-0.01246	0.10185	-0.05654	-0.03736	0.00196	0.00762	-0.13537	0.96403			
jun-07	-0.10502	-0.09798	-0.24713	-0.18571	-0.06800	-0.07539	0.00755	-0.00196	-0.00678	-0.00254	0.06093	-0.01266	-0.04404	0.00415	-0.06628	0.07028	0.05206	0.08808	0.04879	-0.00508	-0.01515	-0.02564	0.07571	-0.01681	0.02247	-0.03767	0.04203	0.00945	-0.15320	0.05861			
juil-07	0.12645	0.04210	0.15267	0.24997	0.12446	-0.04000	-0.04780	0.00604	-0.09215	0.06378	0.07975	0.05131	-0.05600	-0.05693	-0.05299	0.04544	-0.09908	-0.12201	-0.06827	-0.09425	0.04066	-0.03509	0.19941	0.00855	0.05861	0.04745	0.03893	0.14794	0.48111	0.10784			
août-07	0.06406	0.21197	0.10596	0.07375	0.09160	-0.03526	-0.01181	-0.02319	-0.03759	0.00240	0.05101	0.00459	-0.06507	0.02883	0.03262	-0.00678	0.00595	-0.01478	0.18089	-0.12415	-0.08342	-0.09545	-0.08557	-0.07627	-0.15571	-0.14270	-0.13860	0.03344	0.00268	-0.15305			
sept-07	-0.05460	-0.03889	-0.10180	-0.02943	-0.09441	-0.01827	0.04283	-0.03190	0.03711	0.01675	0.10819	0.00891	0.08573	0.10599	-0.03159	0.03845	0.04151	0.04590	0.03626	0.00343	0.06452	-0.05025	0.03209	-0.07835	0.10166	0.11320	0.07600	-0.15374	0.00434	-0.03135			
oct-07	0.18531	0.09249	0.10000	0.22222	0.07722	0.24365	0.21108	0.20213	0.09228	0.43059	0.23814	-0.01426	-0.06096	0.09693	0.01487	-0.09038	-0.05267	-0.02794	0.03081	-0.04253	0.11580	-0.01058	-0.02073	0.07477	0.23616	0.06418	0.03799	0.00512	-0.13704	-0.00444			
nov-07	0.06889	0.10053	0.01818	0.04136	0.08602	-0.04354	-0.03391	-0.11062	-0.08276	-0.02303	-0.04090	-0.09421	-0.06137	-0.02142	0.11902	-0.06427	-0.09161	0.10669	-0.02086	-0.22188	-0.06305	-0.01070	-0.01058	-0.06957	-0.08358	0.00908	0.05162	0.02258	0.02575	0.10516			
déc-07	0.24845	0.25249	0.05952	0.02376	0.10561	0.03129	0.08000	0.09453	0.00376	0.08418	-0.04820	0.07276	-0.05490	0.00753	0.05818	0.01689	0.02919	0.04955	0.10987	-0.09466	0.05694	0.03784	0.02139	0.02804	-0.06840	0.08615	0.15663	0.16168	-0.09902	0.08904			
janv-08	-0.17132	-0.21311	-0.17978	-0.10072	-0.08358	0.05241	0.02343	0.00455	0.01685	-0.05553	-0.13161	-0.00916	-0.04894	-0.09048	-0.12646	-0.09372	-0.19257	-0.20836	-0.12314	0.08935	0.03624	-0.04687	0.00524	-0.06364	0.05245	-0.08121	-0.01273	0.00981	-0.01238	-0.01838			
févr-08	0.13678	0.09756	0.04110	-0.02588	-0.04560	-0.03932	0.05982	0.12217	-0.00368	-0.01853	-0.07653	0.06302	-0.00469	0.00989	-0.08576	-0.01832	-0.01641	-0.00874	-0.07259	-0.08464	-0.07845	-0.01093	-0.04167	0.01942	-0.03987	-0.00411	0.14302	0.00789	0.05643	0.03638			
mars-08	-0.10319	-0.17778	-0.07237	-0.10620	-0.15358	0.00273	-0.05017	-0.13284	-0.00555	0.06250	0.14782	0.01124	-0.10170	0.03068	-0.26076	-0.00411	0.06791	-0.19642	-0.00177	-0.02351	0.00000	-0.18785	-0.06522	-0.05333	-0.03114	-0.00907	0.21265	-0.03675	0.02967	-0.00671			
avr-08	0.06977	0.15315	0.07092	0.13864	0.10081	0.07891	0.05576	-0.10592	-0.01673	0.36936	0.21220	0.04829	0.14105	0.06832	-0.05035	0.02891	0.04343	0.10087	0.07959	0.10966	0.08513	-0.10884	-0.01744	0.00000	0.01071	0.08247	0.05047	0.00625	0.01153	-0.06445			
mai-08	-0.06355	-0.09115	-0.02649	0.13038	-0.06227	0.02900	0.00000	-0.04580	0.00000	-0.22378	0.08491	0.07233	-0.02463	-0.00436	0.04842	0.09663	-0.07057	-0.03509	0.02354	-0.09150	0.00945	0.07634	-0.03550	-0.04427	0.05654	-0.04444	-0.11353	-0.06215	-0.10826	-0.05000			
jun-08	0.00179	0.00860	0.08163	-0.05382	-0.05469	-0.00858	-0.06463	-0.10492	-0.03403	0.10296	-0.11276	-0.08422	-0.20599	-0.05226	-0.23268	-0.06363	-0.08045	-0.03283	-0.06204	-0.22402	-0.09551	0.15603	-0.20245	-0.15789	-0.08361	-0.11960	-0.04905	-0.03645	-0.19169	-0.06667			
juil-08	-0.07843	-0.06534	-0.06289	-0.19340	0.07851	0.01854	0.01560	0.00998	-0.00783	-0.03267	-0.05059	-0.07973	-0.07015	0.06350	0.06971	0.12026	-0.02306	0.11677	0.03669	0.13288	0.00000	0.03067	0.07308	0.09500	-0.03285	-0.16352	-0.05030	-0.09422	-0.22530	-0.22055			
août-08	-0.01741	0.06691	0.01342	-0.08534	-0.00766	-0.18325	-0.02990	-0.11355	-0.17949	-0.14475	0.06649	-0.04884	0.02782	0.03696	0.08440	0.02523	0.04376	-0.05713	-0.02549	0.09937	-0.01967	-0.05952	-0.02867	-0.04795	-0.04151	-0.04361	-0.14851	-0.05391	-0.14031	-0.31150			
sept-08	-0.17126	-0.09659	-0.05960	-0.23473	-0.00772	-0.15453	-0.06935	-0.17835	-0.15144	-0.18054	-0.32948	-0.03919	-0.12523	-0.00484	-0.16617	-0.01387	-0.15618	-0.11465	-0.04803	0.25801	-0.02006	-0.13924	-0.06273	-0.08153	-0.07256	-0.26619	-0.26575	-0.14848	-0.14243	-0.32553			
oct-08	-0.32067	-0.17925	-0.27606	-0.36233	-0.06226	-0.22847	-0.04506	-0.30490	-0.25212	-0.16867	-0.05357	-0.20511	-0.08596	-0.06110	-0.06538	-0.26719	-0.39738	-0.29336	-0.16493	0.20375	-0.16487	-0.12500	-0.02362	-0.20366	-0.17709	-0.20463	-0.50134	-0.29972	-0.3632	-0.32813			
nov-08	-0.30070	-0.09195	-0.20233	-0.06020	-0.20498	-0.07062	-0.22232	-0.38042	0.01136	-0.19255	-0.13588	-0.12230	-0.18676	0.01416	-0.11462	-0.02771	0.12392	0.01311	-0.05745	-0.10842	0.01806	-0.00840	-0.05645	-0.02295	-0.00980	-0.20097	0.26344	0.04172	0.06522	0.09819			
déc-08	0.03000	-0.05485	0.14146	0.00000	0.02050	-0.16667	-0.20187	-0.34650	-0.33333	-0.22564	-0.07931	0.03137	0.00094	0.05855	0.26606	-0.05961	0.15013	0.11927	0.02148	-0.21903	0.04183	0.05932	-0.03419	-0.02013	0.03465	0.19083	-0.15319	0.28165	-0.08673	0.05882			
janv-09	-0.07184	-0.00446	0.02564	0.04661	-0.04073	-0.05000	0.01754	0.06046	-0.11236	0.07947	-0.05630	0.08900	-0.00844	-0.06705	0.06504	0.10341	-0.11807	-0.16513	0.00147	-0.37379	-0.00608	-0.05600	-0.00885	0.09589	-0.06220	-0.25623	-0.15276	-0.28024	-0.21788	-0.06040			
févr-09	-0.23403	-0.15516	0.03333	-0.07218	-0.24204	0.00619	0.15230	0.18105	0.03165	-0.12577	-0.00932	0.00415	-0.25691	-0.09945	-0.30639	-0.00834	-0.18865	-0.08306	-0.08498	-0.21853	0.02815	0.09322	-0.01339	0.07813	0.11735	-0.14694	-0.20047	0.03641	-0.15714	-0.28871			
mars-09	0.14208	0.09873	0.04435	-0.02411	-0.11265	0.08308	0.13840	0.29354	-0.01840	-0.00351	0.17712	0.00822	0.13168	0.04440	0.06514	0.04566	0.17956	0.06363	-0.05444	0.04743	-0.14167	-0.05426	-0.03167	-0.00870	0.07763	0.34315	0.06973	-0.02797	0.24576	0.25872			
avr-09	0.19139	0.37198	0.11969	0.20862	0.23559	0.12500	-0.09529	-0.12960	0.00000	0.13028	0.19707	0.06523	0.12563	-0.02346	0.12375	0.08789	0.10243	0.18642	0.04459	0.22970	0.10541	0.20492	0.13084	0.17836	0.28390	0.23455	0.32178	0.23761	0.51020	0.66929			
mai-09	0.36546	-0.03873	-0.05862	0.21330	0.05984	0.00253	-0.00121	0.13905	0.05625	0.12150	0.07898	0.02975	0.11985	0.10696	0.13095	0.04565	-0.00488	0.00809	0.06890	0.26250	0.03011	0.08884	0.14050	0.06203	0.12541	0.08288	0.16684	0.16726	-0.06306	-0.14308			
jun-09	-0.07271	-0.08059	0.03297	-0.03767	-0.01435	0.04030	0.01212	-0.07070	-0.04734	0.25000	0.04897	-0.00750	-0.05240	-0.02543	-0.06090	-0.05535	-0.05432	-0.04433	-0.04929	-0.04501	0.05238	-0.06135	-0.02174										

déc-12	0.02865	0.01563	0.02785	0.04900	0.07711	-0.00896	-0.08840	0.02574	0.01007	-0.03804	-0.09078	0.00779	0.01454	0.01344	-0.00276	0.01083	0.04852	0.03657	0.03375	-0.03339	0.04920	0.00000	0.03801	0.02142	-0.01793	0.15743	0.24749	0.06268	0.17978	0.19792
janv-13	0.04735	0.06538	-0.00246	0.05440	-0.05543	0.06331	0.06424	0.11444	0.17940	-0.11130	-0.14404	0.06014	-0.01977	0.08026	0.01788	-0.00577	0.00525	-0.01645	0.01088	-0.03570	-0.04689	0.00865	0.03380	-0.05505	0.05680	0.11335	0.00504	0.02441	0.00000	-0.10261
févr-13	-0.02394	-0.01083	0.00741	-0.01850	-0.02200	0.03159	0.05581	-0.01373	0.13239	0.03429	-0.03089	-0.01103	0.01402	0.06640	-0.03188	-0.00812	-0.00617	-0.01519	0.04376	-0.05793	0.03856	-0.00857	0.00817	-0.00139	-0.00768	-0.05204	-0.00301	-0.04103	-0.01905	0.00194
mars-13	0.04632	-0.04015	0.02941	-0.00743	-0.02000	0.07538	-0.04423	-0.08575	0.03234	0.07735	0.00285	0.06209	-0.08545	0.07035	0.04428	0.01194	0.05548	0.06082	0.08650	0.00896	0.04035	-0.02162	0.05972	0.01757	0.04296	-0.08442	-0.11732	-0.12621	-0.14700	
avr-13	-0.05649	0.00380	0.10000	-0.03785	-0.00510	0.09529	0.10271	0.42570	0.10843	-0.02564	0.00016	-0.05045	0.06476	0.02458	0.04754	-0.03504	0.05757	-0.05637	-0.01553	0.02889	0.00952	0.08726	0.03867	0.01442	0.02888	0.06865	0.00988	0.02033	0.02222	0.15873
mai-13	0.02755	0.03409	0.17424	-0.02767	0.02805	-0.00800	0.10747	0.14225	0.10652	0.18947	0.01581	0.02706	0.08325	-0.05453	0.04505	-0.03780	0.06872	0.02915	0.04631	0.09085	0.03311	0.06369	0.03723	0.06977	0.01930	0.06638	0.05978	0.19923	-0.03261	0.07045
juin-13	-0.01877	0.05495	0.29954	-0.02430	-0.05450	-0.05847	-0.05453	-0.05759	-0.01768	-0.07080	-0.11829	-0.08129	0.03454	0.02516	0.04551	-0.03050	-0.06263	-0.04843	-0.01152	0.00418	-0.00122	-0.00719	-0.00256	0.00000	0.02754	-0.21285	-0.19385	-0.18594	-0.22472	-0.01097
juil-13	0.02459	0.06250	0.01064	0.02491	0.00501	0.15525	0.04399	0.15476	0.06400	0.02857	0.14122	0.02056	0.02597	-0.00929	0.11255	-0.01724	0.04410	0.09382	0.06610	0.08543	0.01888	0.02728	0.06941	-0.04952	0.06868	0.13776	0.03206	0.17347	0.33333	0.01694
août-13	0.01600	-0.00327	-0.06667	-0.06476	-0.00748	-0.00463	-0.01685	-0.06701	-0.07895	0.14815	0.07657	-0.06547	-0.01123	-0.03793	-0.01524	0.01158	-0.07509	-0.02697	-0.03792	-0.07660	-0.01195	-0.01800	0.01202	-0.07497	0.03448	-0.04709	0.06590	0.00803	-0.04348	0.03818
sept-13	0.01050	0.01311	-0.00060	0.05197	0.08543	-0.01862	0.00476	0.14659	0.03061	-0.01210	-0.02141	0.01597	-0.10668	0.01961	-0.00181	-0.02253	0.07196	0.11200	0.03712	0.05177	0.03993	0.03436	0.00238	0.03297	0.08788	0.03294	0.03584	0.07163	0.11364	-0.02627
oct-13	0.03636	-0.05502	0.01504	-0.04047	0.12963	-0.01992	0.00000	0.09380	-0.00990	-0.02041	0.09631	-0.03224	0.11064	0.00322	-0.04678	0.05835	0.06627	0.05749	0.05025	0.00178	0.03141	0.04430	0.02370	-0.00665	0.10864	0.07745	0.10035	0.12693	0.04082	0.06115
nov-13	0.09023	0.02397	-0.05185	0.05369	0.09119	-0.03969	-0.00948	0.06226	0.06900	0.08333	0.06388	0.02662	0.02874	0.00881	0.09112	0.05340	0.03188	0.03207	0.07282	0.03769	0.00451	0.04560	-0.01852	0.01473	0.02889	-0.03383	0.09070	0.11554	-0.02941	0.01017
déc-13	0.02529	-0.02341	0.00781	0.10191	0.00469	0.15827	0.01818	0.20431	0.21723	0.19231	0.00894	0.04391	0.01669	-0.00349	0.01101	0.02231	0.01955	0.02150	0.03818	0.04716	0.05559	0.15416	0.03302	0.00528	0.03907	0.03063	0.09391	0.13254	0.14141	0.03188
janv-14	0.00000	-0.01712	0.04264	-0.05692	0.14019	0.09661	0.00376	0.10836	0.01846	0.11290	-0.10780	-0.05806	-0.08228	-0.02948	-0.04011	-0.09068	-0.05025	-0.05368	-0.03987	-0.04975	-0.01649	0.03691	-0.00457	-0.09186	-0.05993	0.09979	0.11271	0.03213	0.32743	0.01789
févr-14	0.02691	-0.00348	0.01115	0.03771	0.02049	-0.02619	0.04682	0.03521	0.10272	0.13043	0.05132	0.04805	0.02922	0.01041	0.06904	0.03283	0.04766	0.02980	0.05118	0.00955	0.00000	0.01695	-0.00229	0.03468	-0.00875	-0.04054	0.06596	0.08875	0.18000	0.01118
mars-14	0.02620	0.04545	0.26103	0.13829	0.06024	0.00733	-0.24115	-0.00160	0.00000	-0.10256	0.01995	0.03953	-0.02661	0.03027	0.06108	0.00410	-0.05397	0.00971	-0.04582	0.04903	0.00433	-0.00333	-0.03448	-0.00140	-0.04540	-0.10865	-0.06906	-0.02860	-0.09040	0.17378
avr-14	-0.02979	-0.06778	0.02915	0.00000	-0.00379	0.04773	-0.04216	0.10441	0.06438	-0.08571	0.09937	0.02068	0.02813	0.03417	-0.08477	-0.01225	0.01752	-0.02764	0.01583	-0.04908	0.05116	-0.00502	0.00476	0.05035	0.00661	0.17156	-0.01365	0.05404	0.11801	0.08210
mai-14	0.01316	0.03803	0.01416	0.11810	-0.01141	0.21081	-0.00383	0.14299	0.20721	-0.03125	0.02722	-0.06164	0.04829	0.00049	0.06117	-0.03239	-0.00360	0.02589	0.06097	0.09450	0.07223	0.01345	-0.03555	-0.02264	-0.01668	0.01349	0.03490	-0.03710	0.01111	0.13930
juin-14	-0.00866	0.01037	-0.11732	-0.10563	0.02692	-0.17666	-0.02209	-0.16780	-0.24733	-0.06452	0.02765	-0.01676	-0.05930	-0.06860	0.26662	-0.02170	-0.01036	-0.02778	0.05305	-0.03850	0.00995	0.03194	-0.00272	0.05594	-0.02471	-0.00988	-0.01385	-0.07692	0.11026	
juil-14	0.12445	0.01186	0.02848	0.01590	0.03963	0.02091	0.02652	0.20317	0.27337	0.20690	0.02873	0.05737	-0.05305	-0.06135	-0.00856	0.04362	0.02629	-0.04199	-0.04098	0.00066	0.01021	0.01970	0.04762	-0.04372	-0.05960	0.00975	-0.00528	0.18349	0.04762	0.19567
août-14	0.03301	0.13748	0.03692	0.09749	0.37667	-0.02731	0.00478	0.01808	-0.11012	0.00000	0.07218	0.00329	0.05246	-0.00888	0.06946	0.00578	0.03923	0.03182	0.03164	0.02026	-0.02528	-0.00322	0.02560	0.05429	0.02535	0.03668	0.00534	0.10237	-0.04545	0.33882
sept-14	-0.01316	-0.08183	0.00297	-0.04583	-0.01980	0.02496	0.00857	0.05062	0.05875	-0.14286	-0.01707	-0.01284	0.00457	0.01163	-0.00496	-0.03547	-0.01117	-0.01017	0.08673	0.04037	-0.01971	0.07000	-0.07317	-0.04743	-0.02610	-0.24209	0.09235	0.09556	-0.12500	-0.04115
oct-14	-0.15619	-0.08265	-0.03254	-0.14781	0.00337	-0.06621	-0.01322	-0.08909	-0.06730	0.16667	0.07196	-0.13996	-0.01939	-0.01139	0.10157	-0.05009	-0.01286	-0.04726	0.02300	0.02173	-0.01905	0.09116	0.02871	-0.07681	-0.03667	0.06880	-0.11901	-0.05998	-0.15646	-0.11531
nov-14	-0.20316	-0.09504	-0.09174	-0.17605	-0.12081	-0.02608	-0.00861	-0.06753	-0.12152	-0.07143	0.01020	-0.01356	0.07565	0.03286	0.03810	0.04499	0.09274	0.05839	0.06610	0.01337	0.00216	0.06737	-0.01860	-0.10169	-0.03660	-0.02069	0.03973	0.02492	0.01613	-0.04924
déc-14	-0.04816	-0.13075	0.04377	-0.08979	0.00382	0.06527	-0.03958	-0.02129	0.01297	0.23077	-0.07189	-0.01067	-0.03260	-0.03212	0.02494	0.02788	-0.00795	-0.01482	-0.06578	0.02653	-0.01507	-0.03226	-0.03555	-0.04631	-0.02280	-0.04460	-0.17872	-0.00600	-0.03175	0.10510
janv-15	0.02679	0.10467	0.05484	0.07046	0.00360	-0.08248	0.01005	-0.05510	-0.01565	-0.11250	0.06142	-0.04444	0.11840	-0.01345	0.05104	-0.00687	0.06589	-0.00800	0.13318	0.00955	0.00000	0.01695	-0.00229	0.03468	-0.00875	-0.04054	0.06596	0.08875	0.18000	0.01118
févr-15	0.06087	0.10341	0.10398	0.20180	-0.01887	0.06250	0.08955	0.02774	0.11122	-0.04789	0.09645	0.05629	0.03770	0.06988	0.06946	0.08607	0.02186	0.07333	0.03127	0.06769	0.00992	0.01517	0.01232	0.08182	0.08567	-0.18710	0.03351	0.00057	-0.13281	-0.02729
mars-15	-0.12295	-0.08342	0.12465	-0.19703	-0.04362	-0.04110	0.04201	-0.07473	-0.15974	-0.23964	-0.03137	-0.00889	-0.00510	-0.01476	0.04101	0.07463	0.08189	0.00882	0.05979	0.03952	0.03097	-0.02446	0.02920	0.04538	-0.04762	-0.11640	-0.12270	0.01924	-0.00901	0.07255
avr-15	0.35514	0.08994	0.09360	0.09533	0.10757	-0.06723	-0.00964	0.12264	0.15456	-0.02224	0.00579	0.06723	-0.04491	-0.00913	-0.05825	0.00592	-0.05715	-0.03168	-0.07181	-0.00944	0.03178	0.00000	0.01655	-0.05145	-0.07857	-0.02994	-0.06667	-0.01749	-0.10999	-0.06764
mai-15	-0.05287	0.06336	-0.10811	0.00425	-0.01079	-0.04054	0.01770	-0.04455	0.01606	-0.12700	0.04099	-0.00957	-0.01967	-0.06642	0.07908	-0.00795	-0.06455	-0.01774	-0.05771	0.05977	-0.05031	-0.06964	-0.01163	-0.03898	-0.01550	-0.15123	-0.12034	0.01780	0.06122	-0.01373
juin-15	-0.07524	-0.08568	-0.08586	-0.10753	-0.01818	0.03286	0.17391	0.02849	0.01318	0.03571	-0.03730	-0.00410	-0.01281	-0.00896	0.01489	-0.07108	-0.02137	-0.05669	-0.02793	0.02319	0.01189	-0.05389	-0.01176	-0.03527	-0.02205	-0.08000	-0.02484	0.00278	-0.02885	-0.04374
juil-15	0.01575	0.07072	0.00552	0.00000	0.01852	-0.02727	0.04815	0.09660	0.07722	0.00000	-0.03285	-0.00412	0.03929	0.05038	-0.00492	0.04249	0.06729	0.07847	0.06969	-0.05283	0.01496	-0.03481	0.01667	-0.01645	-0.04509	0.01976	-0.02678	0.00078	0.11881	-0.12821
août-15	-0.16537	-0.17740	-0.12912	-0.20827	-0.12727	-0.02804	-0.01817	-0.06677	-0.03382	-0.01724	-0.07040	-0.08704	-0.00357	-0.04847	-0.04695	-0.08075	-0.04594	-0.09216	-0.09935	-0.08642	-0.05263	-0.08361	-0.07260	-0.07063	-0.27150	-0.18605	0.10167	-0.11136	-0.07965	-0.15660
sept-15	-																													

الملحق رقم 05: مصفوفة الارتباط بين 30 سهم المشكلة للمحفظة الدولية بالسعودية في ظل التغطية

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
sabic	1																													
ARB	0,632334	1																												
MAK	0,451142	0,387337	1																											
NAMA	0,204545	0,085761	0,239002	1																										
STC	0,615614	0,614375	0,364451	0,052807	1																									
FAB	0,27827	0,196023	0,243162	0,067577	0,185696	1																								
ETISA	0,168338	0,056882	0,093675	0,052507	0,09267	0,339205	1																							
DISB	0,381992	0,153523	0,259596	0,17123	0,235715	0,504286	0,618504	1																						
ADCB	0,291128	0,16498	0,122301	0,166364	0,159608	0,537189	0,363183	0,664378	1																					
ADNH	0,264449	0,092737	0,066304	-0,0026	0,266702	0,353315	0,356145	0,281062	0,268762	1																				
AAPL	0,349288	0,203369	0,147262	0,138642	0,151941	0,280399	0,209736	0,291253	0,202054	0,290615	1																			
IBM	0,378247	0,221664	0,250612	0,205165	0,136455	0,282234	0,131595	0,305292	0,283172	0,085635	0,351552	1																		
BA	0,390575	0,22595	0,16617	0,128141	0,325859	0,19514	0,149059	0,274321	0,271841	0,11718	0,35104	0,294786	1																	
MCD	0,224623	0,044074	0,064253	0,158146	0,045897	0,048673	0,047456	0,04863	0,101564	0,048512	0,224211	0,150697	0,324815	1																
UNH	0,305446	0,272513	0,209151	0,053868	0,317121	0,137173	-0,08151	0,020555	0,024505	0,024546	0,230374	0,274794	0,451361	0,29404	1															
SAPG	0,259009	0,124217	0,137708	0,131495	0,104093	0,108423	0,026623	0,178154	0,191483	0,028376	0,394823	0,522823	0,331219	0,213284	0,216523	1														
ALVG	0,298158	0,237013	0,218171	0,145294	0,163863	0,140447	0,05404	0,194971	0,228392	0,03841	0,314644	0,36822	0,513893	0,34574	0,337041	0,572027	1													
SIE	0,399606	0,282732	0,226394	0,193604	0,236707	0,235033	0,072827	0,179478	0,212181	0,029959	0,351091	0,402499	0,413963	0,326719	0,377523	0,576363	0,663515	1												
BAY	0,295397	0,156945	0,190262	0,140708	0,130661	0,25855	0,139039	0,180729	0,226745	0,055629	0,340721	0,348932	0,374139	0,280045	0,287952	0,46373	0,503051	0,56308	1											
COF	0,246965	0,105349	-0,01289	0,021735	0,18222	0,26672	0,062822	0,164299	0,160347	0,077405	0,206082	0,28505	0,391952	0,158758	0,221093	0,390151	0,338293	0,389206	0,229411	1										
PUBM	0,253412	0,135354	0,25542	0,196811	0,134167	0,46669	0,069486	0,176198	0,254597	0,168098	0,260459	0,288075	0,251827	0,103649	0,103146	0,268191	0,231267	0,333589	0,287834	0,321805	1									
TENA	0,241249	0,170367	0,240377	0,059997	0,162535	0,206878	0,068437	0,179878	0,122534	0,032641	0,118841	0,138547	0,123087	0,057221	0,209744	0,197275	0,248159	0,384275	0,265301	0,153062	0,269511	1								
GENM	0,257469	0,065072	0,065988	-0,02769	0,149102	0,131235	0,094367	0,153227	0,104091	0,076182	0,292189	0,173234	0,295204	0,047203	0,214171	0,265856	0,127148	0,20246	0,223549	0,165788	0,250086	0,227245	1							
CIMB	0,293837	0,219716	0,282065	0,134199	0,131811	0,360425	0,19309	0,23865	0,219501	0,118822	0,310437	0,401859	0,24867	0,161722	0,200958	0,280498	0,276806	0,373917	0,340197	0,229726	0,538165	0,323361	0,339405	1						
MAHB	0,226188	0,119168	0,087908	0,05212	0,053848	0,171025	0,181818	0,054147	0,032998	0,09609	0,229481	0,199697	0,229367	0,245691	0,134869	0,173441	0,159168	0,240418	0,203474	0,18062	0,377237	0,375458	0,46295	0,456826	1					
GTHE	0,258691	0,252016	0,116134	0,087575	0,248938	0,204972	0,067765	0,158038	0,078284	0,147895	0,24148	0,256379	0,230212	0,119855	0,262778	0,159706	0,277388	0,240579	0,144189	0,192851	0,182356	0,24961	0,106192	0,132971	0,220568	1				
ESRS	0,249923	0,271617	0,062345	0,120912	0,259997	0,249898	0,036506	0,137677	0,198994	0,136757	0,227081	0,245924	0,161379	0,166253	0,103498	0,2481	0,399542	0,322364	0,288365	0,216105	0,212428	0,248866	0,114056	0,156382	0,195425	0,507088	1			
COMI	0,316506	0,301497	0,100823	0,152505	0,30535	0,144265	0,095656	0,157248	0,186362	0,142923	0,166398	0,199017	0,213349	0,096019	0,13416	0,147829	0,372965	0,297161	0,198981	0,203887	0,324442	0,378845	0,246629	0,196387	0,34942	0,493288	0,656482	1		
EGTS	0,241314	0,296348	0,064808	0,110397	0,256212	0,173686	0,000649	0,059315	0,079517	0,121501	0,194083	0,201062	0,198418	0,070596	0,076089	0,150281	0,278776	0,186978	0,057533	0,1783	0,19404	0,14235	0,187076	0,121668	0,243374	0,452484	0,619448	0,563887	1	
HELI	0,248178	0,264137	0,211814	0,284033	0,317488	0,304702	0,115902	0,226513	0,214243	0,185491	0,281955	0,22137	0,230493	0,053019	0,187323	0,154666	0,294321	0,349341	0,20558	0,164005	0,273825	0,233412	0,185386	0,323722	0,234761	0,436764	0,534718	0,515695	0,467212	1

الملحق رقم 06: مصفوفة التباين والتغاير بين 30 سهم المشكلة للمحفظة الدولية بالسعودية في ظل التغطية

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
sabic	0,00904	0,005574	0,003608	0,007036	0,004204	0,002198	0,000996191	0,003963	0,00282	0,002671	0,002995	0,002021	0,002845	0,000896	0,002139	0,001522	0,002244	0,002778	0,001825	0,002248	0,000984	0,001311	0,001516	0,001829	0,001624	0,003676	0,003958	0,003152	0,003723232	0,004107
ARB	0,005574	0,008596	0,003021	0,002877	0,004091	0,00151	0,00032825	0,001553	0,001558	0,000913	0,001701	0,001155	0,001605	0,000171	0,001861	0,000712	0,001739	0,001916	0,000945	0,000935	0,000512	0,000903	0,000374	0,001333	0,000834	0,003492	0,004195	0,002928	0,004458691	0,004263
MAK	0,003608	0,003021	0,007076	0,007274	0,002202	0,001699	0,000490451	0,002382	0,001048	0,000592	0,001117	0,001185	0,001071	0,000227	0,001296	0,000716	0,001453	0,001392	0,00104	-0,0001	0,000877	0,001156	0,000344	0,001553	0,000558	0,00146	0,000874	0,000888	0,000884672	0,003101
NAMA	0,007036	0,002877	0,007274	0,130904	0,001372	0,002031	0,001182421	0,006759	0,006132	-0,0001	0,004524	0,004172	0,003552	0,002401	0,001436	0,00294	0,004161	0,005121	0,003308	0,000753	0,002908	0,001241	-0,00062	0,003178	0,001424	0,004735	0,007287	0,005779	0,006481688	0,017888
STC	0,004204	0,004091	0,002202	0,001372	0,005158	0,001108	0,000414242	0,001847	0,001168	0,002035	0,000984	0,000551	0,001793	0,000138	0,001678	0,000462	0,000932	0,001243	0,00061	0,001253	0,000394	0,000667	0,000663	0,00062	0,000292	0,002672	0,00311	0,002297	0,002986011	0,003969
FAB	0,002198	0,00151	0,001699	0,002031	0,001108	0,006901	0,001753902	0,004571	0,004546	0,003118	0,002101	0,001318	0,001242	0,00017	0,000839	0,000557	0,000924	0,001427	0,001396	0,002121	0,001583	0,000982	0,000675	0,00196	0,001073	0,002545	0,003458	0,001255	0,00234145	0,004406
ETISA	0,000996	0,000328	0,00049	0,001182	0,000414	0,001754	0,003873965	0,0042	0,002303	0,002355	0,001177	0,00046	0,000711	0,000124	-0,00037	0,000102	0,000266	0,000331	0,000562	0,000374	0,000177	0,000243	0,000364	0,000787	0,000855	0,00063	0,000378	0,000624	6,55936E-06	0,001256
DISB	0,003963	0,001553	0,002382	0,006759	0,001847	0,004571	0,004200036	0,011903	0,007384	0,003257	0,002866	0,001872	0,002293	0,000223	0,000165	0,001201	0,001684	0,001432	0,001281	0,001716	0,000785	0,001122	0,001035	0,001704	0,000446	0,002577	0,002502	0,001797	0,001050145	0,004302
ADCB	0,00282	0,001558	0,001048	0,006132	0,001168	0,004546	0,002302687	0,007384	0,010377	0,002908	0,001856	0,001621	0,002122	0,000434	0,000184	0,001205	0,001842	0,00158	0,001501	0,001564	0,001059	0,000713	0,000657	0,001464	0,000254	0,001192	0,003376	0,001988	0,00131446	0,003799
ADNH	0,002671	0,000913	0,000592	-0,0001	0,002035	0,003118	0,00235471	0,003257	0,002908	0,011284	0,002784	0,000511	0,000954	0,000216	0,000192	0,000186	0,000323	0,000233	0,000384	0,000787	0,000729	0,000198	0,000501	0,000826	0,000771	0,002348	0,00242	0,00159	0,002094441	0,00343
AAPL	0,002995	0,001701	0,001117	0,004524	0,000984	0,002101	0,001177423	0,002866	0,001856	0,002784	0,008135	0,001782	0,002426	0,000849	0,00153	0,002201	0,002246	0,002315	0,001997	0,001779	0,000959	0,000613	0,001632	0,001833	0,001563	0,003255	0,003412	0,001572	0,002840694	0,004427
IBM	0,002021	0,001155	0,001185	0,004172	0,000551	0,001318	0,000460374	0,001872	0,001621	0,000511	0,001782	0,003159	0,00127	0,000355	0,001138	0,001816	0,001638	0,001654	0,001274	0,001534	0,000661	0,000445	0,000603	0,001479	0,000848	0,002154	0,002302	0,001172	0,001833915	0,002166
BA	0,002845	0,001605	0,001071	0,003552	0,001793	0,001242	0,000710864	0,002293	0,002122	0,000954	0,002426	0,00127	0,005871	0,001045	0,002547	0,001568	0,003117	0,002319	0,001863	0,002875	0,000788	0,000539	0,001401	0,001247	0,001327	0,002636	0,00206	0,001712	0,002467101	0,003074
MCD	0,000896	0,000171	0,000227	0,002401	0,000138	0,00017	0,000123965	0,000223	0,000434	0,000216	0,000849	0,000355	0,001045	0,001761	0,000909	0,000553	0,001149	0,001002	0,000764	0,000638	0,000178	0,000137	0,000123	0,000444	0,000779	0,000752	0,001162	0,000422	0,000480796	0,000387
UNH	0,002139	0,001861	0,001296	0,001436	0,001678	0,000839	-0,000373678	0,000165	0,000184	0,000192	0,00153	0,001138	0,002547	0,000909	0,005425	0,000986	0,001965	0,002033	0,001378	0,001559	0,00031	0,000883	0,000977	0,000969	0,00075	0,002893	0,00127	0,001035	0,000909462	0,002402
SAPG	0,001522	0,000712	0,000716	0,00294	0,000462	0,000557	0,000102396	0,001201	0,001205	0,000186	0,002201	0,001816	0,001568	0,000553	0,000986	0,003819	0,002798	0,002604	0,001862	0,002308	0,000677	0,000697	0,001018	0,001135	0,000809	0,001475	0,002554	0,000957	0,001506996	0,001664
ALVG	0,002244	0,001739	0,001453	0,004161	0,000932	0,000924	0,000266251	0,001684	0,001842	0,000323	0,002246	0,001638	0,003117	0,001149	0,001965	0,002798	0,006266	0,00384	0,002587	0,002564	0,000748	0,001123	0,000623	0,001434	0,000951	0,003281	0,005268	0,003092	0,003581046	0,004055
SIE	0,002778	0,001916	0,001392	0,005121	0,001243	0,001427	0,000331377	0,001432	0,00158	0,000233	0,002315	0,001654	0,002319	0,001002	0,002033	0,002604	0,00384	0,005345	0,002675	0,002724	0,000996	0,001606	0,000917	0,001789	0,001327	0,002628	0,003925	0,002275	0,00221819	0,004445
BAY	0,001825	0,000945	0,00104	0,003308	0,00061	0,001396	0,000562277	0,001281	0,001501	0,000384	0,001997	0,001274	0,001863	0,000764	0,001378	0,001862	0,002587	0,002675	0,004222	0,001427	0,000764	0,000985	0,0009	0,001447	0,000998	0,0014	0,003121	0,001354	0,000660607	0,002325
COF	0,002248	0,000935	-0,0001	0,000753	0,001253	0,002121	0,000374335	0,001716	0,001564	0,000787	0,001779	0,001534	0,002875	0,000638	0,001559	0,002308	0,002564	0,002724	0,001427	0,009165	0,001258	0,000838	0,000983	0,00144	0,001306	0,002759	0,003446	0,002044	0,002769976	0,002733
PUBM	0,000984	0,000512	0,000877	0,002908	0,000394	0,001583	0,000176623	0,000785	0,001059	0,000729	0,000959	0,000661	0,000788	0,000178	0,00031	0,000677	0,000748	0,000996	0,000764	0,001258	0,001668	0,000629	0,000633	0,001439	0,001163	0,001113	0,001445	0,001388	0,001285934	0,001947
TENA	0,001311	0,000903	0,001156	0,001241	0,000667	0,000982	0,000243482	0,001122	0,000713	0,000198	0,000613	0,000445	0,000539	0,000137	0,000883	0,000697	0,001123	0,001606	0,000985	0,000838	0,000629	0,003267	0,000805	0,00121	0,001621	0,002132	0,002369	0,002268	0,00132041	0,002322
GENM	0,001516	0,000374	0,000344	-0,00062	0,000663	0,000675	0,000363791	0,001035	0,000657	0,000501	0,001632	0,000603	0,001401	0,000123	0,000977	0,001018	0,000623	0,000917	0,0009	0,000983	0,000633	0,000805	0,003836	0,001376	0,002165	0,000983	0,001177	0,0016	0,001880305	0,001999
CIMB	0,001829	0,001333	0,001553	0,003178	0,00062	0,00196	0,000786669	0,001704	0,001464	0,000826	0,001833	0,001479	0,001247	0,000444	0,000969	0,001135	0,001434	0,001789	0,001447	0,00144	0,001439	0,00121	0,001376	0,004285	0,002258	0,001301	0,001705	0,001346	0,001292408	0,003689
MAHB	0,001624	0,000834	0,000558	0,001424	0,000292	0,001073	0,000854574	0,000446	0,000254	0,000771	0,001563	0,000848	0,001327	0,000779	0,00075	0,000809	0,000951	0,001327	0,000998	0,001306	0,001163	0,001621	0,002165	0,002258	0,005703	0,002489	0,002458	0,002763	0,002982403	0,003086
GTHE	0,003676	0,003492	0,00146	0,004735	0,002672	0,002545	0,000630321	0,002577	0,001192	0,002348	0,003255	0,002154	0,002636	0,000752	0,002893	0,001475	0,003281	0,002628	0,0014	0,002759	0,001113	0,002132	0,000983	0,001301	0,002489	0,022334	0,012623	0,007721	0,01097336	0,011362
ESRS	0,003958	0,004195	0,000874	0,007287	0,00311	0,003458	0,000378471	0,002502	0,003376	0,00242	0,003412	0,002302	0,00206	0,001162	0,00127	0,002554	0,005268	0,003925	0,003121	0,003446	0,001445	0,002369	0,001177	0,001705	0,002458	0,012623	0,027745	0,011452	0,016743631	0,015503
COMI	0,003152	0,002928	0,000888	0,005779	0,002297	0,001255	0,000623532	0,001797	0,001988	0,00159	0,001572	0,001172	0,001712	0,000422																

الملحق رقم 07: معدلات المردودية لأسهم المحفظة الدولية المشككة في سوق مصر في ظل التغطية ضد خطر الصرف

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	
janv-07																															
févr-07	0.0553097	-0.00488	0.0456476	0.1226415	0.0309524	-0.013061	-0.062632	-0.025681	-0.014882	-0.001531	0.042517	0.0402367	0.0240856	0.0221774	-0.110048	0.016944	0.0639216	-0.056295	-0.038274	-0.05665	0.1298824	0.3184579	0.1259259	0.0762053	0.0814815	-0.006083	-0.02439	-0.039088	0.0152174	0.0092166	
mars-07	-0.039832	-0.036783	-0.001615	0.3844538	0.295612	0.0976013	0.0142027	0.018909	0.0311284	0.0151399	-0.044046	-0.009101	-0.18223	-0.112426	-0.005576	-0.041367	-0.055719	0.0033644	0.1005291	-0.028991	0.0130154	-0.15311	-0.092105	0.0086705	-0.126712	0.00612	-0.05	0.1491525	0.0642398	0.2694064	
avr-07	-0.006655	0.0397149	0.067032	0.0424886	0.486631	0.0746044	0.0834412	0.0460161	0.0716981	0.0016991	0	0.0332951	0.1397529	0.1088889	-0.059459	0.0635301	0.0845098	0.1147795	0.0537207	-0.02879	0.0342276	-0.064867	0.1521739	0.4807068	-0.07451	0.06691	0	-0.053097	0.0865191	0.0179856	
mai-07	-0.003763	0.0019589	0.007619	-0.135371	0.9642088	0.213885	0.0429508	0.0816129	0.0470174	0.0322277	0.1996587	0.1766667	0.3323364	0.1823647	0.1293103	0.0022542	-0.010498	0.0997987	0.061099	0.0816131	-0.04276	-0.05424	0.0943396	-0.009043	0.059322	0.0539188	0.0263158	0.012461	0.0181519	-0.056537	
juin-07	-0.037671	0.0420332	0.0094518	-0.153199	0.0586081	0.0069324	-0.012664	-0.04404	0.0041543	-0.066277	-0.075391	0.0075543	-0.001964	-0.00678	-0.002545	0.0702839	0.0520606	0.0880834	0.0487942	-0.005078	-0.105023	-0.097984	-0.247126	-0.185709	-0.068	-0.015152	-0.025641	0.0757098	-0.016807	0.0224719	
juil-07	0.0474496	0.0389306	0.1479401	0.4811133	0.1078341	0.0797476	0.0513064	0.0756032	-0.0256935	-0.0529922	-0.04	-0.047978	0.0600444	-0.09215	0.0637755	0.0454226	-0.099048	-0.12201	-0.068271	-0.09425	0.1264492	0.0420998	0.1526718	0.2499709	0.1246635	0.0406593	-0.035088	0.1994135	0.008547	0.0586801	
août-07	-0.142695	-0.1386	-0.033442	0.0026846	-0.153045	0.0510096	0.0548685	-0.065068	0.0288281	0.0326244	-0.035256	-0.011811	-0.023194	-0.037594	0.0023981	-0.0005467	-0.014779	0.1080926	-0.124155	0.0640631	0.2119701	0.1059603	0.073746	0.0916031	-0.083421	-0.095455	-0.085575	-0.076271	-0.155709		
sept-07	0.1321004	0.0759958	0.1527246	0.0843373	0.031346	0.0819190	0.0095124	0.0857291	0.1059898	-0.031594	-0.018272	0.0428287	-0.031898	0.0371094	0.0167644	0.0415078	0.0458972	-0.036257	0.0034313	-0.054601	-0.038889	-0.101796	-0.029435	-0.094406	0.0645161	-0.050251	0.0320856	-0.018349	0.1065577		
oct-07	0.0641774	0.0379932	0.0051245	-0.113707	-0.004442	0.2381387	-0.014261	0.060958	0.0969341	0.0148668	0.2346548	0.2110793	0.2021277	0.4305882	0.0090378	-0.052078	0.027935	0.0381133	-0.04253	0.1853127	0.0924855	0.1	0.2222222	0.0772201	0.1158009	-0.010582	-0.207725	0.0747664	0.2361624		
nov-07	0.0690789	0.051619	0.0225783	0.0257511	0.1051625	-0.040899	-0.094213	-0.061365	-0.021423	0.1190234	-0.043537	-0.033912	-0.110619	-0.082759	-0.023026	-0.064274	-0.091612	0.1066946	-0.020855	-0.221875	0.0688932	0.1005291	0.0181818	0.0413556	0.0860215	-0.063046	-0.010695	-0.010582	-0.069565	-0.083582	
déc-07	0.0861538	0.1566265	0.1616809	-0.099024	0.0980392	0.0872071	0.0277619	-0.054895	0.0075252	0.0581818	0.0312945	0.08	0.0945274	0.0037594	0.0841751	0.0168861	0.0492908	0.0495473	0.1098687	-0.094664	0.2484528	0.2524929	0.0595238	0.0237576	0.1056106	0.0569358	0.0378378	0.0213904	0.0280374	-0.068404	
janv-08	-0.081209	-0.012731	0.0098099	-0.021284	-0.018382	-0.316608	-0.009158	-0.048937	-0.090477	-0.12646	0.0524138	0.0234316	0.0045455	0.0168539	-0.015528	-0.093724	-0.192565	-0.203861	-0.123141	0.0893556	-0.171321	-0.213108	-0.007721	-0.083582	0.063239	-0.046875	-0.002396	-0.063636	0.0524476		
févr-08	-0.004111	0.1430246	0.0078931	0.0564263	0.0363831	-0.076525	0.0630193	-0.004689	0.0098918	-0.085759	-0.039318	0.0598227	0.1221719	-0.003683	0.0851735	-0.018323	-0.016407	-0.008741	-0.072588	-0.084642	0.1367814	0.097561	0.0410959	-0.025882	-0.045603	-0.07845	-0.010929	-0.041667	0.0194175	-0.039867	
mars-08	-0.099071	0.2126496	-0.036747	0.0296736	-0.006711	0.1478163	0.011249	-0.101703	0.0306782	-0.260757	0.0027285	-0.050174	-0.132841	-0.005545	0.0625	-0.004113	0.0679149	-0.196424	-0.00177	-0.023514	-0.103189	-0.177778	-0.072368	-0.1062	-0.153584	0	-0.187485	-0.065217	-0.053333	-0.031142	
avr-08	0.0824742	0.0504652	0.0062539	0.011574	-0.064449	0.2121951	0.048289	0.1410515	0.0683163	-0.050349	0.0789116	0.0557594	-0.105916	-0.016729	0.369357	0.0289072	0.0343332	0.119709	0.0795902	0.1096648	0.0697674	0.1531532	0.070292	0.1386356	0.1086065	0.0851282	-0.108844	-0.017442	0	0.1071743	
mai-08	-0.044444	-0.113527	-0.06215	-0.108262	-0.05	0.0849095	0.0723281	-0.024629	-0.004364	0.0484217	0.0290038	0	-0.045796	0	-0.223776	0.0966348	-0.070572	-0.035095	0.0235401	-0.091496	-0.063545	-0.026249	0.1303812	-0.062271	0.0094518	0.0763359	-0.035503	-0.044266	0.0565371		
juin-08	-0.119601	-0.049046	-0.036448	-0.191693	-0.066667	-0.11276	-0.084215	-0.025993	-0.052259	-0.236881	-0.008578	-0.064628	-0.104921	-0.034026	0.1029601	-0.063626	-0.08045	-0.032833	-0.062043	-0.020145	0.0017857	0.008956	0.0816327	-0.053822	-0.095688	-0.095506	0.1560284	-0.024054	-0.157895	-0.083612	
juil-08	-0.163522	-0.050302	-0.094223	-0.225296	-0.220551	-0.050585	0.0797267	-0.070146	0.0635005	0.0697143	0.0185414	0.0156018	0.0099797	-0.007828	-0.032672	0.1202646	-0.023056	0.1167691	0.036685	0.1218802	-0.078431	-0.065341	-0.062893	-0.193404	0.0785124	0	0.0306748	0.0730769	0.095	-0.032847	
août-08	-0.043609	-0.148508	-0.05391	-0.140306	-0.313505	0.0664905	-0.048836	0.0728195	0.0369627	0.0844017	-0.183252	-0.092904	-0.113549	-0.179487	-0.144753	0.0252281	0.0437248	-0.057128	-0.025486	0.0993697	-0.017408	0.0699088	0.0134228	-0.085342	-0.007665	-0.019669	-0.059524	-0.028674	-0.047945	-0.041509	
sept-08	-0.266195	-0.265748	-0.148475	-0.142433	-0.325527	-0.32948	-0.039185	-0.125229	-0.004839	-0.166174	-0.154532	-0.069355	-0.178349	-0.151442	-0.180536	-0.013874	-0.156179	-0.040828	0.2580101	-0.17126	-0.096591	-0.023476	-0.007722	-0.020063	-0.139241	-0.062731	-0.081535	-0.027559			
oct-08	-0.204628	-0.50134	-0.299717	-0.363322	-0.328125	-0.053571	-0.205113	-0.085963	-0.061102	-0.06538	-0.228471	-0.045061	-0.304898	-0.252125	-0.168675	-0.267189	-0.397283	-0.293361	-0.166928	-0.203753	-0.320665	-0.192454	-0.276056	-0.362326	-0.062257	-0.164871	-0.125	-0.023622	-0.203655	-0.107809	
nov-08	-0.20097	0.2634009	0.0417227	0.0652174	0.0989112	-0.138582	-0.122298	-0.186761	0.014155	-0.114623	-0.070615	-0.222323	-0.380417	-0.013636	-0.192547	-0.027712	0.1393288	0.0313053	-0.057452	-0.108418	-0.300699	-0.0919545	-0.202335	-0.0602	-0.204979	0.0180645	-0.008403	-0.056452	-0.022951	-0.049084	
déc-08	0.1908294	-0.153191	0.2816537	-0.086735	0.0588235	-0.079305	0.0313725	0.0009383	0.0585532	0.2660638	-0.166667	-0.201867	-0.346503	-0.333333	-0.225641	-0.059613	0.1501303	0.1192721	0.0214839	-0.219033	0.03	-0.054852	0.1414634	0	0.0250522	0.0418251	0.059322	-0.034188	-0.020134	0.0346535	
janv-09	-0.256229	-0.152764	-0.280242	-0.217877	-0.106767	0.0566038	0.0889971	-0.008437	-0.067053	0.0650376	-0.005	0.0175439	0.0604575	-0.11236	0.0794702	0.1034073	-0.118667	-0.165132	0.0014674	-0.373791	-0.071845	-0.004464	0.025641	0.0466057	-0.040733	-0.006083	-0.056	-0.00885	0.0958904	-0.062201	
févr-09	-0.146936	-0.20074	0.0036416	-0.157143	-0.258706	-0.009317	-0.004462	-0.099448	-0.306389	-0.051922	0.1522989	0.1810478	0.0314058	-0.083842	-0.188654	-0.08306	-0.004928	0.2580101	-0.17126	-0.096591	-0.021853	-0.234131	-0.155157	0.0033333	-0.072184	-0.242038	0.0281518	0.0932203	-0.013393	-0.081535	-0.027559
mars-09	0.3431504	0.0697329	-0.072973	0.2457627	0.2785233	0.177116	0.0528089	0.1316794	0.0444019	0.0651399	0.0830769	0.138404	0.2935421	-0.018405	-0.003509	0.0456594	0.1795637	0.0665302	-0.054444	0.0474308	0.1420765	0.0987261	0.0443548	-0.024107	0.1176471	-0.141667	-0.054264	-0.031674	-0.008696	0.0776256	
avr-09	0.2345515	0.3217753	0.2376053	0.5102401	0.6692913	0.1970706	0.0652286	0.1256324	-0.023456	0.1237458	0.125	-0.09529	-0.129602	0	0.1302817	0.0878936	0.1024344	0.1864203	0.044595	0.2216981	0.1913786	0.3719807	0.1196911	0.2086234	0.235589	0.1054092	0.1308411	0.1783626			

déc-12	0.1574344	0.2474874	0.0626801	0.1797753	0.1979167	-0.090779	0.0077866	0.0145396	0.0134421	-0.002758	-0.008963	-0.088398	0.0257376	0.0100671	-0.038043	0.0108261	0.0485243	0.0365695	0.0337522	-0.033386	0.0286533	0.015625	0.0278481	0.0489991	0.0171144	0.0492021	0	0.0380117	0.021419	-0.017928
janv-13	0.1133501	0.0050352	0.0244608	0	-0.102609	-0.140401	0.060141	-0.019772	0.084263	0.017835	0.0633075	0.0642424	0.1144431	0.007062	-0.011299	-0.005767	0.00252481	-0.016447	0.0108834	-0.035698	0.0473538	0.0653846	-0.002463	0.0544005	-0.055427	-0.046895	0.0086455	0.0338028	-0.050640	0.0657951
févr-13	-0.052036	-0.003006	-0.041032	-0.019048	0.001938	-0.03089	-0.011031	0.041018	0.0604015	-0.031878	0.0315917	0.0558807	-0.013729	0.1323944	0.0342857	-0.008121	-0.00617	-0.01519	0.043764	-0.057933	0.0263916	-0.01083	0.0074074	-0.018504	-0.022005	0.00385638	-0.008571	0.0081744	-0.001387	-0.007678
mars-13	0.0429594	-0.084422	-0.117322	-0.122224	-0.147002	0.0028544	0.0620923	0.1163849	0.0395203	0.0703461	0.0575328	-0.044229	-0.085746	0.0323383	0.0773481	0.0442774	0.0119389	0.0554763	0.0608171	0.0865017	0.0463215	-0.040146	0.0294118	-0.007431	-0.02	0.0089629	0.0403458	-0.021622	0.0597222	0.015667
avr-13	0.0686499	0.0098793	0.0203284	0.0222222	0.1587302	0.0001581	-0.050445	0.0647641	0.0245762	0.0475441	0.0952903	0.0127088	0.1425700	0.1084337	-0.025641	-0.03504	0.0575743	-0.056367	-0.015532	0.0288868	0.0564688	0.0038023	0.1	-0.037848	-0.005102	0.0095178	0.0872576	0.038674	0.0144168	0.0288809
mai-13	0.0663812	0.0597826	0.1992337	-0.032609	0.0704501	0.0158103	0.0270564	0.0832513	-0.054533	0.0455026	-0.008	0.1047419	0.1424269	0.1065217	0.1894737	-0.037805	0.0687193	0.0291515	0.0463058	0.0908468	0.0275482	0.0340909	0.1792424	-0.027666	0.0820513	0.0333124	0.0636943	0.037234	0.0697674	0.0129282
juin-13	-0.212851	-0.193846	-0.189492	-0.224719	-0.010969	-0.118288	-0.08129	0.0345385	0.0251631	0.0450503	-0.058468	-0.054529	-0.057592	0.017682	0.070796	-0.030501	-0.026623	-0.048432	0.004185	0.018767	0.0549451	0.0253924	-0.024303	0.0052052	0.001217	-0.007186	-0.002564	0	0.0275387	
juil-13	0.1377551	0.3320611	0.1734694	0.3333333	0.0166359	0.141218	0.0205641	0.0259664	-0.009293	0.1125535	0.1552463	0.0439883	0.1547619	0.064	0.0285714	0.017241	0.044098	0.9938206	0.0610404	0.0854345	0.0245902	0.0625	0.0106383	0.0249089	0.0051025	0.0188794	0.0723764	0.0694087	-0.049517	0.0686767
août-13	-0.047085	0.0659026	0.0080268	-0.043478	0.0381818	0.0765661	-0.065474	-0.011227	-0.037928	-0.015237	-0.004634	-0.016854	-0.06701	0.078947	0.1481481	0.0115753	-0.075085	-0.026971	-0.037925	-0.076598	0.016	-0.003268	-0.066667	-0.06476	-0.007481	-0.011955	-0.017998	0.0120192	-0.074968	0.0344828
sept-13	0.0329412	0.0358423	0.0716656	0.1136364	-0.02627	-0.021408	0.0196563	0.1306774	0.0196058	-0.018622	0.0047619	0.146593	0.0036122	0.012097	-0.022528	0.0719557	0.111999	0.0371221	0.0517672	0.0104987	0.0313148	0	0.0519727	0.0085471	0.0399274	0.0343645	0.0032753	0.032967	0.0878788	
oct-13	0.0774487	0.100346	0.126935	0.0408163	0.0611511	0.0963148	-0.032239	0.1106383	0.0032221	-0.046781	-0.019924	0	0.0938202	-0.009901	0.0203408	0.583501	0.0662651	0.0574933	0.0520507	0.001779	0.036636	-0.050167	0.0150376	-0.004067	0.01296296	0.0314136	0.0445998	0.0236697	-0.066649	0.1086351
nov-13	-0.033827	0.0966891	0.0115385	0.0202942	0.0101695	0.0026236	0.0287356	0.0080065	0.091222	-0.03969	-0.009479	0.0622614	0.068	0.0823308	0.053408	0.0318805	0.0320663	0.0728242	0.0376875	0.0902256	-0.0329726	-0.051875	0.0356903	0.0911885	0.0045121	0.0442992	-0.018519	0.0147256	0.0288945	
déc-13	0.0306346	0.0939068	0.1325367	0.1414141	0.0318792	0.0089376	0.0439114	0.0166855	-0.003492	0.0110097	0.1582661	0.0181818	0.204313	0.2172285	0.1923077	0.0223134	0.0195542	0.0215021	0.0381829	0.0471573	0.0252874	-0.023411	0.0078125	0.101909	0.0046948	0.0555867	0.1541582	0.0330189	0.005277	0.039072
janv-14	0.0097877	0.112713	0.0321343	0.3274336	0.0178862	-0.107798	-0.058058	-0.082277	-0.029475	-0.040106	0.0966075	0.0037594	0.1083563	0.1084615	0.1129032	-0.090676	-0.050249	-0.053681	-0.039868	-0.049755	0	-0.017123	0.0426357	-0.056923	0.140189	-0.016489	0.0369609	-0.004566	-0.091864	-0.059929
févr-14	-0.045401	0.06596	0.0887546	0.18	0.011821	0.0513215	0.048053	0.0291292	0.0104067	0.0690371	-0.02619	0.0468165	0.0352113	0.102719	0.1304348	0.0328274	0.0476575	0.0297999	0.0511782	0.0095547	0.0269058	-0.003484	0.011524	0.0377072	0.0204918	0	0.0169492	-0.002294	0.0346821	-0.00875
mars-14	-0.108652	-0.069601	-0.028596	-0.090395	0.1737757	0.0199521	0.0395312	-0.026606	0.302028	0.0610845	0.007335	-0.02415	-0.001601	0	-0.102564	0.0041012	-0.053971	0.0097148	-0.045823	0.0490252	0.0262009	0.0454455	0.2610294	0.1382936	0.060241	0.0043267	-0.003333	-0.034483	-0.001397	-0.045397
avr-14	0.1715576	-0.01365	0.0540422	0.1180124	0.0820996	0.099374	0.0206764	0.0281297	0.0341732	-0.084766	0.0477346	-0.042163	0.1044808	0.0643836	-0.085714	-0.012253	0.0175224	-0.027636	0.0185262	-0.04908	-0.029787	-0.067781	0.0291545	0	-0.003788	0.0511578	-0.005017	0.0047619	0.0503497	0.006605
mai-14	0.0134875	0.0348977	-0.057099	0.0111111	0.1393035	0.0727165	-0.061638	0.0482871	0.0004932	0.0611674	0.2108108	-0.003288	0.1429868	0.2072072	-0.03125	-0.032391	-0.003604	0.0258947	0.0609694	0.0944972	0.0315179	0.0380292	0.0141643	0.118101	-0.011407	0.0722336	0.0134454	-0.035545	-0.022636	-0.016168
juin-14	-0.024715	-0.009884	-0.013853	-0.076923	0.110262	0.276457	-0.016761	-0.059298	-0.066803	0.0262231	-0.176658	-0.0226294	-0.167804	-0.247335	-0.064516	0.0042735	-0.021704	-0.010363	-0.027775	0.0503513	-0.008658	0.0103687	-0.117318	-0.105626	0.0269231	-0.064501	0.0099502	0.031941	-0.002725	-0.059940
juil-14	0.0097466	-0.005285	0.1834943	0.047373	0.1956735	0.0287531	0.057373	0.053054	-0.0601346	-0.008563	0.020914	0.0231667	0.1208996	0.2068966	0.043617	0.0262942	-0.041991	-0.040981	-0.000659	0.1244541	0.0118586	0.0284881	0.0015907	0.039633	0.0102145	0.0197044	0.047619	-0.043716	0.0505641	
août-14	0.0366795	0.0035419	0.1023739	-0.045455	0.3388158	0.0721757	0.0032869	0.0524568	-0.008883	0.0694633	-0.027314	0.0047847	0.0180752	-0.110122	0	0.0057764	0.0392314	0.0318182	0.0316384	0.0202636	0.0330097	0.1374803	0.0369231	0.0974908	0.0376712	-0.025278	-0.003221	0.025	0.0542857	0.0253521
sept-14	-0.242086	0.0923529	0.0955585	-0.125	-0.041155	-0.017073	-0.012845	0.0045741	0.0116304	-0.004961	0.024961	0.0085714	0.0066152	0.05875	-0.142857	-0.0354473	-0.011171	-0.010174	0.0867271	0.0403687	0.013158	-0.081813	0.0029674	-0.045831	-0.019802	-0.019071	0	-0.073171	-0.047425	-0.026099
oct-14	0.0687961	-0.119009	-0.050983	-0.156463	-0.115311	0.0719603	-0.133962	-0.019391	-0.011391	0.0115652	-0.06261	-0.1322	-0.08909	-0.067296	0.1666667	-0.050088	-0.012855	-0.047261	0.022998	0.021729	-0.15619	-0.08265	-0.032544	-0.147175	0.003367	-0.019048	0.0791599	0.0287081	-0.076814	-0.036671
nov-14	-0.020609	0.0397311	0.0249191	0.016129	-0.04924	0.1012037	-0.013564	0.0756545	0.0328603	0.0381103	-0.02608	-0.008612	-0.067535	-0.121519	-0.071429	0.0449853	0.0927388	0.583917	0.0660994	0.0133678	-0.20316	-0.059036	-0.091743	-0.176054	-0.120805	0.0021575	0.0673655	-0.018605	-0.016195	-0.036603
déc-14	-0.044601	-0.178718	-0.005999	-0.031746	0.1051028	-0.071891	-0.010668	-0.032599	-0.032125	0.0249417	0.065272	-0.039755	-0.021291	0.0129683	0.2307692	0.0278758	-0.007945	-0.014817	-0.065782	0.0265328	-0.048159	-0.130751	0.034771	-0.089786	0.0036969	-0.01507	0.032258	-0.035545	-0.064312	-0.022796
janv-15	0.1425061	0.0894775	0.1222999	0.0491803	0.1867677	0.0614242	-0.04444	0.1184028	-0.013447	0.0510436	-0.082482	0.0100503	-0.0551	-0.015647	-0.1125	-0.006866	0.0658901	-0.008	0.1331835	-0.037821	0.0267857	0.1046651	0.0548387	0.0704588	0.0076046	-0.008743	0.0507246	-0.002457	-0.010791	0.0528771
févr-15	-0.187097	0.0330585	0.0005661	-0.132813	-0.07259	0.0964493	0.0562912	0.0376969	0.0698832	0.0694588	0.0625	0.0895522	0.0277411	0.1127168	-0.047887	0.0806098	0.0218579	0.0733333	0.0312674	0.0676886	0.0060996	0.1034109	0.1039755	0.201798	-0.018668	0.0099228	0.0151724	0.0123153	0.081812	0.0867621
mars-15	-0.116402	-0.122695	0.0192362	-0.090099	0.0275517	-0.031372	-0.008992	-0.050104	-0.017462	0.0410103	-0.041906	0.0240091	-0.074734	-0.15974	-0.239645	0.074634	0.081885	0.0088159	0.0597922	0.0395167	-0.122891	-0.083415	0.1246537	-0.197034	-0.034615	0.0305677	-0.024457	0.0291913	0.0453782	-0.046719
avr-15	-0.02994	-0.066667	-0.017485	-0.109091	-0.067642	0.0057864	0.0672274	-0.044909	-0.009134	-0.058247	-0.067227	-0.009641	0.1226434	0.1545595	-0.027237	0.0059233	-0.057152	-0.031678	-0.071812	-0.009435	0.3551402	0.0899358	0.0935961	0.0953522	0.1075697	0.0317797	0	0.0165485	-0.051447	-0.078571
mai-15	-0.151235	-0.120342	0.0177966	0.0612245	-0.013725	0.0409908	-0.009574	-0.019674	-0.006422	0.0790844	-0.040541	0.0176991	-0.044547	0.0160643	0.12	-0.007949	-0.064548	-0.017742	-0.005711	0.0597736	-0.052874	0.0633595	-0.108108	0.0042527	-0.010791	-0.050308	-0.069638	-0.011628		

الملحق رقم 08: مصفوفة الارتباط بين 30 سهم المشكلة للمحفظة الدولية بمصر في ظل التغطية

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB
GTHE	1																													
ESRS	0,4395396	1																												
COMI	0,4299779	0,6552429	1																											
EGTS	0,4265343	0,621149	0,5661027	1																										
HELI	0,4314387	0,5385443	0,5177806	0,469821	1																									
AAPL	0,1455152	0,0597063	0,1482726	0,1173825	0,1251847	1																								
IBM	0,1232972	0,025545	0,1469644	0,0940067	0,0567085	0,8303371	1																							
BA	0,123246	-0,002612	0,143807	0,0960844	0,0670684	0,8272907	0,8611368	1																						
MCD	0,0665566	-0,030009	0,0930349	0,0301329	-0,022152	0,8229743	0,877196	0,8992515	1																					
UNH	0,1559724	-0,023963	0,1223097	0,0467616	0,060523	0,7805629	0,8379551	0,8825216	0,8699957	1																				
FAB	0,1685831	0,0721849	0,1264712	0,121323	0,1559233	0,7707942	0,8076855	0,8043022	0,7957472	0,7681953	1																			
ETISA	0,0494898	-0,050338	0,0930356	0,0279889	0,0313987	0,7945625	0,8297253	0,8517288	0,8633719	0,776251	0,8321482	1																		
DISB	0,125135	0,0251361	0,1402604	0,0615241	0,1302364	0,7334512	0,7645702	0,7725072	0,735735	0,6783139	0,8199492	0,8642379	1																	
ADCB	0,0778911	0,0616923	0,1585573	0,0750584	0,1203867	0,7152547	0,7746692	0,7871324	0,7633646	0,6974252	0,8360886	0,8025492	0,866682	1																
ADNH	0,1331441	0,0317345	0,1337154	0,0958658	0,1035568	0,7462015	0,7251148	0,7456707	0,7531346	0,7008801	0,7779052	0,8032522	0,7160623	0,7179868	1															
SAPG	0,1265715	0,1003478	0,1882067	0,137016	0,0899609	0,8193848	0,891718	0,8761326	0,8727249	0,8272694	0,7830862	0,8029739	0,7507115	0,7736256	0,7074838	1														
ALVG	0,1847539	0,1733404	0,2796346	0,1894885	0,154367	0,7652408	0,8241337	0,8689263	0,8447147	0,8154286	0,7566607	0,7709188	0,724517	0,7502286	0,6783841	0,9211021	1													
SIE	0,2061331	0,1510316	0,2622345	0,1594356	0,1911346	0,7792282	0,8378685	0,8532186	0,8453098	0,8287568	0,7768828	0,7661039	0,7161839	0,7438359	0,669146	0,9133878	0,9274621	1												
BAY	0,1438071	0,1268945	0,2148273	0,097665	0,1171918	0,8045332	0,8609367	0,8763039	0,8760462	0,8394189	0,8091594	0,8091123	0,7409846	0,7744651	0,7053887	0,9015574	0,9039201	0,9089907	1											
COF	0,1867351	0,1108281	0,2162668	0,1582686	0,1111522	0,7362537	0,8061781	0,844509	0,8065829	0,783694	0,7863189	0,7565834	0,7125274	0,7263602	0,6805357	0,8517746	0,8272325	0,83092	0,8065284	1										
sabic	0,2168881	0,0848796	0,2337746	0,1671377	0,1420937	0,7600714	0,7924622	0,8110873	0,7803827	0,7789581	0,7553096	0,7544917	0,7552633	0,7289252	0,7277042	0,7976331	0,7782798	0,8078001	0,8022286	0,7647799	1									
ARB	0,2022853	0,0981054	0,225296	0,1946421	0,1523958	0,7114423	0,7548166	0,7628586	0,7455817	0,7677006	0,7201864	0,7149172	0,6609892	0,6741525	0,6604186	0,7298628	0,7332667	0,743307	0,734968	0,6912662	0,8659811	1								
MAK	0,1279303	-0,026755	0,1101681	0,0645758	0,1203028	0,7043049	0,7748932	0,7642599	0,7629059	0,7608482	0,7403423	0,7318074	0,7080158	0,6631193	0,6503715	0,7373755	0,7341952	0,732198	0,7469112	0,6534183	0,7996723	0,7759066	1							
NAMA	0,0836455	0,0864793	0,1618203	0,1137298	0,261396	0,3691002	0,4039122	0,3801698	0,388111	0,3435367	0,3367515	0,3465252	0,3798461	0,3790427	0,2834275	0,3891029	0,3817862	0,4050733	0,3903404	0,3242772	0,4036831	0,3354111	0,4221734	1						
STC	0,1732976	0,0592075	0,2006062	0,1483885	0,1472889	0,743919	0,7870518	0,8446468	0,8123048	0,8276711	0,7735211	0,7957915	0,7400574	0,7254865	0,7683014	0,7913907	0,7721311	0,7842417	0,7887734	0,7681404	0,8785612	0,8756722	0,8006159	0,3395191	1					
PUBM	0,152074	0,052438	0,2317309	0,1309403	0,1276307	0,8100852	0,8652402	0,8824655	0,882351	0,8211542	0,8645033	0,8334747	0,7546487	0,7817983	0,7517801	0,8595139	0,8216193	0,8355092	0,8493093	0,8297861	0,80067	0,7490443	0,7737049	0,4168153	0,8138172	1				
TENA	0,1961404	0,0990145	0,2900827	0,1251822	0,1379775	0,7570729	0,8156208	0,8298066	0,84248	0,8157201	0,7948074	0,8020485	0,7382633	0,7308452	0,695181	0,8266551	0,8055756	0,835542	0,8280564	0,7757951	0,7841386	0,738845	0,7594902	0,3620037	0,794251	0,8705622	1			
GENM	0,1057094	0,024741	0,2079871	0,1382202	0,1069851	0,793692	0,8158338	0,8584013	0,8374885	0,8134847	0,7763153	0,8128468	0,7302725	0,7263623	0,7090361	0,846842	0,7852805	0,8003022	0,8249632	0,7835331	0,7841986	0,7079885	0,7115381	0,3226391	0,7936786	0,8765811	0,8399213	1		
CIMB	0,15697	0,0558269	0,199801	0,1126625	0,189451	0,7833262	0,8410665	0,8232545	0,8242486	0,7855842	0,8110362	0,7978941	0,7316729	0,7348083	0,6983314	0,8173789	0,7887344	0,8119522	0,8207538	0,7748464	0,7790332	0,736697	0,7529272	0,3858069	0,7651819	0,9043066	0,8416216	0,8480975	1	
MAHB	0,187921	0,0902217	0,2914757	0,1884933	0,1546362	0,7348727	0,7696869	0,7917011	0,8068195	0,7403079	0,7369635	0,7715187	0,6497863	0,6522616	0,666344	0,7848286	0,749532	0,7716733	0,7804878	0,7483478	0,7352394	0,6764064	0,6672354	0,3353285	0,7137578	0,8535013	0,8338471	0,8599954	0,8489686	1

الملحق رقم 09: مصفوفة التباين والتغاير لـ 30 سهم المشكلة للمحفظة الدولية بمصر في ظل التغطية

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB
GTHE	0.002036262	0.01041483	0.00641715	0.00987353	0.01071345	0.0029854	0.00194709	0.00278419	0.00092158	0.00294985	0.00276815	0.00025211	0.00229369	0.00100236	0.00236552	0.00080816	0.00267988	0.00263549	0.00112133	0.002831	0.00397103	0.00353044	0.0016488	0.00369372	0.00273164	0.00128668	0.00217971	0.00081872	0.00168465	0.0023913
ESRS	0.01041483	0.02757242	0.01137939	0.01671315	0.01556153	0.00346852	0.00229402	0.00206689	0.00118386	0.0012399	0.00336943	0.00046585	0.00240387	0.00328542	0.00251897	0.00260189	0.0053529	0.00397649	0.0031929	0.00345149	0.00375998	0.004045433	0.00078949	0.000718307	0.00302524	0.0014158	0.00240206	0.00105724	0.00164999	0.00244447
COMI	0.00641715	0.01137939	0.01093852	0.00960453	0.00942364	0.0015907	0.00116872	0.00171506	0.00042949	0.00102592	0.00122538	0.0006529	0.00176403	0.00195961	0.00162221	0.00097302	0.00312003	0.00229271	0.00137834	0.00204647	0.00308583	0.00287979	0.00085955	0.00574402	0.00226783	0.00137725	0.002279	0.0015613	0.00132737	0.00275835
EGTS	0.00987353	0.01671315	0.00960453	0.026315	0.01326257	0.00290107	0.00186933	0.00251958	0.00047293	0.00092664	0.00235281	2.9411E-05	0.00112481	0.00140258	0.00207856	0.00152596	0.00361307	0.00225049	0.00069577	0.00278279	0.00374475	0.0044736	0.0009185	0.00651708	0.00299101	0.00130011	0.0013104	0.00189656	0.00129012	0.00297938
HELI	0.01071345	0.01556153	0.00942364	0.01326257	0.03028216	0.00441446	0.00216764	0.00307177	0.00038235	0.00240684	0.00442549	0.00123655	0.00432284	0.00381619	0.00340951	0.00162593	0.00403736	0.00443376	0.00230907	0.00273126	0.0041497	0.00429421	0.00312039	0.01791021	0.00398794	0.00195363	0.00231506	0.00202275	0.00370113	0.00308947
AAPL	0.0029854	0.00346852	0.0015907	0.00290107	0.00441446	0.00813512	0.00178224	0.00242599	0.00084872	0.00153046	0.00210099	0.00117742	0.00286606	0.00185644	0.00278441	0.00220058	0.00224647	0.00231502	0.00199672	0.00177947	0.00299535	0.00170066	0.0011173	0.00452431	0.00098422	0.00095939	0.0006127	0.0016323	0.00183283	0.00156302
IBM	0.00194709	0.00229402	0.00116872	0.00186933	0.00216764	0.00178224	0.00315928	0.002126955	0.00035549	0.00113765	0.00131785	0.00046037	0.00187215	0.00162135	0.0005113	0.00181594	0.00163833	0.00165391	0.00127429	0.00153386	0.0020214	0.00115515	0.00118493	0.00417228	0.00055083	0.00066126	0.00044513	0.00060309	0.00147854	0.00084762
BA	0.00278419	0.00206689	0.00171506	0.00251958	0.00307177	0.00242599	0.00126955	0.00587085	0.00104451	0.00254731	0.00124212	0.00071086	0.0022932	0.00212177	0.00095376	0.00156826	0.00311689	0.00231881	0.0018626	0.0028751	0.00284536	0.00160514	0.00107103	0.00355326	0.00179315	0.000788	0.00053909	0.00140096	0.00124721	0.00132714
MCD	0.00092158	0.00118386	0.00042949	0.00047293	0.00038235	0.00084872	0.00035549	0.00104451	0.00176138	0.00090895	0.0001697	0.00012396	0.00022267	0.00043421	0.00021628	0.00055314	0.00114861	0.00100243	0.00076364	0.00063787	0.00089632	0.0001715	0.00022684	0.00240137	0.00013834	0.00017765	0.00013727	0.0001227	0.0004428	0.00077866
UNH	0.00294985	0.0012399	0.00102592	0.00092664	0.00240684	0.00153046	0.00113765	0.00254731	0.00090895	0.00542516	0.00083934	-0.00037368	0.00016518	0.00018386	0.00019205	0.00098552	0.00196512	0.00203284	0.00137804	0.00155901	0.00213906	0.00186098	0.00129587	0.00143553	0.00167752	0.00031026	0.00088306	0.00097706	0.0009689	0.00075016
FAB	0.00276815	0.00336943	0.00122538	0.00235281	0.00442549	0.00210099	0.00131785	0.00124212	0.0001697	0.00083934	0.000690128	0.0017539	0.00457061	0.00454594	0.00311789	0.00055659	0.00092358	0.00142741	0.00139554	0.00212124	0.00219793	0.00150981	0.00169925	0.00203113	0.00110791	0.00158331	0.00098237	0.00067526	0.00195995	0.00107291
ETISA	0.00025211	0.00046585	0.0006529	2.9411E-05	0.00123655	0.00117742	0.00046037	0.00071086	0.00012396	-0.00037368	0.0017539	0.00387397	0.00420004	0.00230269	0.00235471	0.0001024	0.00026625	0.00033138	0.00062628	0.00037433	0.00099619	0.00032825	0.00049045	0.00118242	0.00041424	0.00017662	0.00024348	0.00036379	0.00078669	0.00085457
DISB	0.00229369	0.00240387	0.00176403	0.00112481	0.00432284	0.00286606	0.00187215	0.0022932	0.00022267	0.00016518	0.00457061	0.00420004	0.001190325	0.0073838	0.00325738	0.0012011	0.00168384	0.00143152	0.00128114	0.00171608	0.0039625	0.00155295	0.00238247	0.00675911	0.00184695	0.00078506	0.00112178	0.00103543	0.00170436	0.00044611
ADCB	0.00100236	0.00328542	0.00195961	0.00140258	0.00381619	0.00185644	0.00162135	0.00212177	0.00043421	0.00018386	0.00454594	0.00230269	0.0073838	0.01037679	0.00290825	0.00120536	0.00184167	0.00158013	0.00150073	0.00156373	0.00281967	0.00155816	0.00104799	0.00613153	0.00116768	0.00105915	0.00071349	0.00065675	0.00146264	0.00025384
ADNH	0.00236552	0.00251897	0.00162221	0.00207856	0.00340951	0.00278441	0.0005113	0.00095376	0.00021628	0.00019205	0.00311789	0.00235471	0.00325738	0.00290825	0.01128408	0.00018627	0.00032298	0.00023266	0.00038394	0.00078718	0.0026709	0.00091334	0.00059247	-0.00010009	0.000203467	0.00072923	0.00019819	0.00050123	0.00082622	0.00077081
SAPG	0.00080816	0.00260189	0.00097302	0.00152596	0.00162593	0.00220058	0.00181594	0.00156826	0.00055314	0.00098552	0.00055659	0.0001024	0.0012011	0.00120536	0.00018627	0.00381862	0.00279814	0.00260377	0.00186189	0.0023081	0.00152177	0.00071168	0.00071583	0.00293995	0.00046197	0.00067681	0.00069682	0.00101755	0.00113462	0.00080936
ALVG	0.00267988	0.0053529	0.00312003	0.00361307	0.00403736	0.00224647	0.00163833	0.00311689	0.00114861	0.00196512	0.00092358	0.00026625	0.00168384	0.00184167	0.00032298	0.00279814	0.0062661	0.00383975	0.00258729	0.00256367	0.00224402	0.00173948	0.00145276	0.00416126	0.00093157	0.00074763	0.00112286	0.00062339	0.0014343	0.00095146
SIE	0.00263549	0.00397649	0.00229271	0.00225049	0.00443376	0.00231502	0.00165391	0.00231881	0.00100243	0.00203284	0.00142741	0.00033138	0.00143152	0.00158013	0.00023266	0.00260377	0.00383975	0.0053445	0.0026746	0.00272397	0.00277759	0.00191636	0.00139224	0.00512089	0.0012428	0.00099595	0.0016058	0.00091674	0.00178935	0.00132726
BAY	0.00112133	0.0031929	0.00137834	0.00059757	0.00230907	0.00199672	0.00127429	0.0018626	0.00076364	0.00137804	0.00139554	0.00056228	0.00128114	0.00150073	0.00038394	0.00186189	0.00258729	0.0026746	0.00422153	0.00142698	0.00182483	0.00094544	0.00103988	0.00330772	0.0006097	0.00076374	0.0009833	0.00089962	0.00144688	0.00099834
COF	0.002831	0.00345149	0.00204647	0.00278279	0.00273126	0.00177947	0.00153386	0.0028751	0.00063787	0.00155901	0.00212124	0.00037433	0.00171608	0.00156373	0.00078718	0.0023081	0.00256367	0.00272397	0.00142698	0.00916513	0.00224796	0.00093508	-0.00010379	0.00075285	0.00125286	0.00125815	0.0008376	0.00098305	0.00143962	0.00130578
sabic	0.00397103	0.00375998	0.00308583	0.00374475	0.0041497	0.00299535	0.0020214	0.00284536	0.00089632	0.00213906	0.00219793	0.00099619	0.0039625	0.00281967	0.0026709	0.00152177	0.00224402	0.00277759	0.00182483	0.00224796	0.00093993	0.0057414	0.00360821	0.000703634	0.00420365	0.00098397	0.00131113	0.00151622	0.00182875	0.001624
ARB	0.00353044	0.004045433	0.00287979	0.0044736	0.00429421	0.00170066	0.00115515	0.00160514	0.0001715	0.00186098	0.00150981	0.00032825	0.00155295	0.00155816	0.00091334	0.00071168	0.00173948	0.00191636	0.00094544	0.00093508	0.00557414	0.00859604	0.00302089	0.00287683	0.0040909	0.0005125	0.00090288	0.00037368	0.00133345	0.00083434
MAK	0.0016488	0.00078949	0.00085955	0.0009185	0.00312039	0.0011173	0.00118493	0.00107103	0.00022684	0.00129587	0.00169925	0.00049045	0.00238247	0.00104799	0.00059247	0.00071583	0.00145276	0.00139224	0.00103988	-0.00010379	0.00360821	0.00302089	0.00707607	0.00277403	0.00220177	0.00087745	0.00115581	0.00034381	0.00155315	0.00055842
NAMA	0.00369372	0.00718307	0.00574402	0.00651708	0.01791021	0.00452431	0.00417228	0.00355236	0.00240137	0.00143553	0.00203113	0.00118242	0.00675911	0.00613153	-0.00010009	0.00293995	0.00416126	0.00512089	0.00330772	0.00075285	0.00703634	0.00287683	0.00727403	0.13090399	0.00137215	0.00290802	0.0012408	-0.00062046	0.00317828	0.00142401
STC	0.00273164	0.00302524	0.00226783	0.00299101	0.00398794	0.00098422	0.00055083	0.00179315	0.00013834	0.00167752	0.00110791	0.00041424	0.00184695	0.001																

الملحق رقم 10: معدلات المردودية لأسهم المحفظة الدولية المشككة في سوق السعودية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
janv-07																														
févr-07	0.1298824	0.3184579	0.1259259	0.0762053	0.0814815	0.0424149	0.0401348	0.0239854	0.0220773	-0.110335	-0.013061	-0.062632	-0.025681	-0.014882	-0.001531	-0.001802	0.08031	-0.041758	-0.02346	-0.042119	-0.003575	-0.021929	-0.036664	0.0177787	0.0117627	0.0556304	-0.004578	0.0459652	0.1229826	0.0312656
mars-07	0.0130154	-0.15311	-0.092105	0.0086705	-0.126712	-0.043858	-0.008907	-0.18207	-0.112252	-0.005182	0.0976013	0.0142027	0.018909	0.0311284	0.0151399	-0.032599	-0.040783	0.0125416	0.0116995	-0.020109	0.0079955	-0.048229	0.1512947	0.0662237	0.2177127	-0.040124	-0.037075	-0.001319	0.3840333	0.2952185
avr-07	0.0342276	-0.064867	0.1521739	0.087068	-0.07451	-9.79E-05	0.0331939	0.1396413	0.1087803	0.0746044	0.0843412	0.046016	0.0718981	0.0016991	0.0867154	0.01081525	0.139082	0.0769922	-0.007617	0.0358581	0.05156294	-0.038298	0.1035007	0.0338961	0.004287	0.042084	0.0695346	0.044684	0.4900184	
mai-07	0.024846	-0.045424	0.0943396	-0.000993	0.059322	0.1997762	0.1767819	0.3324669	0.1824805	0.1294209	0.213885	0.0429508	0.0816129	0.0470174	0.0322277	-0.001962	-0.024238	0.0824128	0.0460479	0.0657271	0.0630430	0.036751	-0.00242	-0.1130551	-0.0038676	0.0050921	0.0626446	-0.136551	0.9613497	
juin-07	-0.105023	-0.097984	-0.241276	-0.084979	-0.068	0.075482	0.0074556	0.002064	-0.06877	-0.002642	0.012968	-0.04404	0.0041543	0.066277	0.0773475	0.0590309	0.0952644	0.0557159	0.0014883	-0.028636	-0.038982	0.0609807	-0.030269	-0.0068474	-0.037671	0.0420332	0.0094518	-0.153199	0.5868081	
juil-07	0.1264492	0.0420998	0.1526718	0.2499709	0.1244635	-0.04	-0.047798	0.0060444	-0.09215	0.0637755	0.0797476	0.0513064	0.076302	-0.056935	-0.052992	0.0556315	-0.090304	-0.113453	-0.05919	-0.085422	0.042858	-0.03358	0.2012881	0.0101233	0.0602626	0.0553981	0.0468144	0.1566511	0.4923526	0.1162499
août-07	0.0640631	0.2119701	0.1059603	0.073746	0.0916031	-0.035256	-0.011811	-0.023194	-0.037594	0.023988	0.0510096	0.0545865	-0.065068	0.0288281	0.0326244	-0.009941	0.0027495	-0.01791	0.1045707	-0.126938	-0.095789	-0.104766	-0.097914	-0.088736	-0.167102	-0.143341	-0.139249	-0.03417	0.0019294	-0.153683
sept-07	-0.054601	-0.038889	-0.101796	-0.029435	-0.094406	-0.020195	-0.030783	0.0350782	0.0147551	0.1081901	0.0095124	0.0857291	-0.059898	-0.013594	0.0847253	0.0879174	0.0925025	0.0666876	0.0481442	0.0698665	-0.045479	0.0732714	-0.0013416	0.1162364	0.1428514	0.086214	0.1636897	0.0946348	-0.022147	
oct-07	0.1853127	0.0924855	0.1	0.2222222	0.0772201	0.2436548	0.2110793	0.2021277	0.0922787	0.4305882	0.2381387	0.014261	-0.060958	0.0969341	0.0148668	-0.076682	-0.038407	-0.0133	0.0463334	-0.028115	0.1429702	0.0135099	0.0031196	0.1009365	0.2662624	0.0778431	0.0513226	0.180318	-0.125955	0.0083429
nov-07	0.0688932	0.1005291	0.0181818	0.0413556	0.0862015	-0.047573	-0.037988	-0.0866238	-0.002642	0.07148	-0.003899	-0.094213	-0.061365	-0.021423	0.1190234	-0.062738	-0.09012	0.1085117	-0.019247	-0.220597	-0.05915	-0.006582	0.006468	-0.065697	-0.079722	0.05647	0.032616	0.105178	0.0316532	0.092128
déc-07	0.2484528	0.2524929	0.0595238	0.0237576	0.1056106	0.0376962	0.0867041	0.1013217	0.0099902	0.0909051	0.0872071	0.0277619	-0.054895	0.0075252	0.0581818	0.0247151	0.0573692	0.0576277	0.1184135	-0.087694	0.0674005	0.0481135	0.0315032	0.038216	-0.05918	0.0981448	0.1693955	0.1745057	-0.089077	0.1101614
janv-08	-0.171321	-0.213108	-0.179775	-0.100721	-0.083582	0.0526289	0.0236408	0.0047508	0.0170618	-0.015327	-0.136608	-0.009158	-0.048937	-0.099477	-0.12646	-0.084164	-0.184048	-0.20001	-0.113891	0.1008448	0.0612676	-0.023854	0.0295154	-0.04102	0.0778676	-0.085412	-0.017248	0.0051908	-0.016902	-0.022873
févr-08	0.1367814	0.097561	0.0410959	-0.025882	-0.045603	-0.039489	0.0596351	0.1219733	-0.00386	0.0849814	-0.076525	0.0630193	-0.004689	-0.0098918	-0.085759	-0.01243	-0.05003	-0.02791	-0.067021	-0.079148	-0.067302	0.0010353	-0.030074	0.0137488	-0.028253	0.1934528	-0.1536692	0.0662922	0.0460617	
mars-08	-0.103189	-0.177778	-0.072368	-0.1062	-0.153584	0.0026602	-0.050239	-0.1329	-0.005613	0.0624277	0.4781613	0.0112419	-0.101703	0.0306782	-0.260757	0.019858	0.0936192	-0.177083	-0.022571	-1.09E-05	0.0139295	-0.176532	-0.052196	-0.040147	-0.0017646	-0.090471	0.2242528	-0.027552	0.039503	0.0027707
avr-08	0.0697674	0.1531532	0.027022	0.1386356	0.1008065	0.0789116	0.0572594	-0.105916	-0.016729	0.369357	0.2121951	0.044289	0.1410515	0.0683163	0.050349	0.0756144	0.0724919	0.1315302	0.1096558	0.1046981	0.0591207	-0.103856	0.000597	0.0163713	0.0595296	0.0628434	0.0181111	0.0234467	-0.0537425	
mai-08	-0.063545	-0.091146	-0.02649	0.1303812	-0.062271	0.029256	0.0002451	-0.045562	0.0002451	-0.223586	0.0849095	0.0723281	-0.024629	-0.004364	0.0484217	0.0834291	-0.081764	-0.046714	0.0112147	-0.102436	-0.092617	0.0560037	-0.053723	-0.06232	0.0365789	-0.035377	-0.105114	-0.053251	-0.0998	-0.040985
juin-08	0.0017857	0.008596	0.0816327	-0.053822	-0.054688	-0.008929	-0.049459	-0.105237	-0.034368	-0.1025697	-0.11276	-0.084215	-0.205993	-0.052259	-0.232681	-0.041225	-0.058451	-0.009695	-0.039604	-0.205451	-0.106235	0.1423158	-0.211914	-0.167884	-0.094482	-0.120228	-0.049724	-0.037134	-0.192269	-0.067331
juil-08	-0.078431	-0.065341	-0.062893	-0.193404	0.0785124	-0.084028	0.0154635	0.0098422	-0.007963	0.032804	-0.050585	0.0979267	-0.070146	0.0635005	0.0697143	0.116576	-0.026273	0.113092	0.0332717	0.1181863	0.0043493	0.0351576	0.0777441	-0.0097625	-0.02864	-0.157561	-0.043534	-0.087768	-0.219775	-0.214997
août-08	-0.017408	0.0699088	0.013428	-0.085342	-0.070663	-0.183252	-0.092904	-0.113549	-0.179487	-0.144753	0.0664905	-0.048836	0.0728195	0.0369627	0.0844017	-0.042638	-0.052366	-0.119543	-0.089995	0.0265952	-0.04132	-0.080295	-0.050126	-0.068972	-0.062678	-0.054031	-0.157877	-0.06422	-0.149674	-0.320986
sept-08	-0.17126	-0.096591	-0.059603	-0.234726	-0.007722	-0.154417	-0.069228	-0.178237	-0.151327	-0.180424	-0.32948	-0.039185	-0.12529	0.004839	0.166174	0.021254	-0.162494	-0.121273	-0.048006	0.2485958	-0.054605	-0.169582	-0.095769	-0.11391	-0.061837	-0.275644	-0.25203	-0.159441	-0.153476	-0.334212
oct-08	-0.320665	-0.179245	-0.276056	-0.362326	-0.062257	-0.228681	-0.045321	-0.305087	-0.252328	-0.168901	-0.053571	-0.205113	-0.085963	-0.061102	-0.06538	-0.365942	-0.478591	-0.388857	-0.279192	-0.311055	-0.186261	-0.147411	-0.04863	-0.224052	-0.195243	-0.224688	-0.153917	-0.317379	-0.379379	-0.34507
nov-08	-0.300699	-0.091954	-0.203335	-0.0602	-0.204979	-0.074038	-0.222175	-0.380299	0.0115664	-0.192393	-0.138582	-0.122298	-0.186761	0.014155	-0.114623	-0.024169	0.1280185	0.0167972	-0.054018	-0.105168	-0.000831	-0.026808	-0.073964	-0.041085	-0.028182	-0.190989	-0.2792221	0.0547346	0.0785227	0.1119084
déc-08	0.03	-0.054522	0.1414634	0	0.0250522	-0.166621	-0.201824	-0.346467	-0.333297	-0.225999	0.0313725	0.0009383	0.0585532	0.2660638	0.0368089	0.0328975	0.2340352	0.1262005	0.1389528	0.0621275	0.0796554	-0.015367	-0.001039	-0.0548161	0.1934528	-0.151326	0.0284472	-0.084723	0.0611564	
janv-09	-0.071845	-0.004664	0.025641	0.0466057	-0.040773	-0.050142	0.0173915	0.0602987	-0.112492	0.0793086	0.0566038	0.0889471	-0.008437	-0.067053	0.0650376	0.0249546	-0.18133	-0.224492	-0.069737	-0.418315	-0.016565	-0.065956	-0.019302	0.084333	-0.072091	-0.262575	-0.163069	-0.288996	-0.22739	-0.117532
févr-09	-0.23431	-0.155157	0.0333333	0.027184	0.242038	0.0062744	0.1523933	0.1811446	0.0317301	-0.125695	-0.009317	0.0041462	-0.259319	0.0366389	0.031687	-0.142465	-0.03086	0.032892	-0.174046	0.010344	0.0742856	-0.030481	0.0594517	0.0799943	-0.152377	-0.205575	0.0298034	-0.162519	0.263435	
mars-09	0.1420765	0.0987261	0.0443548	-0.024107	0.1176471	0.0830769	0.138404	0.2935421	-0.018405	-0.003509	0.171116	0.0528089	0.1316794	0.0444019	0.0651399	0.0456594	0.1795637	0.0665302	-0.05444	0.0474308	-0.148233	-0.061499	-0.039082	-0.01628	0.069381	0.3351292	0.0633446	-0.078509	0.2383231	0.2708882
avr-09	0.1913876	0.3719807	0.1196911	0.2086234	0.235589	0.1250303	-0.095266	-0.129578	2.69E-05	0.1031242	0.1970706	0.0652286	0.1256324	-0.023456	0.1237458	0.0263247	0.0400426	0.1192754	-0.014523	0.1525566	0.1220221	0.2230265	0.1478363	0.1960719	0.3031937	0.2343601	0.3215208	0.2374234	0.5099773	0.6690406
mai-09	0.3654618	-0.038732	-0.058621	0.213304	0.0598377	0.0025253	-0.01121	0.1390498	0.05625	0.1214953	0.0789766	0.0297452	0.1198502	0.1066919	0.1305924	0.0993182	0.0461994	0.059829	0.1237615	0.3346549	0.0545758	0.135176	0.16758	0.0872556	0.1521385	0.0849995	0.1612702	0.169535	0.061233	-0.141408
juin-09	-0.077206	-0.080586	0.032967	-0.037672	-0.014354	0.0404867	0.0123006	-0.070537	-0.047168	0.2502126	0.0489691	-0.017501	-0.052397	-0.025428	-0.060092	-0.031997	-0.030941	-0.020704	-0.025786	-0.0214	0.0529682	-0.060821	-0.021188	0.0590076	-0.096265	-0.133				

sept-12	-0.008152	-0.033898	-0.009091	-0.14908	-0.02457	0.06875	0.0138889	0.015142	-0.02353	0.0252542	0.020442	0.0957848	0.1056257	0.0724723	0.1293271	0.0248628	0.0175935	0.010251	0.0046028	-0.024505	0.0288617	0.017476	0.25354	0.1522143	0.063279	0.1755164				
oct-12	-0.030137	-0.014035	-0.0225	-0.058483	0.0503778	0.0877193	0.0125571	0.0205096	0.0123707	0.0514286	-0.017555	-0.06228	0.0122144	-0.053951	0.0106479	0.0221485	0.0355579	0.001391	0.0076578	0.0540347	0.1130682	0.0260827	0.0327812	0.0243425	0.0528315	-0.018615	-0.155847	0.091378	-0.137447	0.2027842
nov-12	-0.016124	-0.088968	0.010230	-0.105799	-0.035971	0.0501426	0.020693	-0.029461	-0.093877	0.0003919	-0.099371	-0.029297	0.0545145	-0.027665	-0.02875	0.0534947	0.0312199	0.0092878	0.0215885	-0.048023	-0.025044	-0.002496	-0.048363	-0.022007	-0.0888239	-0.057539	-0.026307	-0.14148	-0.225961	-0.287718
déc-12	0.0286533	0.015625	0.0278481	0.0489991	0.0771144	-0.008963	-0.088398	0.0257376	0.0100667	-0.038043	-0.099779	0.0077866	0.0145396	0.0134421	-0.020758	0.0272662	0.0606961	0.053941	0.0510764	-0.017187	0.0504855	0.0012332	0.0392814	0.0226684	0.016727	0.1121706	0.1987019	0.0211148	0.1133637	0.0150697
janv-13	0.0473538	0.0635846	-0.002463	0.0544005	-0.055427	0.0633075	0.0642420	0.1144431	0.179402	-0.011299	-0.144041	0.060141	-0.019772	0.080263	0.0178835	0.0506598	0.0618401	-0.005105	0.0225404	-0.02578	-0.043479	0.0122602	0.0370576	-0.051659	0.0658823	0.0544447	-0.048139	-0.029793	-0.052908	-0.150088
févr-13	-0.023936	-0.010873	0.0074074	-0.0818504	-0.022005	0.0315917	0.0558087	-0.0013729	0.1323944	0.0342857	-0.03089	-0.011031	0.041018	0.0064015	-0.031878	0.0303328	0.0323591	0.0229891	0.0842289	-0.02141	0.0206111	-0.025709	-0.009253	-0.018649	0.024831	-0.055261	-0.066398	-0.044295	-0.022385	-0.001471
mars-13	0.0463215	-0.040146	0.0294118	-0.007431	-0.02	0.0751722	-0.044416	-0.089529	0.032361	0.077137	0.0028544	0.0620923	0.1163849	0.0395203	0.0703461	0.0015312	-0.023494	0.0122718	0.017394	0.0420271	0.0050467	0.0363870	-0.025419	0.055609	0.0674075	0.0330283	-0.09314	-0.125727	-0.134534	-0.155124
avr-13	-0.054688	0.0038023	0.1	-0.037848	-0.005102	0.0952903	0.027088	0.4257004	0.1084337	-0.025641	0.0001581	-0.050445	0.0647641	0.0245762	0.0475441	-0.035415	0.057163	-0.065734	-0.015915	0.0284866	0.0297177	0.1090713	0.059513	0.034769	0.0495233	0.0484903	-0.009172	0.0010804	0.0029385	0.1368713
mai-13	0.0275482	0.0349009	0.1742442	-0.027668	0.0820513	-0.008	0.1074719	0.1422469	0.1065217	0.1894737	0.0158103	0.0270564	0.0832513	-0.054533	-0.0450526	-0.03079	0.0765160	0.0366543	0.0539337	0.0987994	0.0431383	0.073809	0.0470972	0.07994	-0.028909	0.0586923	-0.005214	0.190587	-0.039584	0.0627319
juin-13	-0.018767	0.0549451	0.2995392	-0.024303	-0.054502	-0.058468	-0.054529	-0.057592	-0.017682	-0.0070796	-0.118288	-0.08129	0.0345385	0.0251631	-0.0545053	-0.036927	-0.068843	-0.054739	-0.018075	-0.002247	-0.041502	-0.047231	-0.042796	-0.040335	-0.013907	-0.0216809	-0.197899	-0.190366	-0.228617	-0.019492
juil-13	0.0245902	0.0625	0.0106383	0.0249089	0.0501025	0.1552463	0.0349883	0.1547619	0.016784	0.06228714	0.141218	0.006214	0.0259664	-0.0029923	0.1125535	-0.021606	0.0393461	-0.0896729	0.0613698	0.080614	0.002297	0.0549233	0.020039	-0.064986	0.0512838	0.1409492	0.3358007	-0.176038	0.3370765	0.01949
août-13	0.016	-0.003268	-0.066667	-0.06476	-0.007481	-0.006434	-0.0016854	-0.06701	-0.078947	0.1481481	0.0765661	-0.065474	-0.011227	-0.037928	-0.015237	0.0355104	-0.053201	-0.003948	-0.015161	-0.054749	-0.036896	-0.042786	-0.013527	-0.098319	0.0083693	-0.045129	0.0680990	0.0100962	-0.041515	0.0403132
sept-13	0.0104987	0.0131148	0	0.0519727	0.0854271	-0.018622	0.0047619	0.146593	0.0306122	-0.012097	-0.021408	0.0159653	0.1306774	0.0196058	-0.001823	-0.029163	0.0646796	0.1044511	0.0300825	0.0446281	0.0554854	0.049839	0.0484209	0.1041541	0.0494956	0.0499262	0.0862365	0.128778	-0.01303	
oct-13	0.0363636	-0.055016	0.0150376	-0.0046067	0.1296296	-0.019924	0	0.0938002	-0.009091	-0.020408	0.0963148	-0.032239	0.1106383	0.0303221	-0.046781	0.0862758	0.0943996	0.0853923	0.0779626	0.028212	0.0526625	0.065811	0.0447865	0.0138158	0.1314748	0.0778447	0.1007504	0.1273491	0.0411988	0.0615411
nov-13	0.0902256	0.0239726	-0.051852	0.0536903	0.0911885	-0.03969	-0.009479	0.0262614	0.068	0.0833333	0.0638811	0.0026262	0.0287356	0.0088065	0.0911222	0.0715415	0.0494647	0.0498356	0.0912953	0.0555536	-0.006247	0.0342954	-0.029129	0.0037556	0.0177713	-0.03117	0.0975039	0.0122817	-0.028699	0.0109117
déc-13	0.052874	-0.023411	0.0078125	0.101909	0.0046948	0.1582661	0.0181818	0.204313	0.2172285	0.192307	0.0609376	0.0439114	0.0168823	-0.003492	0.0110097	0.007841	0.051208	0.0070411	0.0234859	0.0323332	0.0376511	0.1345478	0.0154667	-0.011804	0.021417	0.0209866	0.0836665	0.1203947	0.1307291	0.0222195
janv-14	0	-0.017123	0.0426357	-0.06923	0.1401869	0.0966057	0.0037594	0.1083563	0.0184615	0.1129032	-0.107798	-0.058058	-0.082277	-0.292475	-0.040106	-0.077082	-0.036501	-0.193953	-0.025515	-0.03355	-0.031439	0.0211457	-0.19697	-0.105667	-0.105667	0.0297499	0.106513	0.1032019	0.016002	0.016002
févr-14	0.0269058	-0.003484	0.011524	0.0377072	0.0204918	-0.02619	0.0468165	0.0352113	0.102719	0.1304348	0.0513215	0.048053	0.0292192	0.0104067	0.0690371	0.0259308	0.0406619	0.0229236	0.0441591	0.0028136	0.0024966	0.0194606	0.002001703	0.0372373	-0.006302	-0.0041253	0.0651684	0.0289462	0.1791238	0.104313
mars-14	0.0262009	0.0454545	0.2610294	0.1382936	0.0602041	0.007335	-0.02415	-0.01601	0	-0.102654	0.0199521	0.0395312	-0.026606	0.030268	0.0610845	0.0071141	-0.051132	0.0127446	-0.042959	0.0521729	0.0101586	0.0204501	-0.028876	0.004402	-0.39854	-0.108652	-0.095169	-0.082966	-0.090395	0.1737757
avr-14	-0.029787	-0.067781	0.0291545	0	-0.003788	0.0477346	-0.042163	0.1044088	0.0643836	-0.085714	0.099374	0.0206764	0.0281297	0.0541732	-0.084766	-0.008588	0.0212979	-0.024028	0.0223054	-0.045551	0.059709	0.030775	0.0129357	0.0588943	0.0147938	0.1648107	0.01933	0.0479721	0.1115739	0.0758679
mai-14	0.0131579	0.0380292	0.0141643	0.118101	-0.011407	0.2108108	-0.003288	0.1429868	0.2072072	-0.03125	0.0727165	-0.061658	0.0482871	0.0004952	-0.061674	-0.028777	0.0001177	0.0297269	0.0649326	0.0985856	0.0819093	0.0225906	-0.026842	-0.055213	-0.006775	0.0142075	-0.05635	-0.009104	0.1165259	
juin-14	-0.008658	0.0103687	-0.117318	-0.105626	0.0269231	-0.176658	-0.003294	-0.167804	-0.247335	-0.064516	0.076457	-0.016761	-0.059298	0.006803	0.0266231	-0.010095	-0.035701	-0.024523	-0.041685	0.0379845	-0.061363	0.0133373	0.0354018	0.0006198	0.0594854	-0.024715	-0.009884	-0.013853	-0.067923	0.110262
juil-14	0.1245441	0.0118586	0.028481	0.0159027	0.093633	0.020914	0.0265226	0.2031667	0.273711	0.0268966	0.0287313	0.057373	-0.052458	-0.061346	-0.008563	0.0393297	0.0202708	-0.045926	-0.044921	-0.04764	0.0197383	0.0295177	0.0754955	-0.0347	-0.050737	0.0097466	-0.005285	0.1834943	0.047619	0.1956735
août-14	0.0330097	0.1374803	0.0369231	0.0974909	0.0357612	-0.027314	0.0047847	0.0180752	-0.110122	0	0.0721757	0.0032869	-0.0253054	-0.008883	0.0694633	0.0089677	0.0341687	0.0267916	0.0266128	-0.015993	-0.022299	-0.002174	0.028133	0.037	0.066795	0.0035419	0.0123739	-0.045455	0.3388158	
sept-14	-0.013158	-0.081831	0.0029674	-0.045831	-0.019802	0.024961	0.0085714	0.0506152	0.05875	-0.142857	-0.017073	-0.012845	0.0045741	0.0116304	-0.004961	-0.047332	-0.051419	-0.050463	0.0242943	-0.001978	-0.034148	-0.014728	-0.086821	-0.061455	-0.040443	-0.241797	0.0927695	0.0957663	-0.124666	-0.040789
oct-14	-0.15619	-0.08265	-0.032544	-0.147175	0.003367	-0.01391	-0.0322	-0.08099	-0.067296	0.0666667	0.0719603	-0.138462	-0.019391	-0.011391	0.1015652	-0.064161	-0.02748	-0.061376	0.0078418	0.0065917	-0.032637	0.0631209	0.0134189	-0.090535	-0.050989	-0.028697	-0.011909	-0.050983	-0.156463	-0.15311
nov-14	-0.20316	-0.095036	-0.091743	-0.176054	-0.120805	-0.026208	-0.008612	-0.067535	-0.125119	-0.017429	0.1012037	-0.013564	0.0756545	0.0328603	0.0381101	0.0195143	0.0661038	0.032594	0.0401138	-0.011333	-0.02039	0.0433502	-0.040685	-0.121906	-0.058299	-0.020316	0.0401274	0.0253098	0.0165164	-0.048877
déc-14	-0.048159	-0.130751	0.043771	-0.089786	0.0038168	0.065272	-0.039571	-0.021291	0.0129683	0.2307692	-0.071891	-0.010668	-0.032599	-0.032125	0.0249417	0.0322548	-0.003719	-0.01062	-0.061802	0.030906	-0.053557	-0.070073	-0.027322	-0.038578	-0.062981	-0.044601	-0.17818	-0.005999	-0.031746	0.1051028
janv-15	0.0267857	0.0466561	0.0543857	0.0704858	0.0070466	-0.082482	0.0105003	-0.0551	-0.015647	-0.1125	0.0614242	-0.04444	0.1184028	0.013447	0.0510436	-0.08721	-0.02304	-0.088252	0.0415094	-0.115661	-0.031668	0.0216544	-0.030056	-0.03816	0.0237473	-0.007833	0.02804	0.0590115	-0.009985	0.1198439
févr-15	0.0608696	0.1034109	0.0109759	0.021798	-0.018868	0.06265	0.0895522	0.0277411	0.1127168	-0.047887	0.0964993	0.0562912	0.0376699	0.0698832	0.0694588	0.0771022	0.0134205	0.0644708	0.0227522	0.0588727	0.0057763	0.0110043	0.0081589	0.0881245	-0.193373	0.0252903	-0.07111	-0.139466	-0.079705	
mars-15	-0.122																													

الملحق رقم 11: مصفوفة الارتباط بين 30 سهم المشكلة للمحفظة الدولية بالسعودية في ظل عدم التغطية

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELLI
sabic	1																													
ARB	0,63233363	1																												
MAK	0,45114195	0,38733734	1																											
NAMA	0,20454452	0,08576088	0,23900246	1																										
STC	0,61561369	0,61437508	0,3644515	0,05280662	1																									
FAB	0,2793085	0,19690082	0,24346468	0,06744649	0,18617577	1																								
ETISA	0,16986255	0,05823865	0,09422738	0,05232537	0,0934157	0,34029158	1																							
DISB	0,38272897	0,15426407	0,2597813	0,17103412	0,23606443	0,5049807	0,61925572	1																						
ADCB	0,2920398	0,16575071	0,12264484	0,16625489	0,16006928	0,53748583	0,36367814	0,66467578	1																					
ADNH	0,26535741	0,09354327	0,06665602	-0,00266748	0,2671017	0,3538864	0,35690598	0,28184169	0,2691482	1																				
AAPL	0,34928766	0,20336941	0,14726191	0,13864177	0,1519408	0,28060504	0,21001114	0,29135259	0,20229664	0,29083195	1																			
IBM	0,37824745	0,22166363	0,2506119	0,20516502	0,13645456	0,28284256	0,13252852	0,30565725	0,28372722	0,08623655	0,35155241	1																		
BA	0,39057498	0,22595039	0,16617017	0,12814135	0,32585944	0,1947622	0,1485036	0,27389977	0,27156277	0,11692823	0,35103965	0,29478568	1																	
MCD	0,22462328	0,04407389	0,06425261	0,15814568	0,04589677	0,04858648	0,04731096	0,04853987	0,10147601	0,0484482	0,22421112	0,15069744	0,32481521	1																
UNH	0,30544593	0,27251255	0,20915093	0,05386783	0,31712058	0,13699288	-0,08151038	0,02050937	0,02443953	0,02448736	0,23037364	0,27479431	0,45136116	0,29403987	1															
SAPG	0,31413678	0,10518184	0,10856713	0,15365075	0,07820063	0,16502229	0,02050272	0,19751868	0,24703505	0,10769022	0,36579142	0,50117785	0,28570364	0,28858401	0,18022883	1														
ALVG	0,32781222	0,2050653	0,18375568	0,15747331	0,13410794	0,17226967	0,03915074	0,19628838	0,25535298	0,09446523	0,28940687	0,35443444	0,45285924	0,38584091	0,29750614	0,65666038	1													
SIE	0,42245654	0,24458139	0,19223907	0,20356409	0,19581612	0,25882422	0,05766308	0,18647312	0,24270264	0,09162686	0,32074392	0,38731582	0,35831623	0,37214339	0,33121873	0,66512654	0,72960219	1												
BAY	0,34547958	0,13707669	0,16037604	0,16021606	0,10414627	0,29519666	0,11952797	0,19787723	0,27217634	0,12965528	0,31298354	0,34669375	0,31923267	0,34308311	0,24592105	0,57437155	0,60616162	0,65887382	1											
COF	0,29447526	0,09665228	-0,02389179	0,04492416	0,16135862	0,3054866	0,06436295	0,19049391	0,20866338	0,13719589	0,20789726	0,29974364	0,36894505	0,2146964	0,20347391	0,47257697	0,4098346	0,45212302	0,32900024	1										
PUBM	0,33867056	0,18885002	0,24153435	0,21423945	0,17015062	0,4626482	0,0970949	0,2201285	0,28586287	0,17831587	0,288381	0,33052667	0,30328324	0,1712466	0,11758056	0,37341819	0,32630222	0,41945329	0,39153097	0,38070755	1									
TENA	0,32991037	0,22076771	0,24861207	0,09756307	0,20029837	0,25478578	0,09175011	0,22588028	0,17359215	0,06100001	0,16874336	0,20501867	0,19347213	0,12338637	0,22319262	0,28794148	0,31474738	0,44296656	0,34503798	0,22475702	0,43228709	1								
GENM	0,33560367	0,11697016	0,08596919	0,01267558	0,18117697	0,18183362	0,11371152	0,19775305	0,15452384	0,10028005	0,32448893	0,23226251	0,34449137	0,10909721	0,22275399	0,3181276	0,19557366	0,2692193	0,28586197	0,2216576	0,41360039	0,34759293	1							
CIMB	0,34755284	0,24727635	0,26889764	0,15432721	0,15910582	0,37220187	0,19706481	0,26081175	0,24561231	0,13269865	0,32501976	0,41784166	0,28517153	0,20182193	0,20066756	0,33373846	0,31748528	0,40957292	0,38634746	0,28218147	0,66553468	0,4629531	0,4681776	1						
MAHB	0,28661374	0,15437272	0,09874988	0,07916706	0,08509164	0,20669207	0,18571039	0,09338823	0,07571242	0,11536028	0,25642539	0,24047142	0,26864534	0,27794523	0,14511333	0,28439859	0,25035451	0,33113431	0,3110385	0,25881108	0,52025752	0,47943312	0,55303821	0,56486361	1					
GTHE	0,23115482	0,21903023	0,09676133	0,07046193	0,15545517	0,19229117	0,06883127	0,17148151	0,07689804	0,15390721	0,27041926	0,22333472	0,2161298	0,07905436	0,21585982	0,22000599	0,28283382	0,25679835	0,18510783	0,20237248	0,31134256	0,34974134	0,196374	0,23651442	0,29971374	1				
ESRS	0,22729413	0,24618278	0,03798235	0,10674172	0,15373005	0,24832328	0,04144794	0,15990366	0,21244188	0,15181873	0,27393837	0,22098192	0,15122839	0,12767402	0,04849475	0,33140376	0,41825521	0,35255146	0,34943226	0,24174752	0,33573247	0,35607096	0,20481055	0,26695191	0,28523653	0,47561336	1			
COMI	0,26495266	0,24072615	0,06745438	0,12245138	0,15454508	0,12007561	0,09636962	0,16848779	0,17934917	0,14854046	0,20396506	0,14870551	0,18754073	0,03745029	0,06012671	0,30200273	0,42401609	0,37276261	0,31845987	0,25146094	0,43450863	0,46814161	0,32708862	0,30735312	0,4200042	0,49179185	0,61375631	1		
EGTS	0,2110599	0,26239055	0,04377257	0,09225092	0,15523286	0,15868741	0,00045113	0,06944227	0,07800811	0,12711762	0,22526405	0,16730068	0,18537346	0,02775042	0,02398535	0,23375155	0,29691459	0,22170569	0,12888107	0,19998765	0,28648501	0,22523163	0,25128163	0,20815793	0,3054635	0,4362602	0,58676995	0,55129004	1	
HELLI	0,22119024	0,23240798	0,19483217	0,27293676	0,22381537	0,29562048	0,12039695	0,24067296	0,21741349	0,19431541	0,3132599	0,19336893	0,2180414	0,01382319	0,14136187	0,22064033	0,30385041	0,35937976	0,24846022	0,17670573	0,37659603	0,32939964	0,26609004	0,40552778	0,30979372	0,4194298	0,49466908	0,49483369	0,44340099	1

الملحق رقم 12: مصفوفة التباين والتغاير لـ 30 سهم المشكلة للمحفظة الدولية بالسعودية في ظل عدم التغطية

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
sabic	0,00939931	0,00557414	0,00360821	0,00703634	0,00420365	0,00220737	0,0010064	0,00397287	0,00282904	0,00268107	0,00299535	0,0020214	0,00284536	0,00089632	0,00213906	0,00205268	0,00273558	0,00328199	0,00239795	0,0027976	0,00161158	0,0019447	0,00214458	0,00245203	0,00223847	0,00323666	0,00328288	0,00267995	0,00318746	0,003567427
ARB	0,00557414	0,00859604	0,00302089	0,00287683	0,00490909	0,00151742	0,00033647	0,00156151	0,00156574	0,00092163	0,00170066	0,00115515	0,00160514	0,0001715	0,00186098	0,00067021	0,00166872	0,00185287	0,00092778	0,0008954	0,00087631	0,00126899	0,00072888	0,0017012	0,00117568	0,00299065	0,00351599	0,00237437	0,00386415	0,003655164
MAK	0,00360821	0,00302089	0,00707607	0,00727403	0,00220177	0,00170232	0,00049393	0,00238581	0,00105114	0,00059584	0,0011173	0,00118493	0,00107103	0,00022684	0,00129587	0,00062765	0,00135668	0,00132133	0,00098485	-0,00020082	0,00101687	0,00129656	0,00048604	0,00167844	0,00068234	0,0011987	0,00049217	0,00060364	0,00058486	0,002780119
NAMA	0,00703634	0,00287683	0,00727403	0,13090399	0,00137215	0,00202836	0,00117972	0,00675601	0,00612867	-0,00010256	0,00452431	0,00417228	0,00355236	0,00240137	0,00143553	0,00382059	0,00500064	0,00601798	0,00423172	0,00162409	0,00387942	0,00218845	0,00030823	0,00414325	0,00235284	0,00375442	0,00594909	0,00471319	0,00530155	0,016751166
STC	0,00420365	0,00490909	0,00220177	0,00137215	0,00515789	0,00111399	0,00041807	0,00185096	0,00117128	0,00203848	0,00098422	0,00055083	0,00179315	0,00013834	0,00167752	0,00038598	0,00084534	0,0011491	0,00054603	0,00115793	0,00061159	0,00089184	0,00087453	0,00084799	0,00050199	0,00164419	0,00170073	0,00118077	0,00177083	0,002726669
FAB	0,00220737	0,00151742	0,00170232	0,00202836	0,00111399	0,00690905	0,00176259	0,00458263	0,00455189	0,00312585	0,00210371	0,00132144	0,00124041	0,00016949	0,00083871	0,00094927	0,00125678	0,00175787	0,00179124	0,00253721	0,00192465	0,00131298	0,00101582	0,00229567	0,00141125	0,00235386	0,00317956	0,00106179	0,00209511	0,004168215
ETISA	0,00100640	0,00033647	0,00049393	0,00117972	0,00041807	0,00176259	0,00388314	0,00421301	0,002309	0,00236341	0,00118036	0,00046419	0,00070905	0,00012373	-0,00037412	8,7806E-05	0,00021413	0,0002936	0,00054374	0,00040076	0,00030282	0,00035446	0,00047624	0,00091122	0,0009506	0,00063167	0,00039786	0,00063886	4,4653E-06	0,001272663
DISB	0,00397287	0,00156151	0,00238581	0,00675601	0,00185096	0,00458263	0,00421301	0,01191961	0,0079366	0,00326987	0,00286901	0,00187568	0,00229125	0,00022241	0,00016493	0,00148204	0,00188091	0,00166349	0,00157711	0,0020781	0,00120281	0,00152892	0,00145107	0,0011291	0,00083752	0,00275715	0,00267915	0,00195693	0,00210423	0,004457228
ADCB	0,00282904	0,00156574	0,00105114	0,00612867	0,00117128	0,00455189	0,002309	0,0079366	0,001038079	0,00291408	0,00185903	0,00162484	0,000212	0,00043391	0,00018341	0,00172979	0,00228348	0,00202052	0,00202442	0,0021243	0,00145769	0,00109653	0,00105814	0,00185699	0,00063366	0,00115383	0,00333423	0,00194397	0,00126244	0,00375758
ADNH	0,00268107	0,00092163	0,00059584	-0,00010256	0,00203848	0,00312585	0,00236341	0,00326987	0,00291408	0,01129248	0,00278753	0,00051509	0,00095206	0,00021607	0,00019167	0,00078649	0,00088107	0,00079559	0,00100582	0,00145677	0,00094837	0,00040188	0,00071621	0,00104637	0,00100698	0,00240861	0,00248519	0,00167925	0,00214564	0,003502745
AAPL	0,00299532	0,00170066	0,0011173	0,00452431	0,00098422	0,00210371	0,00118036	0,00286901	0,00185903	0,00278753	0,00813512	0,00178224	0,00242599	0,00084872	0,00135046	0,00226744	0,00229104	0,00236381	0,00206081	0,00187364	0,00130179	0,00094359	0,00196705	0,00217528	0,00189983	0,00359196	0,00380606	0,0019571	0,00322723	0,004792845
IBM	0,00202140	0,00115515	0,00118493	0,00417228	0,00055083	0,00132144	0,00046419	0,00187568	0,00162484	0,00051509	0,00178224	0,00315928	0,00126955	0,00033549	0,00113765	0,001936	0,00174853	0,00177882	0,00142257	0,00168344	0,0009298	0,00071443	0,00087742	0,00174272	0,00111027	0,00184868	0,00191334	0,00088919	0,00149365	0,001843688
BA	0,00284536	0,00160514	0,00107103	0,00355236	0,00179315	0,00124041	0,00070905	0,00229125	0,00212	0,00095206	0,00242599	0,00126955	0,00587085	0,00104451	0,00254731	0,00150448	0,00304548	0,00224331	0,00178563	0,00282466	0,00116303	0,00091906	0,00177404	0,00162136	0,00169083	0,00243881	0,00178494	0,0015287	0,00225608	0,002833976
MCD	0,00089632	0,0001715	0,00022684	0,00240137	0,00013834	0,00016949	0,00012373	0,00022241	0,00043391	0,00021607	0,00084872	0,00035549	0,00104451	0,00176138	0,00090895	0,00083237	0,00142127	0,00127617	0,00105114	0,00090304	0,0003597	0,00032105	0,00030773	0,00062852	0,0009582	0,00048861	0,00082541	0,00016721	0,00018499	9,84103E-05
UNH	0,00213906	0,00186098	0,00129587	0,00143553	0,00167752	0,00083871	-0,00037412	0,00016493	0,00018341	0,00019167	0,00153046	0,00113765	0,00254731	0,00090895	0,00542516	0,00091233	0,00192329	0,0019934	0,00132322	0,00149751	0,00043344	0,0010192	0,00110272	0,00109675	0,00087798	0,00234148	0,00055023	0,00047114	0,00028061	0,001766222
SAPG	0,00205268	0,00067021	0,00062765	0,00382059	0,00038598	0,0009427	8,7806E-05	0,00148204	0,00172979	0,00078649	0,00226744	0,001936	0,00150448	0,00083237	0,00091233	0,00472323	0,00396098	0,00373505	0,00288169	0,00324524	0,00128442	0,00126887	0,00146945	0,00170196	0,00160553	0,00222672	0,00358047	0,00220803	0,0025517	0,002572237
ALVG	0,00273558	0,00166872	0,00135668	0,00500064	0,00084534	0,00125678	0,00021413	0,00188091	0,00228348	0,00088107	0,00229104	0,00174853	0,00304548	0,00142127	0,00192329	0,00396098	0,00770342	0,0052324	0,00388387	0,00359422	0,00143335	0,00171269	0,00115368	0,0020677	0,00180496	0,00365581	0,00565488	0,00395913	0,00413932	0,00452385
SIE	0,00328199	0,00185287	0,00132133	0,00601798	0,0011491	0,00175787	0,0002936	0,00166349	0,00202052	0,00079559	0,00236381	0,00177882	0,0024331	0,00127617	0,0019934	0,00373505	0,0052324	0,00667645	0,00399015	0,00369134	0,00171533	0,00224398	0,00147847	0,00248329	0,0022253	0,00309013	0,00443747	0,00324026	0,00287744	0,00498119
BAY	0,00239795	0,00092778	0,00098485	0,00423172	0,00054603	0,00179124	0,00054374	0,00157711	0,00202442	0,00103582	0,00206081	0,00142257	0,00178563	0,00105114	0,00132322	0,00288169	0,00388387	0,00399015	0,00532928	0,00239985	0,00143051	0,00156162	0,00140257	0,00209283	0,00186518	0,00199008	0,0039295	0,00247323	0,00149444	0,003076789
COF	0,00279760	0,0008954	-0,00020082	0,00162409	0,00115793	0,00253721	0,00040076	0,0020781	0,0021243	0,00145677	0,00187364	0,00168344	0,00282466	0,00090304	0,00149751	0,00324524	0,00359422	0,00369134	0,00239985	0,0099841	0,00190387	0,00139233	0,00148857	0,00209221	0,00212426	0,00297795	0,00372097	0,00267301	0,00317405	0,002995102
PUBM	0,00161157	0,00087631	0,00101687	0,00387942	0,00061159	0,00192465	0,00030282	0,00120281	0,00145769	0,00094837	0,00130179	0,0009298	0,00116303	0,0003597	0,00043344	0,00128442	0,00143335	0,00171533	0,00143051	0,00190387	0,00250485	0,00134134	0,00139125	0,00247163	0,00213885	0,00229478	0,00258836	0,00231347	0,00227745	0,003197226
TENA	0,00194402	0,00126899	0,00129656	0,00218845	0,00089184	0,00131298	0,00035446	0,00152892	0,00109653	0,00040188	0,00094359	0,00071443	0,00091906	0,00032105	0,0010192	0,00122687	0,00171269	0,00242398	0,00156162	0,00139233	0,00134134	0,0038437	0,00144837	0,00212978	0,0024416	0,00319325	0,00340057	0,00308764	0,00221799	0,003464211
GENM	0,00214458	0,00072888	0,00048604	0,00030823	0,00087453	0,00101582	0,00047624	0,00145107	0,00105814	0,00071621	0,00196705	0,00087742	0,00177404	0,00030773	0,00110272	0,00146945	0,00115368	0,00147847	0,00140257	0,00148857	0,00139125	0,00144837	0,00451717	0,00233489	0,00305323	0,0019437	0,00212044	0,0023387	0,00268256	0,003033671
CIMB	0,00245203	0,0017012	0,00167844	0,00414325	0,0008479	0,00229567	0,00091122	0,00211291	0,00185699	0,00104637	0,00217528	0,00174272	0,00162136	0,00062852	0,00109675	0,00170196	0,0020677	0,00248329	0,00209283	0,00209221	0,00247163	0,00212978	0,00233489	0,00550611	0,003443	0,00258459	0,00305138	0,00242625	0,00245342	0,005104459
MAHB	0,00223847	0,00117568	0,00068234	0,00235284	0,00050199	0,00141125	0,0009506	0,00083752	0,00063366	0,00100698	0,00189983	0,00111027																		

الملحق رقم 13: معدلات العائد لأسهم المحفظة الدولية المشكلة في سوق مصر في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIF	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHR	
janv-07																															
févr-07	0.05530973	-0.0048804	0.04564756	0.12264151	0.03095238	-0.0134077	-0.0629614	-0.0260232	-0.0152275	-0.0018813	0.04204656	0.03976727	0.02362351	0.02171615	-0.1104494	-0.0021439	0.07993956	-0.042087	-0.023795	-0.0424471	0.1295848	0.31811073	0.12562942	0.07592187	0.08119667	-0.0041268	-0.0224703	-0.037197	0.01721524	0.01120263	
mars-07	-0.00398323	-0.0367827	-0.0010152	0.38454578	0.29561201	0.09785187	0.01444322	0.01914519	0.03136378	0.01531763	-0.0435524	-0.00859	-0.181808	0.1119681	-0.0048632	-0.0323504	0.0468373	0.01280221	0.1108807	-0.019857	0.01328226	-0.152887	-0.0189661	0.00893622	-0.1264823	0.00896603	-0.0473179	0.15239694	0.0627445	0.27299301	
avr-07	-0.0065502	0.03971487	0.06707317	0.04248862	0.48663102	0.07247263	0.08219013	0.04392658	0.06957214	-0.000288	-0.0022562	0.03096377	0.1371814	0.10638704	-0.0018512	0.0844275	0.1058194	0.13668386	0.07442538	-0.0097064	0.03211676	-0.0667757	0.14982828	0.47033731	-0.0763987	0.08147151	-0.01364833	-0.0401737	0.10134828	0.03187941	
mai-07	-0.0373626	0.00195886	0.00761905	-0.1353712	0.96402878	0.21531561	0.04417995	0.08288763	0.04825135	0.03344419	0.20128636	0.17826313	0.33414412	0.18396892	0.13082455	-0.0107423	-0.023033	0.08374916	0.04733944	0.0070429	0.02606295	-0.0442905	0.09563914	-0.0083172	0.06057997	0.0651503	0.03802776	-0.0011916	0.11442582	-0.0457706	
juin-07	-0.0376712	0.04203324	0.0094518	-0.1531987	0.05860806	0.00707394	-0.0125254	-0.0439058	0.00429544	-0.0661459	-0.0753912	0.0075543	-0.0019641	-0.0067797	-0.0025454	0.07742626	0.0590813	0.09534454	0.05579307	0.00161564	-0.1049643	0.0679386	-0.0302026	-0.0405318	0.05927006	-0.0318325	0.00684581				
juil-07	0.04744958	0.03893058	0.14794007	0.48111332	0.10784314	0.07164827	0.04342046	0.06753496	-0.0640086	-0.0600954	-0.0470611	-0.0548013	-0.0013554	-0.0988277	0.05595111	0.04777531	-0.0970738	-0.1200512	-0.066192	-0.0922287	0.11798806	0.0342722	0.14401362	0.24058188	0.11601726	0.03990227	-0.0357897	0.19854092	0.0078133	0.05783793	
août-07	-0.1426954	0.1386005	-0.0334421	0.00268456	-0.1530453	0.05188389	0.05546383	-0.0642904	0.02968395	0.03348343	-0.0346293	-0.0116687	-0.0225992	-0.0369684	0.0304962	-0.0091751	0.00352481	-0.0171508	0.0524481	-0.1262634	0.06498143	0.21301606	0.10691475	0.07467273	0.09254515	-0.0984354	-0.1102715	-0.1005539	-0.0914023	0.1695393	
sept-07	0.1321004	0.07599581	0.15274262	0.08433735	-0.031346	0.09554914	-0.020003	0.07334432	0.09337399	-0.0426401	-0.029432	-0.029432	0.02532021	0.00518872	0.07448119	0.07764316	0.08218493	-0.0028196	0.0382456	-0.0635687	0.10310053	-0.1103161	-0.0386408	-0.1029954	0.06569798	0.0491968	0.0332314	-0.0172588	0.11188881		
oct-07	0.06417736	0.03799318	0.00512445	-0.137037	-0.004416	0.22208054	-0.0270461	-0.0731372	0.08270731	0.00170441	0.2278072	0.19564239	0.1860488	0.07835611	0.4123534	-0.0885867	-0.050805	-0.0262166	0.03284277	-0.0406454	0.17062823	0.07895111	0.08637246	0.20780502	0.06387475	0.12941239	0.00148778	-0.0087793	0.0878773	0.25124216	
nov-07	0.06907895	0.05161896	0.0252783	0.02575107	0.10516252	-0.037875	-0.0183188	0.12257263	-0.0362172	-0.0265178	-0.105491	-0.038127	-0.0757386	-0.015491	0.0514274	-0.0791404	0.12188872	0.0704721	-0.2111919	0.08121431	0.11321488	0.02991839	0.05335928	0.09854006	-0.0621331	-0.0097317	-0.0096184	-0.0686591	-0.0282686		
déc-07	0.08615385	0.15662651	0.016168091	-0.0990237	0.09803922	0.08701064	0.02757625	-0.0505659	0.0073432	0.05799604	0.02639034	0.07486428	0.08932526	-0.0010138	0.07901951	0.01364708	0.04594855	0.0460296	-0.1063347	-0.0975481	0.23481174	0.23880704	0.04794703	0.0251766	0.09353022	0.06818323	0.04888202	0.03225953	-0.0389772	-0.0584903	
janv-08	-0.0812087	-0.0127315	0.09089093	-0.0123839	-0.0018324	-0.1337058	-0.0094265	-0.044988	-0.0866147	-0.122751	-0.0732057	0.02818574	0.02902187	0.0125752	-0.0109548	-0.0725991	-0.1374445	-0.1890986	-0.1027301	0.11474546	-0.1071624	-0.2094813	-0.1159952	0.09257675	0.09575491	-0.0289251	0.02416693	-0.0460021	-0.0275801		
févr-08	-0.004111	0.14302462	0.00789314	0.05642633	0.03638309	-0.0867114	0.05129407	-0.156671	0.0012475	-0.0958434	-0.0502966	0.04771169	0.10934839	-0.0150686	0.07277275	-0.0084377	0.0605205	0.00124034	-0.0632491	0.0752447	0.12627486	0.08741689	0.03147367	-0.034885	-0.0544235	-0.0695245	-0.0013496	-0.023285	0.02929077	-0.030568	
mars-08	-0.0907412	0.21264957	-0.036747	0.02967359	-0.0067114	0.13973434	0.00412149	-0.1086282	0.02342011	-0.2695625	-0.0403065	-0.0568381	-0.1389244	-0.0152223	0.0554056	0.02725983	0.10155636	-0.17111	0.02967634	0.0072468	-0.1116775	-0.1855599	-0.0811483	0.1146592	-0.1615948	0.00596996	-0.183	-0.0596405	-0.047067	0.0256617	
avr-08	0.08247423	0.05046518	0.06025391	0.01152738	-0.0644491	0.19757562	0.03803069	0.12746133	0.05595242	-0.0616598	0.06598873	0.04311383	-0.1166248	-0.0285059	0.3295535	0.06049566	0.02706104	0.07689977	0.05607652	0.08549516	0.05741294	0.13983565	0.05855415	0.12548572	0.08809349	0.08017173	-0.1124705	-0.0014409	-0.0006006	0.00566067	
mai-08	-0.0444444	-0.1135266	-0.06241504	-0.1086261	-0.05	0.07491038	0.06244497	-0.0336183	-0.0135402	0.03875891	0.01940264	-0.054593	-0.0093305	-0.2310188	0.08216646	-0.0828343	-0.0478253	0.01003621	-0.1034818	-0.0723372	-0.0996788	-0.0356301	0.11976841	-0.071075	-0.0298089	0.03524045	-0.0723283	-0.0807564	0.0161976		
juin-08	-0.1199013	-0.0490463	-0.036448	-0.1916933	-0.0666667	-0.1123943	-0.0838383	-0.2656656	-0.0518687	-0.2323645	-0.0081695	-0.0642424	-0.1045512	-0.032628	0.10341506	-0.0510282	-0.0680787	-0.019821	-0.0494239	-0.2135754	0.00255935	0.00937488	0.08246795	-0.0530914	-0.0359575	-0.100282	-0.1499237	-0.2066656	-0.0884512		
juil-08	-0.163522	-0.0503025	-0.0492228	-0.2225964	-0.2205514	-0.0571042	-0.072313	-0.0653707	0.05919829	0.06326938	0.01147209	0.00855287	-0.0296981	-0.1047141	-0.039836	-0.10514828	-0.0393781	0.08811119	0.193651	0.1031369	-0.0849609	0.0719632	-0.0695327	-0.1991194	0.02987088	-0.0018196	0.02872519	0.01704706	0.09292867	-0.0346762	
août-08	-0.043609	-0.1485802	-0.0539104	-0.2420361	-0.1315048	0.07989123	0.0368842	0.08659973	0.04699328	0.09827466	-0.1744356	-0.083112	-0.0397995	-0.1706729	-0.1355202	-0.025235	0.0706941	-0.1035377	-0.0734531	0.04525682	-0.0685651	0.081398505	0.02349058	-0.1551194	0.0708989	-0.0014815	-0.0875459	-0.0250892	-0.0691317	0.0628392	
sept-08	-0.266195	-0.265748	-0.1484751	-0.1424332	-0.3255269	-0.3198742	-0.0254208	-0.1126972	0.00941755	-0.154229	-0.1409299	-0.0543825	-0.1651299	-0.1377906	-0.1673523	-0.0356677	-0.1748272	-0.1342133	-0.0620256	0.23020808	-0.1602532	-0.0845926	-0.0471131	-0.224562	0.00545658	-0.0317052	-0.1494665	-0.0378656	-0.0924463	-0.0391118	
oct-08	-0.2046282	-0.5013405	-0.2997172	-0.0633218	-0.328125	-0.0310911	-0.1862321	-0.0642525	-0.0388077	-0.0437810	-0.2101211	-0.0223485	-0.2883665	-0.2343373	-0.1489026	-0.3235632	-0.4437414	-0.3472712	-0.2310156	-0.2650079	-0.303185	-0.1581262	-0.2574284	-0.3459181	-0.081275	-0.1690455	-0.1293742	-0.028503	-0.2076363	-0.1782178	
nov-08	-0.2009698	0.26344086	0.04172725	0.06521739	0.09819121	-0.1475022	-0.1313867	-0.1951824	-0.03865279	-0.1237915	-0.0824197	-0.232007	-0.3882685	-0.0104822	-0.2028025	-0.0427338	-0.0655868	-0.0025467	-0.1701623	-0.1221921	-0.3092119	-0.1030076	-0.2120446	-0.0716402	-0.2164657	-0.0021362	-0.0280789	-0.0571378	-0.0294517		
déc-08	0.1908294	-0.1531915	0.28165375	-0.0867347	0.05882353	-0.0833055	0.02689132	-0.034017	0.05395387	0.26056284	-0.1683331	-0.203463	-0.3478098	-0.3346665	-0.2271895	0.03350966	0.26402238	0.23018037	0.1226366	-0.1416977	0.02768587	-0.0569758	0.13889885	-0.0022467	0.02274917	0.05047768	0.06811993	-0.0129662	0.0119962	0.04324649	
janv-09	-0.2562288	-0.1527638	-0.2802419	-0.2178771	-0.1066667	0.06943741	0.10222424	0.0306068	-0.0557209	0.07797367	-0.0383883	0.02998111	0.07341929	-0.1031601	0.09264636	-0.0215496	-0.1840495	-0.272608	-0.0782728	-0.0605079	0.00769545	0.3816847	0.05938918	-0.0291665	-0.0115192	-0.0611634	-0.0126709	0.0899616	-0.0673305		
févr-09	-0.1469357	-0.2004475	0.06344457	-0.1571429	-0.2587065	0.15682044	0.17254116	-0.1322979	0.05157369	-0.1900707	0.01223735	0.15921797	0.1881395	0.03784021	-0.1205174	-0.0869046	-0.1913665	-0.0861248	-0.0880405	-0.2211452	-0.2293027	-0.1496325	0.04009033	-0.0661168	-0.2370819	-0.01764074	0.0820441	-0.0237492	0.06710308	0.10592405	
mars-09	0.34315038	0.06973294	-0.076793	0.24576271	0.07852349	0.0210682	0.0867196	-0.0192692	-0.0949052	0.1299333	0.08947053	0.1451242	0.3011781	-0.0126104	-0.0023737	0.01000694	0.2408708	0.12196247	-0.0052988	0.10187043	0.14880765	0.10520176	0.05051003	-0.0183553	0.1242342	-0.1364483	-0.0485138	-0.0257872	-0.0026689	0.08417713	
avr-09	0.2345515	0.32177531	0.23760933	0.51020408	0.66929134	0.19728308	0.06541771	0.12583221	-0.0232828	0.17394531	0.12522007	-0.0951133	-0.1294313	0.00019562	0.13052079	0.08856776	0.2008705	0.24818153	0.18421109	0.0246981	0.19142316	0.19170486	0.32734608	0.11989933	0.20849529	0.23591805	0.12379673	0.22496085	0.14965173	0.19796367	0.3

oct-12	-0.0162162	-0.1537829	0.09404601	-0.1533383	0.20572451	-0.1048458	-0.0594334	0.01528725	-0.051079	0.01371599	0.09053705	0.01518012	0.02315328	0.01493009	0.05415232	0.02565504	0.03911044	0.00482635	0.01111469	0.05765064	-0.0276313	-0.0114878	-0.0199746	-0.0560508	0.05309149	0.11410485	0.02703828	0.03374306	0.0252965	0.05381202
nov-12	-0.0576923	-0.2264334	-0.1416203	-0.220687	-0.2878338	-0.0171725	-0.0231668	0.0542557	0.0025189	-0.0289883	0.0494158	0.01998658	-0.0301331	-0.0944971	-0.0030004	0.07021491	0.04669235	0.0244319	0.0369165	-0.03734	-0.0143058	-0.0891357	0.01004424	-0.1059621	-0.0361487	-0.0240308	-0.0017391	-0.0476402	-0.0212642	-0.0875471
dec-12	0.1573434	0.0247824	0.06286012	0.17977528	0.19791667	-0.05937313	0.04885007	0.05587821	0.05473601	0.07387596	0.03124421	-0.0512477	0.06753901	0.05122991	0.003115869	0.07067599	0.1106602	0.0979436	0.09495949	0.02384653	0.0703763	0.05280288	0.06593978	0.09154871	0.12080445	0.06655468	0.01654052	0.05518095	0.03831387	-0.0016843
janv-13	0.11335013	0.00503525	0.02406678	0	-0.1026807	-0.0966807	0.11879875	0.03446445	0.14003416	0.07043731	0.122752	0.1237392	0.17674534	0.2453368	0.00397415	0.08162385	0.09324317	0.06964390	0.09937176	0.04871313	0.10596901	0.15208088	0.06393598	0.11341007	-0.0025642	0.01906815	0.0784714	0.10537025	0.0103708	0.12995426
fevr-13	-0.0520362	-0.0083006	-0.0410324	-0.0190476	-0.0217164	-0.0072292	0.04501959	0.01270004	-0.0281569	0.03524854	0.05973553	-0.0100605	0.13660608	0.03813254	-0.0216798	-0.0197557	-0.0286527	0.02949555	-0.0780199	-0.020284	-0.0071223	0.01117689	-0.041831	-0.0183455	0.04020798	-0.0069255	0.00984809	0.00027087	-0.006302	0.0794405
mars-13	0.04295943	-0.0084206	-0.1173232	-0.1262136	-0.1470019	-0.0275782	-0.07238583	0.12720462	0.04959509	0.08071963	0.08534493	-0.0358734	-0.0772766	0.04190168	0.0873284	0.02986565	-0.0214072	0.0206956	0.05069854	0.05604365	-0.0031273	0.03897677	0.00179182	-0.0108941	0.01402603	0.04556647	-0.0167119	0.0650401	0.07964405	
avr-13	0.06684989	0.00987925	0.02023388	0.02222222	0.15873016	0.01944679	-0.0321236	0.08598987	0.04433576	0.07674666	0.11640243	0.12396398	0.45138133	0.1297992	-0.0068599	0.04015551	0.10710758	-0.0211708	0.03057692	0.07707642	-0.0364483	0.2317002	0.1212281	-0.0192842	0.0140939	0.04558849	0.12610603	0.0578653	0.05066254	0.06564344
mai-13	0.06638116	0.05978261	0.19923372	0.03268087	0.0704501	0.0236167	0.03438806	0.00929871	-0.0477837	0.0525127	-0.009006	0.11593158	0.15041532	0.14443686	0.19797983	0.01322592	0.06262602	0.0327886	0.04033529	0.08462129	-0.0348837	0.04147328	0.18262533	-0.0207242	0.08977604	0.05556940	0.08660533	0.05957511	0.09280931	0.04125306
juin-13	-0.2128514	-0.1938462	-0.1859425	-0.2247191	-0.0196889	-0.1137807	-0.0765939	0.03982694	0.03040363	0.05084987	-0.0536643	-0.0497051	-0.0527837	-0.0126702	-0.0605599	-0.0247453	-0.057065	-0.0427822	-0.005655	0.01014712	-0.0137083	0.0603835	0.30623855	-0.0192736	-0.0496281	-0.0380163	-0.0437655	-0.0393142	-0.0368446	-0.0103205
juil-13	0.1377551	0.3230702	0.17346939	0.33333333	0.01663586	0.13804768	0.01772893	0.02316274	-0.0120451	0.10942672	0.15024277	0.01402985	0.11559297	0.06140908	0.02571877	0.00207566	0.06462702	0.11532067	0.08705971	0.1067697	0.0219343	0.05943747	0.00772268	0.02195209	0.02011315	0.00349042	0.05617996	0.05326566	-0.0638279	0.0252356
août-13	-0.0470852	0.06590258	0.00802676	-0.00434783	0.03818182	0.07436682	-0.00314274	-0.0398936	-0.0172485	-0.05261027	-0.0188143	-0.0688707	-0.0807824	0.14585872	0.02843195	-0.0824854	0.0347562	-0.054622	-0.039861	0.01393442	-0.0052973	-0.0685669	-0.0666641	-0.0095021	-0.0408609	-0.0467273	-0.0175885	-0.102031	0.00421788	
sept-13	0.03294118	0.03582492	0.07166556	-0.11363636	-0.0262697	-0.0345902	0.0022797	0.11544658	0.0058711	-0.0152583	-0.0087624	0.13115596	0.01673997	-0.0253942	-0.0135864	0.08176186	0.12217415	0.04669601	0.0613886	-0.0030101	-0.000429	-0.0133684	0.03790954	0.07019767	0.014056303	0.03496648	0.00298797	0.0335984	0.08853472	
oct-13	0.07744875	0.10034620	0.12693498	0.04081633	0.06115108	0.05980572	-0.0326883	0.011021258	0.00275628	-0.0472238	-0.0203942	-0.0004797	0.09327553	-0.0103759	-0.0202878	0.06241474	0.0703601	0.06155067	0.0542842	0.00562638	0.03579969	-0.0555304	-0.0144825	-0.0046088	0.12901493	0.05448254	0.06765386	0.04659301	0.01556867	0.13343118
nov-13	-0.0338266	0.06969811	0.01153846	-0.00294118	0.01016949	0.06317060	0.00195307	0.02804864	0.00813279	0.00903359	-0.0403559	-0.0101663	0.06152504	0.06725968	0.08252388	0.05316836	0.03164897	0.03184647	0.02758339	0.03745457	0.08951327	0.2303359	-0.0524713	0.05001814	0.0904756	-0.0065219	0.0347118	-0.0292996	0.00357935	0.01792662
dec-13	0.03063457	0.09390681	0.13253666	0.1414414	0.01818791	0.0184499	0.05375347	0.02627607	0.00590331	0.02054154	0.16920514	0.10271163	0.22872462	0.20356848	0.0437524	0.04093633	0.04292507	0.05995759	0.06911831	0.03489506	-0.01426	0.01725645	0.11233471	0.01410957	0.04057631	0.03714609	0.01832935	-0.090918	0.02429644	
janv-14	0.09978769	0.11271298	0.03213429	0.32743363	0.01788618	0.1061287	-0.0562961	0.0805601	0.0276597	-0.0393104	0.09869253	0.0056695	0.11064544	0.02039962	0.11502102	-0.106127	-0.0663876	-0.0697611	0.0561831	-0.0659015	0.00194311	0.0152135	0.04466161	0.0550908	0.14240242	-0.0268748	0.02595757	-0.0105776	-0.014453	-0.0698562
fevr-14	-0.0405405	-0.0695995	0.08875465	0.18	0.01118211	0.05118558	0.04791748	0.02908617	0.01027609	0.06889887	-0.0263446	0.04665079	0.0350474	0.1025445	0.13025896	0.05684075	0.07201567	0.05374288	0.07561286	0.03202701	0.0268455	-0.0036991	0.03748357	0.03019215	0.00219451	0.00089125	0.03798458	-0.005588	0.0075858	
mars-14	-0.1086519	-0.0699968	-0.0285758	-0.0903995	0.17575767	0.02094857	0.04054677	-0.0256547	0.03127448	0.0621211	-0.026093175	-0.032324	0.00094982	0.01107117	-0.0273786	-0.05052212	0.00837030	-0.0470839	0.04763849	0.02730675	0.04658117	0.26238835	-0.1395203	0.06138353	0.0126261	0.0049028	-0.026504	0.00685549	-0.0375087	
avr-14	0.17155756	0.0136499	0.05402418	0.11801242	0.0820996	0.10507124	0.02655069	0.03404692	0.04012518	-0.79499	0.05375514	-0.0366592	0.11075499	0.0740974	-0.0840646	-0.02093984	0.03055588	-0.0151806	0.03157251	-0.0368994	-0.0242518	-0.0024628	0.00502622	0.00570537	0.01089588	0.06348468	0.00665312	0.01656444	0.06266687	0.0184117
mai-14	0.01348748	0.03489771	-0.0370988	0.0111111	0.13903408	0.09457617	-0.0245161	0.06964895	0.0208812	0.08279171	0.23549922	0.01648418	0.16692223	0.23182214	-0.0114972	-0.0295309	-0.0006308	0.02895622	0.06413561	0.0977634	0.03307483	0.0590842	0.03473526	0.00864543	0.09884101	0.00859396	-0.0116121	0.00316173	-0.0389324	
juin-14	-0.0247148	-0.0098387	-0.0138528	-0.00769231	0.011026201	0.02762058	-0.0168019	-0.0593371	-0.0068444	0.0265806	-0.1766159	-0.0220439	-0.1677617	-0.2472961	-0.0646781	0.00087144	-0.0173781	-0.005987	-0.0234759	0.05570792	-0.008658	0.01038666	-0.1173184	-0.1056264	0.02693208	-0.0537908	0.02151246	0.043755	0.00869231	0.0680232
juil-14	0.00974659	-0.0052848	0.18349429	0.04761905	0.05765755	0.0280733	0.05737298	-0.0530353	-0.061346	-0.0085627	0.02080914	0.02641714	0.2034313	0.27324029	0.20677256	0.00252692	0.03058734	-0.0631867	0.0621995	-0.022769	0.1244545	-0.0158561	0.0284801	0.01590271	0.00639296	0.01919863	0.02512795	0.0569382	-0.0352113	-0.0512394
août-14	0.03667594	0.0354191	0.10237389	-0.0454545	0.33881759	0.07217573	0.0032869	0.02546584	-0.0088832	0.06946329	-0.0273411	0.00478469	0.01807515	-0.1101224	0	-0.0134919	0.1932216	0.01205097	0.01187465	0.00071774	0.03000971	0.13748028	0.03693208	0.09749079	0.03761213	-0.0225442	-0.0004249	0.02787486	0.05724271	0.0282796
sept-14	-0.2420857	0.09235294	0.09555855	-0.125	-0.0411548	0.0170732	0.0128445	0.00457413	0.01163039	-0.0049608	0.02506631	0.00867505	0.05072311	0.05885878	-0.1427691	-0.0722264	-0.0488505	0.0478916	0.04531715	0.00727474	0.0134167	0.0820716	0.00270431	-0.0460814	0.0200591	0.0341147	0.0146948	-0.0867930	0.0614234	0.0404102
oct-14	0.06879607	-0.1190092	-0.0059828	-0.1564626	-0.1153107	0.0719603	-0.133962	-0.0193908	-0.0113912	0.10156522	-0.066306	-0.0133214	-0.081934	-0.0673922	0.16654681	-0.0581753	-0.021262	-0.0553726	0.014288	0.01302983	-0.1562347	-0.0826981	-0.0325951	-0.1472199	0.00331436	-0.0338985	0.06282229	0.01313429	-0.9079	-0.0512554
nov-14	-0.0202689	0.03973105	0.02491909	0.01612903	-0.0492397	0.1012037	-0.0135645	0.07655447	0.03286034	0.03810125	-0.0626799	-0.0086124	-0.0675346	-0.121519	0.0714286	0.03892895	0.0864057	0.05273753	0.05992075	0.00494471	-0.2045259	-0.0953689	-0.0920767	-0.1763563	-0.1211283	-0.0214087	0.04226573	0.0416826	-0.1228189	-0.0925779
dec-14	-0.0446009	-0.1787184	-0.0059994	-0.017476	0.10510282	-0.071891	-0.0106678	-0.032599	-0.0321248	0.0249147	-0.02657197	-0.0395753	-0.021914	0.0219683	0.2307923	-0.00212985	-0.0361027	-0.0427796	-0.0922977	-0.0026034	-0.0479588	-0.1305687	0.0439902	-0.0895946	0.00402756	-0.0533246	-0.0698451	-0.0730004	-0.0835354	-0.0085929
janv-15	0.14250614	0.0894747	0.12229897	0.0491803	0.18677675	0.1262768	0.0143492	0.18721102	0.04729412	0.11507673	-0.0260153	0.02721198	0.00305232	0.044933	-0.0578804	-0.0163733	0.05574265	-0.0174607	0.1237626	0.0469976	0.08079949	0.17052178	0.1177492	0.13427628	0.06767482	-0.019035	0.03981533			

الملحق رقم 14: مصفوفة الارتباط بين 30 سهم للمحفظة الدولية المشكلة بمصر في ظل عدم التغطية

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB
GTHE	1																													
ESRS	0.43953963	1																												
COMI	0.42997794	0.65524288	1																											
EGTS	0.42653428	0.62114902	0.56610269	1																										
HELI	0.43143868	0.53854428	0.51778057	0.46982104	1																									
AAPL	0.14551518	0.05970632	0.14827258	0.11738249	0.1251847	1																								
IBM	0.12329723	0.02554496	0.14696441	0.0940067	0.0567085	0.83033714	1																							
BA	0.12324598	-0.00261201	0.14380698	0.0960844	0.06706842	0.82729066	0.86113677	1																						
MCD	0.06655656	-0.03000893	0.09303493	0.03013288	-0.02215249	0.82297429	0.87719602	0.8992515	1																					
UNH	0.15597239	-0.02396306	0.12230965	0.04676165	0.06052301	0.78056288	0.83795511	0.88252162	0.8699575	1																				
FAB	0.16858311	0.07218489	0.1264712	0.12132295	0.15592327	0.77079418	0.80768549	0.80430219	0.79574723	0.76819527	1																			
ETISA	0.04948983	-0.05033784	0.09303558	0.02798893	0.03139871	0.79456247	0.82972527	0.85172879	0.86337186	0.77625098	0.8321482	1																		
DISB	0.125135	0.02513614	0.14026043	0.0615241	0.13023641	0.73345124	0.76457015	0.77250721	0.73573505	0.6783139	0.81994924	0.86423792	1																	
ADCB	0.07789114	0.06169228	0.15855731	0.07505843	0.12038675	0.71525469	0.77466918	0.78713236	0.76336461	0.69742524	0.83608855	0.80254921	0.86668199	1																
ADNH	0.13314409	0.03173452	0.13371537	0.09586582	0.10355678	0.74620148	0.72511482	0.74567074	0.75313461	0.70088007	0.77790523	0.80325216	0.71606229	0.71798684	1															
SAPG	0.12657149	0.10034781	0.1882067	0.13701597	0.08996088	0.8193848	0.89171796	0.8761326	0.8727249	0.82726945	0.78308617	0.80297395	0.75071149	0.77362557	0.70748378	1														
ALVG	0.18475387	0.17334041	0.27963459	0.18948845	0.15436698	0.76524082	0.82413369	0.86689263	0.84471467	0.81542857	0.75666073	0.77091881	0.724517	0.7502286	0.67838406	0.92110213	1													
SIE	0.20613309	0.15103161	0.26223451	0.15943556	0.19113462	0.77922816	0.8378685	0.85321864	0.84530976	0.8287568	0.77688282	0.76610389	0.71618395	0.74383588	0.66914602	0.91338781	0.92746211	1												
BAY	0.14380714	0.1268945	0.21482728	0.09766498	0.11719181	0.80453317	0.86093669	0.87630387	0.8760462	0.83941886	0.80915942	0.80911233	0.74098463	0.7744651	0.70538868	0.90155574	0.90392006	0.90899067	1											
COF	0.18673507	0.11082814	0.21626683	0.1582686	0.11115221	0.73625369	0.80617814	0.84450902	0.8065829	0.78369402	0.7863189	0.75658342	0.71252744	0.72636025	0.68053567	0.85177456	0.82723252	0.83091997	0.80652844	1										
sabic	0.21688805	0.08487958	0.23377459	0.16713772	0.1420937	0.76007136	0.79246221	0.8110873	0.78038267	0.77895812	0.75530958	0.75449171	0.75526328	0.7289252	0.72770423	0.79763312	0.77827982	0.80780005	0.80222855	0.76477994	1									
ARB	0.20228532	0.09810543	0.22529597	0.19464212	0.15239575	0.71144231	0.75481665	0.76285863	0.74558169	0.76770064	0.72018635	0.71491722	0.6609892	0.67415252	0.66041864	0.72986282	0.73326672	0.74330696	0.73496804	0.69126625	0.86598112	1								
MAK	0.12793033	-0.02675548	0.11016808	0.06457584	0.12030282	0.7043049	0.7748932	0.76425991	0.76290589	0.76084825	0.74034232	0.73180737	0.70801583	0.666311932	0.65037146	0.7373755	0.73419519	0.73219796	0.74691124	0.65341834	0.79967234	0.77590658	1							
NAMA	0.08364546	0.08647932	0.16182026	0.11372983	0.26139602	0.36910019	0.40391223	0.38016978	0.38811105	0.34353666	0.33675155	0.34652519	0.37904613	0.37904273	0.28342753	0.38910293	0.38178622	0.40507328	0.39034041	0.32427724	0.40368305	0.33541113	0.42217342	1						
STC	0.17329757	0.05920751	0.20060618	0.14838848	0.14728885	0.74391904	0.78705183	0.84464675	0.81230481	0.82767108	0.77325105	0.79579149	0.74005737	0.7254865	0.76830138	0.79139073	0.7721311	0.7842417	0.78877339	0.76814036	0.87856121	0.87567219	0.80061595	0.33951912	1					
PUBM	0.152074	0.05243795	0.23173095	0.13094028	0.12763067	0.80100852	0.86524021	0.88246547	0.882531	0.82115418	0.86450329	0.83347472	0.75464869	0.78179833	0.75178006	0.85951385	0.82161934	0.83550915	0.84930928	0.82978612	0.80067005	0.74904425	0.77370492	0.41681531	0.81381717	1				
TENA	0.19614035	0.09901448	0.29008272	0.1251822	0.13797751	0.75707293	0.81562082	0.82980663	0.84248003	0.81572014	0.79480738	0.80204854	0.7382633	0.73084521	0.69518105	0.82665508	0.80557561	0.83554198	0.8280564	0.77579511	0.78413859	0.73884495	0.75949018	0.36200367	0.79425101	0.87056222	1			
GENM	0.1057094	0.02474105	0.20798707	0.13822025	0.10698511	0.793692	0.85840128	0.83748853	0.81348473	0.77631533	0.81284679	0.73027245	0.72636231	0.70903606	0.84684201	0.78528052	0.80010223	0.82496316	0.78353313	0.78419865	0.70798848	0.71153813	0.32263909	0.7936786	0.87658115	0.83992127	1			
CIMB	0.15697003	0.05582689	0.19980104	0.11266246	0.18945096	0.7833262	0.84106651	0.82325448	0.82424862	0.78558418	0.81103619	0.79789415	0.73167294	0.7348083	0.69833139	0.81737893	0.78873436	0.81195221	0.82075379	0.77484643	0.77903323	0.73669697	0.75292718	0.38580688	0.76518188	0.90430665	0.76518188	0.84162163	0.84809753	1
MAHB	0.18792097	0.09022168	0.29147566	0.18849328	0.15463618	0.73487267	0.76968691	0.79170111	0.80681953	0.7403079	0.73696353	0.77151868	0.64978631	0.6522616	0.666344	0.78482863	0.74953195	0.77167326	0.78048779	0.74834781	0.73523939	0.6764064	0.66723537	0.33532854	0.71375782	0.85350132	0.83384711	0.85999536	0.84896865	1

الملحق رقم 15: مصفوفة التباين والتغاير بين 30 سهم للمحفظة الدولية المشكلة بمصر في ظل عدم التغطية

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB
GTHE	0,02036262	0,01041483	0,00641715	0,00987353	0,01071345	0,00332159	0,0023349	0,00314031	0,00127338	0,00334768	0,00361947	0,00103235	0,00306928	0,00181528	0,0032873	0,00266686	0,00458348	0,00453539	0,00305074	0,00466612	0,00490744	0,00450216	0,00251788	0,00462278	0,00360787	0,00249211	0,00341308	0,00207738	0,00293682	0,00365278
ESRS	0,01041483	0,02757242	0,01137939	0,0167315	0,01556153	0,00158591	0,00056291	-7,7445E-05	-0,0006681	-0,00059849	0,00180343	-0,00122187	0,00071743	0,00167304	0,00091174	0,00246193	0,00500406	0,00386683	0,00313248	0,00322256	0,00223482	0,0025408	-0,00061277	0,00556153	0,00043435	0,00009995	0,00200493	0,00056577	0,00121542	0,0020407
COMI	0,00641715	0,01137939	0,01093852	0,00960453	0,00942364	0,00248063	0,00203981	0,0026856	0,0013046	0,00192406	0,00199015	0,0014224	0,00252148	0,00270834	0,0024197	0,00290834	0,00508458	0,00422882	0,00334023	0,0039608	0,00387685	0,00367513	0,0015892	0,00655476	0,00306101	0,00278329	0,00369668	0,00299572	0,00273981	0,00415253
EGTS	0,00987353	0,0167315	0,00960453	0,026315	0,01326257	0,00304597	0,00202376	0,00278315	0,00065538	0,00114096	0,00296114	0,00066372	0,00171549	0,00198856	0,0026907	0,00328401	0,00534404	0,00398783	0,00235531	0,00449583	0,00429911	0,00492468	0,00144483	0,0071453	0,00351191	0,00243933	0,00247632	0,00308787	0,00239621	0,00416513
HELI	0,01071345	0,01556153	0,00942364	0,01326257	0,03028216	0,0034847	0,0013096	0,00208398	-0,00051685	0,00158414	0,00408243	0,00079873	0,00389554	0,00342145	0,00311797	0,00231301	0,00467017	0,00512841	0,00303178	0,00338707	0,00392077	0,00413624	0,00288745	0,0176172	0,00373942	0,00255061	0,00292796	0,00256391	0,00432249	0,00366552
AAPL	0,00332159	0,00158591	0,00248063	0,00304597	0,0034847	0,02558837	0,01762683	0,02362991	0,01765058	0,01878056	0,01855129	0,01857991	0,02016667	0,01868616	0,02065274	0,01936601	0,02128161	0,01921921	0,01913254	0,02062348	0,01927872	0,0175009	0,01553913	0,02286704	0,01736154	0,01488152	0,01476801	0,01748473	0,01642887	0,01601269
IBM	0,0023349	0,00056291	0,00203981	0,00202376	0,0013096	0,01762683	0,01761152	0,02040578	0,01560797	0,01672624	0,01612706	0,01609633	0,01744043	0,01679007	0,01664967	0,01748465	0,01901433	0,01714446	0,01698545	0,01873452	0,01667552	0,01562354	0,01418355	0,02076012	0,01523853	0,01318653	0,01319926	0,01491028	0,01463432	0,01391373
BA	0,00314031	-7,7445E-05	0,0026856	0,00278315	0,00208398	0,02362991	0,02040578	0,03188345	0,02152858	0,02370212	0,02168009	0,02223198	0,02370974	0,02295453	0,02303722	0,02311444	0,02697433	0,02349052	0,02326188	0,02640584	0,02296428	0,02124547	0,01882211	0,02629085	0,02200387	0,01809572	0,01808562	0,02110856	0,0192735	0,01925639
MCD	0,00127338	-0,0006681	0,0013046	0,00065538	-0,00051685	0,01765058	0,01560797	0,02152858	0,01797641	0,01754478	0,01605244	0,01692169	0,01695565	0,01671558	0,01747127	0,0172886	0,01969004	0,01747499	0,01746168	0,01893711	0,01659059	0,01559144	0,01410806	0,02011537	0,01588956	0,01377445	0,01546379	0,0144895	0,0147353	
UNH	0,00334768	-0,00059849	0,00192406	0,00114096	0,00158414	0,01878056	0,01672624	0,02370212	0,01754478	0,02262344	0,01738463	0,01706773	0,01753685	0,01713227	0,01823994	0,01838473	0,0213231	0,01922012	0,01877005	0,02064139	0,01857787	0,01800988	0,01578418	0,02001229	0,01816262	0,01418402	0,01496179	0,01685056	0,0154923	0,0151678
FAB	0,00361947	0,00180343	0,00199015	0,00296114	0,00408243	0,01855129	0,01612706	0,02168009	0,01605244	0,01738463	0,02263753	0,01830246	0,02120523	0,02054494	0,02025077	0,01740825	0,01979251	0,01802269	0,01809906	0,02071697	0,01801947	0,01690408	0,01536356	0,01962314	0,01697962	0,01493746	0,01458275	0,01608564	0,01599921	0,01510398
ETISA	0,00103235	-0,00122187	0,0014224	0,00066372	0,00079873	0,01857991	0,01609633	0,02223198	0,01692169	0,01706773	0,01830246	0,02136921	0,02171547	0,01916037	0,02031639	0,0173431	0,01959242	0,01726758	0,01758731	0,01936708	0,01748845	0,01630008	0,01475488	0,01961885	0,01697207	0,01399208	0,01429743	0,01636397	0,01529267	0,01536285
DISB	0,00306928	0,00071743	0,00252148	0,00171549	0,00389554	0,02016667	0,01744043	0,02370974	0,01695565	0,01753685	0,02120523	0,02171547	0,02954494	0,02432984	0,02129574	0,01906539	0,02165086	0,01898086	0,01893469	0,02144649	0,0205846	0,01772048	0,0167855	0,02528679	0,01855873	0,01489642	0,01547447	0,0172867	0,0164893	0,01521399
ADCB	0,00181528	0,00167304	0,00270834	0,00198856	0,00342145	0,01868616	0,01679007	0,02295453	0,01671558	0,01713227	0,02054494	0,01916037	0,02432984	0,02667325	0,02028873	0,01866808	0,02130182	0,01873116	0,01880387	0,02077319	0,01887659	0,01717259	0,01493738	0,02397566	0,01728656	0,01466318	0,01455548	0,01633718	0,0157346	0,01451078
ADNH	0,0032873	0,00091174	0,0024197	0,0026907	0,00311797	0,02065274	0,01664967	0,02303722	0,01747127	0,01823994	0,02025077	0,02031639	0,02129574	0,02028873	0,02993648	0,01808622	0,02040615	0,01785135	0,01814414	0,02061885	0,01996447	0,01782212	0,01552053	0,01899271	0,01939427	0,0149378	0,01466768	0,01689485	0,01584184	0,01570471
SAPG	0,0026686	0,00246193	0,00290834	0,00328401	0,00231301	0,01936601	0,01748465	0,02311444	0,0172886	0,01838473	0,01740825	0,0173431	0,01906539	0,01866808	0,01808622	0,02183041	0,02366049	0,02080826	0,01980304	0,02203782	0,01868688	0,01681945	0,01502673	0,02226588	0,01705938	0,01458409	0,01489424	0,01723134	0,01583427	0,01579562
ALVG	0,00458348	0,00500406	0,00508458	0,00534404	0,00467017	0,02128161	0,01901433	0,02697433	0,01969004	0,0213231	0,01979251	0,01959242	0,02165086	0,02130182	0,02040615	0,02366049	0,03022527	0,0248617	0,02336267	0,02518406	0,02145475	0,01988322	0,01760521	0,0257069	0,01958472	0,01640405	0,01707868	0,01880163	0,01797876	0,01775032
SIE	0,00453539	0,00386683	0,00422882	0,00398783	0,00512841	0,01921921	0,01714446	0,02349052	0,01747499	0,01922012	0,01802269	0,01726758	0,01898086	0,01873116	0,01785135	0,02080826	0,0248617	0,02377384	0,0208361	0,02243479	0,0197495	0,01787547	0,01557123	0,02418954	0,01764172	0,01479436	0,01571017	0,01699376	0,01641436	0,01620743
BAY	0,00305074	0,00313248	0,00334023	0,00235531	0,00303178	0,01913254	0,01698545	0,02326188	0,01746168	0,01877005	0,01809906	0,01758371	0,01893469	0,01880387	0,01814414	0,01980304	0,02336267	0,0208361	0,02210115	0,02099618	0,01891072	0,0170418	0,01531515	0,02247478	0,01710807	0,01450003	0,014501172	0,01688992	0,01599794	0,01580537
COF	0,00466612	0,00322256	0,0039608	0,00449583	0,00338707	0,02062348	0,01873452	0,02640584	0,01893711	0,02064139	0,02071697	0,01936708	0,02144649	0,02077319	0,02061885	0,02203782	0,02518406	0,02243479	0,02099618	0,03066382	0,021235	0,01887983	0,01578153	0,02199247	0,01962434	0,01668686	0,01656621	0,0188954	0,01778986	0,01785038
sabic	0,00490744	0,00223482	0,00387685	0,00429911	0,00392077	0,01927872	0,01667552	0,02296428	0,01659059	0,01857787	0,01801947	0,01748845	0,0205846	0,01887659	0,01996447	0,01866808	0,02145475	0,0197495	0,01891072	0,021235	0,02514231	0,0214166	0,01748877	0,02479063	0,02032432	0,0145798	0,01516207	0,01712436	0,0161958	0,01588043
ARB	0,00450216	0,0025408	0,00367513	0,00492468	0,00413624	0,01775009	0,01562354	0,02124547	0,01559144	0,01800988	0,01690048	0,01630008	0,01772048	0,01717259	0,01782212	0,01681945	0,01988322	0,01787547	0,0170418	0,01887983	0,0214166	0,02432648	0,01669144	0,02026103	0,01992611	0,0134166	0,01405258	0,01520728	0,01506511	0,01437071
MAK	0,00251788	-0,00061277	0,0015892	0,00144483	0,00288745	0,01553913	0,01418355	0,01882211	0,01410806	0,01578418	0,01536356	0,01475488	0,0167853	0,01493738	0,01552053	0,01502673	0,01760521	0,01557123	0,01531515	0,01578153	0,01748877	0,01669144	0,01902345	0,02255174	0,01611055	0,01225506	0,01277409	0,01351539	0,01361575	0,01253588
NAMA	0,00462278	0,00556153	0,00655476	0,0071453	0,0176172	0,02286704	0,02076012	0,02629085	0,02015357	0,02001229	0,01962314	0,01961885	0,02528679	0,02397566	0,01899271	0,02226588	0,0257069	0,02418954	0,02247478	0,02199247	0,02479063	0,02026103	0,02255174	0,14999914	0,01918448	0,01853888	0,01709702	0,01720866	0,01959107	0,01769074
STC	0,00360787	0,00143435	0,00306101	0,00351191	0,00373942	0,01736154	0,01523853	0,02200387	0,01588956	0,01816262	0,01697962	0,01697207	0,01855873	0,01728656	0,01939427</															

الملحق رقم 16: عائد أذن الخزانة السعودية

السنوات	أسبوع	4 أسابيع	13 أسبوع	26 أسبوع	52 أسبوع
2007	0,047512	0,047665	0,048074	0,048291	0,048507
2008	0,025195	0,029556	0,031884	0,033766	0,035543
2009	0,002234	0,002867	0,004619	0,005834	0,007596
2010	0,00136086	0,00191329	0,00382367	0,00467123	0,00581077
2011	0,00121625	0,00189375	0,00335694	0,00427716	0,00534736
2012	0,00117085	0,00212049	0,00385404	0,00471478	0,00589367
2013	0,00114058	0,0028082	0,0048902	0,00575348	0,00706599
2014	0,00121292	0,003199	0,00510178	0,00576847	0,00697951
2015	0,00143753	0,00309818	0,00467391	0,00535888	0,00661771
2016	0,00470654	0,00957228	0,01114893	0,01177895	0,012904
2017	0,00793233	0,00923904	0,01142998	0,01264061	0,013812
2018	0,01922966	0,01922966	0,02073423	0,02241783	0,02441723
المجموع	0,11434852	0,13316189	0,15359068	0,16527238	0,18049423
المتوسط	0,00952904	0,01109682	0,01279922	0,0137727	0,01504119
المعدل	1,24%				

الملحق رقم 17: عائد أذن الخزانة المصرية

السنوات	91 يوم	182 يوم	273 يوم	364 يوم
2007	0,076008	0,078783	/	0,082238
2008	0,092975	0,099508	0,128564	0,103769
2009	0,102709	0,096689	0,105731	0,105968
2010	0,096499	0,101324	0,104905	0,105836
2011	0,118771	0,125364	0,129338	0,132815
2012	0,136986	0,145242	0,150801	0,158818
2013	0,123687	0,128712	0,131193	0,148107
2014	0,109644	0,112746	0,114218	0,120403
2015	0,112952	0,115149	0,116017	0,126377
2016	0,140405	0,147478	0,151375	0,179174
2017	0,193917	0,195329	0,192626	0,236896
2018	0,187815	0,188529	0,186398	0,218355
المجموع	1,492368	1,534853	1,511166	1,718756
المتوسط	0,124364	0,12790442	0,13737873	0,14322967
المعدل	13,32%			

الملحق رقم 18: عائد السوق المالي السعودي

الأشهر	عائد السوق
janv-07	/
févr-07	0,17338347
mars-07	-0,06612006
avr-07	-0,03278873
mai-07	0,00319733
juin-07	-0,07044103
juil-07	0,07195454
août-07	0,09540423
sept-07	-0,04584584
oct-07	0,0852246
nov-07	0,10740902
déc-07	0,17561245
janv-08	-0,13396463
févr-08	0,06132824
mars-08	-0,11370114
avr-08	0,11939132
mai-08	-0,05332917
juin-08	-0,01857631
juil-08	-0,0653934
août-08	0,00186483
sept-08	-0,14828527
oct-08	-0,25751559
nov-08	-0,14440339
déc-08	0,01368681
janv-09	0,00123048
févr-09	-0,08823432
mars-09	0,0727913
avr-09	0,1959628
mai-09	0,04760991
juin-09	-0,05037551
juil-09	0,03246338
août-09	-0,020292
sept-09	0,11679259
oct-09	-0,00846088

nov-09	0,01392188
déc-09	-0,03682609
janv-10	0,02136477
févr-10	0,02957993
mars-10	0,05646757
avr-10	0,0098456
mai-10	-0,10883128
juin-10	-0,00437218
juil-10	0,03117451
août-10	-0,02821732
sept-10	0,04683104
oct-10	-0,00602435
nov-10	-0,00556825
déc-10	0,04783572
janv-11	-0,0396813
févr-11	-0,06549198
mars-11	0,1045538
avr-11	0,02250699
mai-11	0,00378806
juin-11	-0,02375007
juil-11	-0,02796077
août-11	-0,06458411
sept-11	0,02225511
oct-11	0,01831205
nov-11	-0,0192375
déc-11	0,05130099
janv-12	0,03245852
févr-12	0,09746093
mars-12	0,07746754
avr-12	-0,03531266
mai-12	-0,07715847
juin-12	-0,03804297
juil-12	0,02507932
août-12	0,03791986
sept-12	-0,04190777
oct-12	-0,00713322
nov-12	-0,03797651

déc-12	0,04103387
janv-13	0,03563037
févr-13	-0,00642006
mars-13	0,01820434
avr-13	0,00758799
mai-13	0,03124321
juin-13	0,01248629
juil-13	0,05583087
août-13	-0,01877295
sept-13	0,02554426
oct-13	0,00998881
nov-13	0,03490721
déc-13	0,02526281
janv-14	0,02636253
févr-14	0,03948693
mars-14	0,04031823
avr-14	0,01177047
mai-14	0,02484867
juin-14	-0,03159599
juil-14	0,07376312
août-14	0,08785254
sept-14	-0,0231576
oct-14	-0,07553071
nov-14	-0,14051233
déc-14	-0,03380797
janv-15	0,06542906
févr-15	0,04899229
mars-15	-0,05740365
avr-15	0,12024299
mai-15	-0,01482537
juin-15	-0,06211366
juil-15	0,00125235
août-15	-0,17319776
sept-15	-0,01573021
oct-15	-0,03772754
nov-15	0,01615905
déc-15	-0,04532779

janv-16	-0,13241056
févr-16	0,01599748
mars-16	0,02144112
avr-16	0,09363616
mai-16	-0,05251666
juin-16	0,00798025
juil-16	-0,03041748
août-16	-0,03533069
sept-16	-0,07503401
oct-16	0,06915463
nov-16	0,16432532
déc-16	0,03003494
janv-17	-0,01505735
févr-17	-0,01823044
mars-17	0,00419368
avr-17	0,00169103
mai-17	-0,02027955
juin-17	0,08069577
juil-17	-0,04464887
août-17	0,02318383
sept-17	0,00335738
oct-17	-0,04787032
nov-17	0,01003696
déc-17	0,03174628
janv-18	0,05864672
févr-18	-0,03023743
mars-18	0,06093573
avr-18	0,04294316
mai-18	-0,00582175
juin-18	0,018761
juil-18	-0,00232855
août-18	-0,04178265
sept-18	0,00645299
oct-18	-0,01156692
nov-18	-0,02580242
déc-18	0,01606389
متوسط العائد	0.30%

الملحق رقم 19: عائد السوق المالي المصري

الأشهر	العائد
janv-07	/
févr-07	0,07328699
mars-07	0,00374596
avr-07	0,03285502
mai-07	0,04596544
juin-07	0,00434641
juil-07	0,0564946
août-07	-0,06007581
sept-07	0,12115804
oct-07	0,08092249
nov-07	0,03522787
déc-07	0,08517664
janv-08	-0,02196073
févr-08	0,09857958
mars-08	0,00195585
avr-08	0,03778424
mai-08	-0,06186564
juin-08	-0,11124295
juil-08	-0,05862151
août-08	-0,08665156
sept-08	-0,16455295
oct-08	-0,33189643
nov-08	-0,10821945
déc-08	0,09287756
janv-09	-0,15697848
févr-09	-0,07158304
mars-09	0,16577347
avr-09	0,23781933
mai-09	0,14160121
juin-09	-0,03772416
juil-09	0,0825444
août-09	0,08939826
sept-09	0,00538397
oct-09	0,0302467

nov-09	-0,1575855
déc-09	0,05798786
janv-10	0,08816078
févr-10	-0,01829447
mars-10	0,02616946
avr-10	0,09485741
mai-10	-0,12113982
juin-10	-0,07877973
juil-10	0,04697924
août-10	0,01447158
sept-10	0,03532186
oct-10	0,00543692
nov-10	0,00517065
déc-10	0,06522313
janv-11	-0,20941062
févr-11	-0,01618525
mars-11	-0,01645152
avr-11	-0,08420453
mai-11	0,10386618
juin-11	-0,02722256
juil-11	-0,06278988
août-11	-0,07863763
sept-11	-0,10826055
oct-11	0,07590608
nov-11	-0,09688188
déc-11	-0,09894929
janv-12	0,28318081
févr-12	0,15096824
mars-12	-0,06192697
avr-12	-0,01461378
mai-12	-0,05233145
juin-12	0,00473069
juil-12	0,03269344
août-12	0,09659992
sept-12	0,09181302
oct-12	-0,02162382
nov-12	-0,15594644

déc-12	0,13618863
janv-13	0,02637476
févr-13	-0,02087402
mars-13	-0,07116183
avr-13	0,01915345
mai-13	0,04662579
juin-13	-0,12623259
juil-13	0,1204658
août-13	-0,01070107
sept-13	0,06697585
oct-13	0,09987136
nov-13	0,00036397
déc-13	0,09681749
janv-14	0,09176245
févr-14	0,09752405
mars-14	-0,03966932
avr-14	0,05779734
mai-14	-0,00159881
juin-14	-0,00979505
juil-14	0,08136042
août-14	0,07030708
sept-14	0,03859178
oct-14	-0,07091445
nov-14	0,02109015
déc-14	-0,04096529
janv-15	0,10267314
févr-15	-0,05172049
mars-15	-0,02134452
avr-15	-0,05062957
mai-15	0,01271406
juin-15	-0,04679962
juil-15	-0,02150145
août-15	-0,11464281
sept-15	0,01109283
oct-15	0,02386648
nov-15	-0,15333736
déc-15	0,10215444

janv-16	-0,14463154
févr-16	0,02573289
mars-16	0,22418671
avr-16	-0,89724505
mai-16	8,67842686
juin-16	-0,0723083
juil-16	0,14989226
août-16	0,02190739
sept-16	-0,03394565
oct-16	0,06406712
nov-16	0,36575352
déc-16	0,07785039
janv-17	0,0265373
févr-17	-0,05798545
mars-17	0,08855413
avr-17	-0,04318651
mai-17	0,07286948
juin-17	0,0044364
juil-17	0,00153521
août-17	-0,00026901
sept-17	0,03523763
oct-17	0,03267953
nov-17	0,01672247
déc-17	0,02996252
janv-18	0,00154669
févr-18	0,02860719
mars-18	0,12780325
avr-18	0,04844772
mai-18	-0,10281396
juin-18	-0,00401961
juil-18	-0,04699866
août-18	0,02754909
sept-18	-0,08700758
oct-18	-0,09346853
nov-18	0,00522328
déc-18	-0,02130185
متوسط العائد	6,34%

الملحق رقم 20: تباين السوق ومعامل بيتا* لأصول المحفظة الدولية المشكّلة في السعودية في ظل التغطية ضد خطر الصرف

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
التباين المشترك	0,00524	0,00501	0,00314	0,00407	0,00344	0,00180	0,00058	0,00256	0,00204	0,00166	0,00175	0,00128	0,00187	0,00037	0,00165	0,00079	0,00189	0,00189	0,00129	0,00096	0,00068	0,00105	0,00078	0,00147	0,00096	0,00347	0,00410	0,00287	0,00349	0,00420
تباين السوق	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447
معامل بيتا	1,17038	1,12077	0,70086	0,91008	0,76935	0,40165	0,13033	0,57114	0,45625	0,37089	0,39057	0,28517	0,41869	0,08275	0,36943	0,17619	0,42188	0,42297	0,28736	0,21525	0,15139	0,23404	0,17528	0,32803	0,21352	0,77619	0,91596	0,64140	0,78008	0,93809

الملحق رقم 21: تباين السوق ومعامل بيتا لأصول المحفظة الدولية المشكّلة في السعودية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف

	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI
التباين المشترك	0,00524	0,00501	0,00314	0,00407	0,00344	0,00180	0,00059	0,00256	0,00205	0,00167	0,00175	0,00128	0,00187	0,00037	0,00165	0,00091	0,00198	0,00200	0,00144	0,00109	0,00105	0,00142	0,00115	0,00183	0,00131	0,00273	0,00310	0,00208	0,00262	0,00332
تباين السوق	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447	0,00447
معامل بيتا	1,17038	1,12077	0,70086	0,91008	0,76935	0,40283	0,13162	0,57249	0,45744	0,37217	0,39057	0,28517	0,41869	0,08275	0,36943	0,20362	0,44232	0,44804	0,32183	0,24431	0,23457	0,31725	0,25812	0,40982	0,29291	0,60994	0,69252	0,46478	0,58640	0,74154

الملحق رقم 22: تباين السوق ومعامل بيتا لأصول المحفظة الدولية المشكّلة في مصر في ظل التغطية ضد خطر الصرف

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB
التباين المشترك	0,00975	0,00399	0,00248	0,00443	0,00381	0,00612	0,00509	0,00284	0,00197	0,00161	0,00581	0,00336	0,00023	0,00434	0,00482	0,00544	0,00208	0,00625	0,00752	0,00350	0,00017	0,00011	0,00142	0,00374	0,00152	0,00202	0,00020	0,00050	0,00266	0,00075
تباين السوق	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695
معامل بيتا	0,01815	0,00743	0,00462	0,00825	0,00710	0,01140	0,00947	0,00529	0,00367	0,00300	0,01083	0,00626	0,00043	0,00808	0,00898	0,01013	0,00388	0,01164	0,01401	0,00651	0,00032	0,00020	0,00265	0,00696	0,00283	0,00375	0,00037	0,00093	0,00495	0,00143

الملحق رقم 23: تباين السوق ومعامل بيتا لأصول المحفظة الدولية المشكّلة في مصر في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف

	GTHE	ESRS	COMI	EGTS	HELI	AAPL	IBM	BA	MCD	UNH	FAB	ETISA	DISB	ADCB	ADNH	SAPG	ALVG	SIE	BAY	COF	Sabic	ARB	MAK	NAMA	STC	PUBM	TENA	GENM	CIMB	MAHB
التباين المشترك	0,00975	0,00399	0,00248	0,00443	0,00381	0,00553	0,00458	0,00346	0,00252	0,00110	0,00611	0,00371	0,00059	0,00467	0,00451	0,00423	0,00092	0,00503	0,00833	0,00232	0,00008	0,00033	0,00166	0,00406	0,00126	0,00048	0,00259	0,00195	0,00494	0,00313
تباين السوق	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695	0,53695
معامل بيتا	0,01815	0,00743	0,00462	0,00825	0,00710	0,01029	0,00852	0,00645	0,00469	0,00205	0,01138	0,00690	0,00109	0,00870	0,00840	0,00787	0,00171	0,00937	0,01552	0,00433	0,00015	0,00062	0,00309	0,00756	0,00234	0,00090	0,00483	0,00363	0,00920	0,00582

* $b = \frac{COV_{r_m, r_i}}{v_{r_m}}$

الملحق رقم 24: معاملات بيتا* للمحافظ المحلية والدولية المشككة في كل من سوق السعودية ومصر

معاملات بيتا في مصر	معاملات بيتا في السعودية	معاملات بيتا المحافظ
0.011	1.16	محفظة محلية مكونة من أصلين
0.0098	0.85	محفظة محلية مكونة من ثلاثة أصول
0.0096	0.97	محفظة محلية مكونة من أربعة أصول
0.0092	0.91	محفظة محلية مكونة من خمسة أصول
0.009	0.38	محفظة دولية في ظل التغطية ضد خطر الصرف
0.0027	0.44	محفظة دولية في ظل عدم التغطية ضد خطر الصرف

* $B = \sum W_i b_i$