الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم المالية والمحاسبة

رقم: .....

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

تخصص: مالية وبنوك

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

تحت عنوان

العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

من إعداد:

- حجاب ياسمين

تحت إشراف:

- د/ قمان مصطفى

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
بوتيارة عنتر		جامعة محمد بوضياف	رئيسا
قمان مصطفى		جامعة محمد بوضياف	مشرفا ومقررا
بيصار عبد الحكيم		جامعة محمد بوضياف	مناقشا

السنة الجامعية: 2021/2020

كلمة شكر

أوّل شكر وأكبر حمد للمولى عزوجل الذي أعانني على إنجاز هذا العمل.

ثم أشكر أولئك الأخيار الذين مدو لي يد المساعدة خلال هذه الفترة، وفي مقدمتهم أستاذي المشرف على الدراسة، **الدكتور قمان مصطفى**، أقدم لك جزيل شكري واحترامي لجهودك العظيمة، ولمساعدتك لي بإرشاداتك ونصائحك القيمة، وبتكريسك لوقتك وجهودك رغم متاعب مهنتك السامية، شكرا لك أستاذي الفاضل لأنك لم تبخل بأي معلومة، كما أحي فيك روح التواضع والمعاملة الجيدة.

كما أتقدم بجزيل شكري للأستاذ **الدكتور غربي حمزة**، و**الدكتور بدروني عيسى** لمساعدتهما لي في إنجاز هذا العمل، لكما مني فائق الاحترام والتقدير.

إهداء

أمي، هاهو حلمك يعلن مراسيم اكتماله،

ها قد وصلت إلى أمنيتك غلاتي، بدعائك، بتعبك،

بصبرك، بإلحاحك، بتشجيعك لي عند فشلي،

بتلك الابتسامة التي تعطيني بها جرعة الأمل،

بتلك العيون البراقة المنتظرة شوقا لهاته اللحظات،

أتمنى أن أكون قد أسعدت قلبك سيدتي،

أبي، بشيبك أنا هنا،

أدامكما الله سندا وفخرا لي،

إلى قوتي، أماني ومأمني إخوتي،

إلى زهرات حياتي أخواتي،

إلى براعمي الصغار، إلى ملاكي وصال.

ياسمين

الملخص

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، من خلال استعمال معطيات شهرية صادرة عن بورصة الجزائر تخص عينة الدراسة، التي كانت قد تكونت من أربع شركات تابعة لأربع قطاعات كلاً حسب مجالها، وكذلك بالاعتماد على مؤشر السوق L'index في الفترة الممتدة مابين ماي 2018 إلى ماي 2021.

ولغرض تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة، تم الاعتماد على نموذج تسعير الأصول المالية CAPM لتقدير هذه العلاقة، ومن خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: العائد، المخاطرة، بورصة الجزائر، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

Abstract

This study aims attesting the relationship between the return and the risk, In the companies listed on The Algerian Stock Exchange, through the use of monthly data issued by the Algiers Stock Exchange for the study sample, which consisted of four companies affiliated to four sectors, each according to its field, as well as based on the market index L'index. From May 2018 to May 2021.

For the purpose of achieving the desired objectives of the study, the capital asset pricing model (CAPM) was relied upon to estimate this relationship, and the study concluded that there is a statistically significant relationship between return and risk in companies listed on the Algiers Stock Exchange.

Key Words: The Return, The Risk, Thee Algerian Stock Exchange, The Capital Asset Pricing CAPM.

قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر وتقدير	I
الإهداء	II
الملخص	III
قائمة الجداول	VI
قائمة الأشكال	V
جدول المختصرات	IV
مقدمة	أ-ج
الفصل الأوّل: الإطار النظري للعائد والمخاطرة	
المبحث الأوّل: الأدبيات النظرية حول العائد والمخاطرة	3
المطلب الأوّل: مفهوم العائد	3
المطلب الثاني: مفهوم المخاطرة	5
المطلب الثالث: أدوات قياس المخاطر	10
المبحث الثاني: النماذج المُمَثلة للعلاقة بين العائد والمخاطرة	12
المطلب الأوّل: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM	12
المطلب الثاني: نموذج التسعير بالمراجحة APT	20
المطلب الثالث: نموذج Fama&French ونظرية المالية السلوكية	23
المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية	27
المطلب الأوّل: الدراسات السابقة	27
المطلب الثاني: تعقيب عام حول الدراسات السابقة	30
الفصل الثاني: الدراسة الميدانية لبورصة الجزائر	
المبحث الأوّل: نبذة عن بورصة الجزائر	35
المطلب الأوّل: نشأة بورصة الجزائر	35
المطلب الثاني: هيئات وأسواق بورصة الجزائر	37
المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر وآفاق تطويرها	44
المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة	47
المطلب الأوّل: عينة وحدود الدراسة	47
المطلب الثاني: عرض معطيات الدراسة	49

خاتمة	58
قائمة المراجع والمصادر	61

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	الفرق بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية	09
02	جدول تلخيصي لوسطاء عملية البورصة	40
03	الشركات المدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية	41
04	شروط القبول في البورصة	43
05	تقديم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	48
06	نتائج العائد السوقي لبورصة الجزائر والعائد السوقي للأسهم المتداولة في البورصة	51
07	تحليل أنوفا (ANOVA) لمعطيات العينة	52
08	معاملات النموذج	53
09	مؤشرات المخاطر النظامية والكلية	54
10	المخاطر النظامية واللانظامية	56

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	أنواع مخاطر المحفظة المالية	09
02	خط سوق رأس المال	17
03	خط سوق الأوراق المالية	17
04	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	42
05	تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة صيدال	49
06	تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة بيوفارم	49
07	تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة م.ت.ف الأوراسي	50
08	تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أليانس للتأمينات	50

جدول المختصرات والمصطلحات

بالعربية	بالانجليزية/ الفرنسية	اختصارها
العائد	Return	/
العائد الفعلي	Actual Return	/
العائد المتوقع	Expected Return	/
العائد المطلوب	Required Return	/
المخاطرة	Risk	/
المخاطرة النظامية	Systamic Risk	/
المخاطر اللانظامية	Unsystamic Risk	/
المخاطر الكلية	Total Risk	/
معامل بيتا	Beta coefficient	β
نموذج تسعير الأصول المالية	The Capital Asset Pricing Model	CAPM
نموذج التسعير بالمراجحة	Arbitrage Pricing Theory	APT
خط سوق الأوراق المالية	Security Market Line	SML
خط سوق رأس المال	Capital Market Line	CML
عامل الربحية	Robust minus weak	RMW
عامل الاستثمار		CMA
عامل الحجم	Small minus big	SMB
عامل القيمة	High minus low	HML
بورصة الجزائر	The Algerian Stock Exchange	/
شركة القيم المنقولة	Société des valeurs mobiliers	SVM
بورصة القيم المنقولة	Bourse des valeurs mobiliers	BVM
شركة تسيير القيم المنقولة	La société de gestion de la bourse de valeurs	SGBV
لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse	COSOB

مقدمة

مقدمة

تعتبر الأسواق المالية أحد أهم الأدوات الاقتصادية والاستثمارية بعد الثورة الصناعية، ونتيجة للتطورات الأخيرة التي شهدتها الأسواق المالية، لجأت بعض الدول إلى تنشيط أسواقها المالية، والبعض الآخر إلى إنشاء وتفعيل السوق المالي لديها بسن بعض القوانين وإقامة إجراءات وقواعد تنظم العمل داخل هذه السوق. وكانت الجزائر من بين الدول العربية التي أنشأت سوق المال الخاص بها ألا وهو بورصة الجزائر.

ومع تزايد الاهتمام بالعائد والمخاطرة في الأسواق المالية من طرف متخذي القرار، برزت العديد من النظريات التي درست العلاقة بين العائد والمخاطرة، وفق أساليب علمية منها نظرية ماركوفيتز، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، الذي يعتبر أنَ عائد الأصل مرتبط بمخاطرته النظامية المحددة بمعامل بيتا β، الذي يعتبر من أهم عناصر هذا النموذج الذي يعطي مقارنة بين عوائد الأصل المالي وعائد السوق، ويحدد نوع العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية.

ولعل من أهم العناصر التي تم التركيز عليها في تأكيد وجود مثل هذه العلاقات ونوعها، هي تأثير القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر بمؤشر البورصة ككل.

إشكالية الدراسة

انطلاقا من أهمية العلاقة بين العائد والمخاطرة، وأثرها على الاستثمار في الأوراق المالية، يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

هل توجد علاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر؟

ويتفرع عن هذا السؤال الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية، منها:

1. ما مدى قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر؟
2. هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد الأسهم المدرجة ومخاطرتها في بورصة الجزائر؟
3. بماذا تمتاز طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر؟

الفرضيات

وللإجابة على هذه الأسئلة، وضعت جملة من الفرضيات التي تعتبر كإجابة مبدئية على مختلف الأسئلة المطروحة:

1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ليس قادرا على تحديد وتفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
2. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة.
3. تمتاز طبيعة العلاقة بأنها علاقة طردية إيجابية.

أهمية الدراسة

1. تستمد هذه الدراسة أهميتها من الأهمية البالغة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، لما له من قدرة على تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة والتي هي محور الدراسة.
2. يعد من المواضيع الحديثة المتزايد الاهتمام بها من طرف الباحثين.
3. تسليط الضوء على البيئة المالية في بورصة الجزائر.
4. موضوع حديث تطبيقيا على بورصة الجزائر.

أهداف الدراسة

1. يعتبر الهدف الرئيسي من الدراسة التأكد من مدى واقعية وقدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر.
2. اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر، والتوصل إلى طبيعة هذه العلاقة.
3. تقديم تفسير وتحليل يساعد في فهم سلوك أسعار الأسهم المدرجة في السوق المالي الجزائري، بالشكل الذي يمكن المستثمرين من رسم سياستهم الاستثمارية في اختيار الأسهم المراد الاستثمار فيها.

منهج الدراسة

تم الاعتماد على المنهج الوصفي ، الذي يجمع بين الدراسات الأدبية والدراسات التطبيقية، حيث طبق المنهج الوصفي على الفصل الأول من الدراسة الخاص بالإطار النظري للعائد والمخاطرة، بينما طبق المنهج التحليلي على الفصل الثاني الخاص بالدراسة التطبيقية.

هيكل الدراسة

بغرض الإجابة على إشكالية الدراسة، ولتحقيق أهدافها والتأكد من صحة أو خطأ الفرضيات السابقة، قسمت هذه الدراسة إلى فصلين، أحدهما نظري وذلك للإحاطة بجوانب الموضوع، أما الجزء التطبيقي فخصص للدراسة التطبيقية، وذلك لاختبار الفرضيات والتوصل إلى نتائج الدراسة.

الفصل الأول: الإطار النظري للعائد والمخاطرة، قسم بدوره إلى ثلاث مباحث، حيث عالج المبحث الأوَل الأدبيات النظرية حول العائد والمخاطرة، في حين ناقش المبحث الثاني النماذج الممثلة للعلاقة بين العائد والمخاطرة، بينما سُلَط الضوء في المبحث الثالث على الدراسات السابقة.

الفصل الثاني: خصص للدراسة الميدانية لبورصة الجزائر، قسم لمبحثين، عُنون المبحث الأوَل بنبذة عامة عن بورصة الجزائر، أما المبحث الثاني ناقش نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة.

الفصل الأول:

الإطار النظري

للعائد والمخاطرة

تمهيد

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار. ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره هذا هو المبدأ العام، إلا أن الاستثمار في الأوراق المالية يقوم على الرغبة في الحصول على أعلى عائد عند أقل مستوى من المخاطرة، وللتقليل من هذه المخاطر يجب على المستثمر بناء محفظة مالية مناسبة وذلك حسب النظرية الحديثة لإدارة المحافظ المالية من خلال تنويع الأصول المالية بهدف تجنب المخاطر غير النظامية والتقليل من المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بواسطة التنويع ولهذا تم اختيار نماذج لتقييم الأصول المالية لتقدير المخاطر النظامية، وهذا ما يبحث فيه هذا الفصل.

يناقش هذا الفصل مفهوم العائد والمخاطرة، أنواعهما وأدوات القياس، ثم نماذج تقييم الأصول المالية. ثم يليها الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة وأهم النتائج المتحصل عليها ومن ثم مقارنتها مع هذه الدراسة من خلال أوجه التشابه والاختلاف، وعليه كان تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

- **الأدبيات النظرية حول العائد والمخاطرة.**
- **النماذج الممثلة للعلاقة بين العائد والمخاطرة.**
- **الدراسات سابقة.**

المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول العائد والمخاطرة.

يمثل العائد الهدف الرئيسي من عملية الاستثمار بالنسبة للمستثمرين. وبما أن المخاطرة تعتبر مصطلحا مرادفا للعائد فإن كل الاستثمارات التي تحقق العوائد لا تخلو من وجود المخاطر والتي تختلف باختلاف نوعية الاستثمار.

في هذا المبحث سيتم التعرض لمفهوم العائد وقياسه في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني يتم توضيح مفهوم المخاطرة، على أن يخصص المطلب الثالث لأدوات قياس المخاطرة.

المطلب الأول: مفهوم العائد

يعالج هذا المطلب الإطار النظري للعائد، من خلال:

أولا: تعريف العائد

توجد عدّة تعاريف للعائد، يذكر منها:

- المقصود بالعائد في العادة صافي الربح بعد الضرائب بالمفهوم المحاسبي أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب وقبل الاستهلاك بمفهوم التدفقات النقدية منسوبة إلى الأموال التي ولدته.[1]
- هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار.[2]

العائد=الربح النقدي+الربح الرأسمالي

$$= \frac{\text{التوزيعات} + \text{قيمة الأصل في نهاية المدة} - \text{قيمة الأصل في بداية المدة}}{\text{قيمة الأصل في بداية المدة}}$$

- العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله.[3]
- عبارة عن الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر.[4]

[1] زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي)، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، الأردن، 2008،ص22.
[2] أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، 2019، ص163.
[3] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى الأردن، 2008، ص48.
[4] غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، ص73.

– العائد هو مقياس نسبي لأرباح أو خسائر الاستثمار بالنسبة للمبلغ المستثمر.[1]

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف العائد:" الزيادة التي تطرأ على الثروة مقابل استثمارها خلال فترة زمنية معينة".

ثانيا: أنواع العائد

تأخذ عوائد الموجودات المالية ثلاثة أشكال مهمة هي:[2]

– **توزيعات الأرباح Dividends:** إذا كانت هذه الموجودات تمثل حقوقا في أموال الملكية مثل الأسهم.
– **الفوائد Interest** : إذا كانت الموجودات المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات.
– **الأرباح الرأسمالية Capital gain** : وتنتج عن إعادة بيع الموجودات المالية.

كما أن للعائد ثلاث أنواع وهي:

العائد الفعلي Actual Return : وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعلا من اقتنائه و/أو بيعه لأداة الاستثمار وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجا بينهما[3]، وتعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالسهم أما العوائد الرأسمالية فهي التي تنتج عن بيع الأصل المستثمر.[4] ويطلق عليه بالعائد التاريخي، ويمكن حسابه كالتالي:[5]

$$R = \frac{p_v - p_a + D}{p_v}$$

حيث:

R: معدل العائد لفترة الاحتفاظ Pv: سعر بيع السهم في نهاية الفترة Pa: سعر شراء السهم في بداية الفترة

[1] Iwedi Marshal and all, Sectorial analysis of Risk_Return characterristic of quoted stocks in the Nigerrrian stock exchange, Account and Financial Management Journal,1,25-55,2016,p26.
[2] محفوظ بصيري، فريدة سلماني، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، المجلد 12،العدد 2،ص62.
[3] زياد رمضان، مرجع سابق،ص294.
[4] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص49
[5] FARBER A, and All, FINANCE, Pearson Education, Fance,2004,p56.

العائد المتوقع Expected Return: هو الاحتمال غير الاكيد لحدوث هذا العائد إذ يستحيل التأكد من وقوع ذلك العائد، فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية وعليه لايستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي سيدره الاستثمار في ورقة معينة وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة[1]. ويمكن حسابه وفق الصيغة الرياضية التالية:[2]

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

العائد المطلوب Required Return: هو العائد الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضا عن المخاطر المحتملة، وهو يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود والتضخم ومخاطر الإستثمار، ويتم حسابه كالتالي:[3]

العائد المطلوب= معدل العائد الخالي من الخطر+ معدل التضخم +علاوة الخطر

المطلب الثاني: مفهوم المخاطرة

قبل التطرق إلى تعريف المخاطرة، وجب ذكر أنّ هناك مصطلحات تستعمل كمرادفات، هي الخطر Perile وهو كل حدث مستقبلي يؤدي إلى حصول خسارة، والمجازفة Hazard وهي الحالة التي يزيد فيها احتمال تحقيق خسارة، في حين المخاطرة Risk احتمال وقوع أمر غير مؤكد.

أولا: تعريف المخاطرة

- تعرف المخاطرة على أنها ظرف أو وضع في العالم الواقعي يوجد فيه تعرض لوضع معاكس وبشكل أكثر تحديدا يقصد بالمخاطرة حالة تكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن نتيجة مرغوبة، المتوقعة أو المأمولة.[4]

[1] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،2005، ص 32.
[2] نعمان محصول،نورالدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي،المجلد 15،العدد02، جوان 2018،ص54.
[3] بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية-تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة-الجزائر،2019،ص 107.
[4] طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الاسكندرية،2007،ص16.

- درجة عدم انتظام العوائد من حيث الارتفاع والهبوط والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار.[1]
- تعرف على أنها الانحراف المعياري النسبي لعائدات الاستثمار المتوقعة وتزداد درجة المخاطرة كلما زادت درجة التقلب في الإيرادات المتوقعة والعكس صحيح.[2]
- هي حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار أي هي عدم تنظيم العائد، فتذبذب العوائد في قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو ذلك الذي يشكل عنصر المخاطرة.[3]

بمراجعة التعاريف السابقة، يمكن استخلاص مايلي:

- المخاطرة تكون مرتبطة بأحداث مستقبلية.
- المخاطرة تكون متلازمة مع عدم التأكد.
- المخاطرة مرتبطة باحتمال وقوع نتيجة عكسية لما هو متوقع بمعنى أنها تؤدي لحدوث وضع غير مرغوب فيه.[4]

ومنه يمكن تعريف المخاطرة على أنها:" هي حالة عدم التأكد من تحقق العوائد من الاستثمار مستقبلا، أي بمعنى حدوث وضع غير مرغوب فيه".

ثانيا: أنواع المخاطر

أما بالنسبة لتصنيف المخاطر، فقد وجد من المناسب أن يؤخذ بالتصنيف الذي ينسجم مع المحفظة، وبموجبه فإن المخاطرة تصنف إلى ثلاثة أصناف هي: المخاطر النظامية Systamic Risk، المخاطر اللانظامية Unsystamic Risk، والمخاطر الكلية Total Risk. فالتصنيف الحديث للمخاطر الذي يأخذ به كل من الماليين والمستثمرين يتم في إطار نظرية المحفظة وقد استمد هذا التصنيف من نموذج تسعير الموجودات المالية CAPM.

المخاطر النظامية Systamic Risk: هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار تؤثر على السوق ككل ولذلك تسمى أحيانا بمخاطر السوق.[1] قد تكون هذه المخاطر بسبب الظروف

[1] غازي فلاح المؤمني، مرجع سابق،ص79.
[2] محمودي مليك، محاضرات في مقياس تقييم المشاريع الاستثمارية، جامعة محمد بوضياف- المسيلة-، ص3.
[3] محمد أحمد فرحات، مرجع سابق، ص163
[4] سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق العربية_دراسة قياسية_،مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس- سطيف 2018،ص3.

الاقتصادية أو بسبب الظروف السياسية أو بسبب ظروف أخرى.[2] وهي مخاطر غير قابلة للسيطرة أو غير قابلة للتنويع، أي لايمكن تجنبها لأنها تصيب كافة الاستثمارات.

وتتأثر المخاطر المنتظمة بالكثير من العوامل، نذكر منها:

1. **مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk:** يقصد بها قابلية التباين في العائد الناتج عند حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة تؤثلا هذه التغيرات على كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى وتميل للتأثير على كل الأوراق المالية بنفس الطريقة، ويعني ذلك أن أسعار الأوراق المالية تتحرك في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة. وتؤثر مخاطر أسعار الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية.[3]
2. **مخاطر التضخم Inflation Rate Risk:** هو عبارة عن هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الاستثمار نتيجة الارتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل، وبالتالي فإن التضخم هو التغير في القدرة الشرائية للعملة.[4]
3. **مخاطر السوق Market Risk:** تنشأ مخاطر السوق نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال، لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة، أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة.[5]

المخاطر غير النظامية Unsystematic Risk : وهي المخاطر الخاصة التي تواجه شركة معينة نتيجة لخصائص وظروف تلك الشركة. ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على إستراتيجية التنويع ولذلك تسمى أيضا بالمخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع.[6] وتتمثل مصادر هذا النوع من المخاطر في:

1. **مخاطر الإدارة:** هي تلك المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات محددة، مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء إدارية تنجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها، وتحدث هذه الأخطاء هبوطا في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي وانتعاش السوق المالية.[7]

---

[1] محمد قاسم خصاوية، أساسيات الإدارة المالية،دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،2011،ص106.
[2] غازي فلاح المومني، مرجع سابق،ص 80
[3] طارق عبد العال حماد، مرجع سابق،ص368.
[4] قاسم نايف علوان ،مرجع سابق، ص64.
[5] منير ابراهيم هندى، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية،1999، ص259.
[6] فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى،فلسطين،2008،ص128.
[7] سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة،مجلة العلوم الانسانية،العدد31،جوان2009،ص125.

2. **مخاطر الصناعة:** وهي تنشأ من ظروف خاصة تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة، وظهور منافسين جدد، أو عدم قدرة الشركة على منافسة الشركات الأخرى، وكذلك صعوبة توفير المواد الخام، وهو ما يترك أثره على التدفقات النقدية للشركة.[1]
3. **مخاطر الرفع التشغيلي والرفع المالي:** يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المؤسسة، أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية أو الإجمالية. وينتج عن الرفع التشغيلي المرتفع زيادة في قابلية تباين عوائد حملة الأسهم وهذا الوضع الذي يسمى مخاطرة الرفع التشغيلي ينشأ لأن التكاليف المرتفعة للاحتفاظ بالأصول الثابتة تستمر دون نقصان سواء هبط مستوى مخرجات المنشأة أم لا، وبذلك فإن الرفع التشغيلي يزيد من نقطة تعادل المنشأة مثلما يفعل الرفع المالي، ونتيجة لذلك فإن جانبا من قابلية تباين العوائد على الأسهم يكون نتيجة لتقلبات الأرباح الناتجة على الرفع التشغيلي.[2]

أما الرفع المالي لأي شركة فيزيد مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون وإجمالي الأصول، ومع افتراض تثبيت كافة الأمور والأشياء الأخرى فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية. وهو مايطلق عليه مخاطر الرفع المالي.[3]

المخاطر الكلية Total Risk: وهي حاصل جمع المخاطرتين السابقتين، ويعبر عنها بالمعادلة التالية:[4]

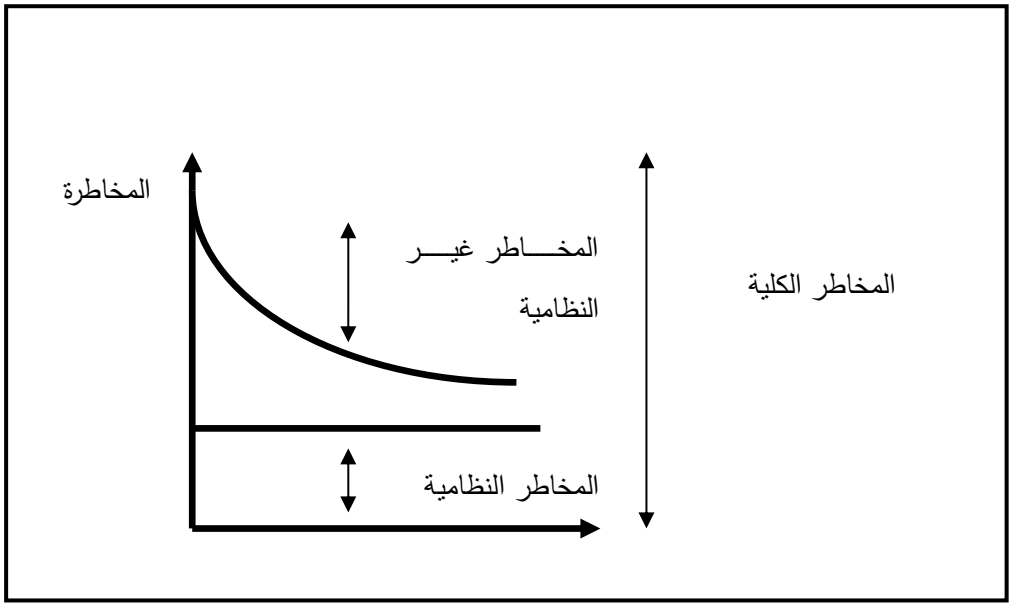
المخاطر الكلية = المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية

Total Risk = Systematic Risk +Unsystematic Risk

[1] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص65.
[2] سليمة حشايشي،مرجع سابق، ص ص 13-14.
[3] طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع،2003،ص 273.
[4] محمد علي العامري، الإدارة المالية،دار المناهج للنشر والتوزيع،2015، ص368.

والشكل التالي يعرض أنواع المخاطر التي تتعرض لها المحفظة.

الشكل رقم(01): أنواع مخاطر المحفظة المالية



المصدر: محمد علي العامري، مرجع سابق، ص 369.

الفرق بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

الجدول رقم(01): الفرق بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية

المخاطر الكلية	
المخاطر اللانظامية	المخاطر النظامية
1. تنشأ عن العوامل التي تنفرد بها منشأة معينة. 2. تؤثر في المنشأة ذاتها. 3. يمكن تفاديها بالتنويع. 4. جزء منها تشغيلي والآخر مالي. 5. تقاس بمعامل التباين CV	1. تنشأ عن عوامل مشتركة. 2. تؤثر في جميع منشآت الأعمال. 3. لايمكن تفاديها ولكن يمكن تعديلها. 4. جزء منها تشغيلي والآخر مالي. 5. تقاس بمعامل بيتا β.

المصدر: محمد علي العامري، مرجع سابق، ص 368.

المطلب الثالث: أدوات قياس المخاطرة

تتعدد مقاييس المخاطرة بتعدد هذه الأخيرة، وهذا المطلب يوضح أهم المقاييس المعتمدة في قياس المخاطر:

- **التباين Variance** : اتفق علماء الإحصاء على أن التباين هو أفضل المقاييس للمخاطر، وهو المتوسط المرجح لمربع الإنحراف عن الوسط. ويقاس وفقا للمعادلة التالية:[1]

$$V(R_i) = \sum_{i=1}^{n} P_i[R_i - E(R_i]^2$$

حيث كلما كان الفرق بين العوائد الفعلية ووسطها الحسابي كبيرا كلما دل ذلك على تعرض الاستثمار لمخاطر أكبر والعكس صحيح.

- **الإنحراف المعياري Standard Deviation** : يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداما كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حو القيمة المتوقعة له. ويتم حساب الانحراف المعياري بالمعادلة التالية:[2]

$$\delta(Ri) = \sqrt[2]{V(R_i)} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} P_i[R_i - E(R_i)]^2}$$

- **معامل الاختلاف Cofficient of Variation** : هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت. حيث يربط بين الخطر (مقاسا بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاسا بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلا عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر. إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد . ويعبر عنه:[3]

$$CV = \frac{\sigma(R_i)}{E(R_i)}$$

[1] خالد وهيب الراوي، الأسوا المالية والنقدية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2000، ص 72.
[2] قوتال ابتسام، محاضرات في مقياس المخاطر المالية، ص16.
[3] محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية، مذكرة دكتوراه، جامعة القاهرة،ص14.

فالمشروع ذو معامل اختلاف أقل يعد أقل خطورة.

- **المدى Range:** يمثل الفرق بين أعلى قيمة وأصغر قيمة للعوائد، ويعتبر أحد مقاييس التشتت (المخاطرة)، وكلما زادت قيمة المدى كلما كان ذلك مؤشرا على حدة تقلبات العائد، وبالتالي ارتفاع مستوى المخاطرة المصاحبة للعائد.[1]

ويحسب المدى E_r كما يلي:

$$\mathbf{E_R = Max_{RT} - Min_{RT}}$$

- **التغاير(التباين المشترك)Covariance** : يقيس الدرجة التي يتحرك بها متغيرين معا نسبة إلى متوسط قيم هذين المتغيرين عبر الزمن، يعبر عنه رياضيا بالصيغة التالية:[2]

$$\boldsymbol{COV(R_i, R_m) = E(R_i, R_m) - E(R_i)E(R_m)}$$

- **معامل بيتا Beta Cofficient** : يعد معامل بيتا من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغير في عائد محفظة الأوراق المالية. ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة الآتية:[3]

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

ويفسر معامل بيتا بالمقارنة مع قيمة الواحد كالآتي:

$\beta=1$ مخاطر السهم مساوية لمخاطر السوق.

$\beta<1$ مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.

$\beta>1$ مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق.

$\beta=0$ مخاطر السهم غير مرتبطة بمخاطر السوق.

$\beta=-1$ مخاطر السهم مساوية لمخاطر السوق ولكن باتجاه عكسي لتحرك العوائد

[1] غربي حمزة، محاضرات في إدارة المحفظة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2021، ص 51.

[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري،حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى،2013،ص208.

[3] عبد اللطيف مصيطفى،عبد الله عنيشل،العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء،مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية،العدد2017،3،ص41.

المبحث الثاني: النماذج المُمَثلة للعلاقة بين العائد والمخاطرة

ظهرت مجموعة من النماذج التي قدمت تفسيرات مقبولة لاختيار القرارات المالية على أساس الموازنة في العلاقة بين العائد والمخاطرة. وهذا ما سيناقشه هذا المبحث.

المطلب الأوّل: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية The Capital Asset Pricing Model

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من أهم النماذج المالية التي حظيت بالكثير من الدراسات الميدانية على يد الكثير من المفكرين الماليين باعتباره نقطة تحول مهمة في بناء النظرية المالية الحديثة.

1. نشأة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

ظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد الإسهامات الكبيرة لنظرية المحفظة، وقد كان ماركويتز 1952 **Markowitz** أول من ناقش مفهوم المخاطر وارتباطها بتقلبات العائد، واقترح نتيجة لهذه العلاقة وسيلة لقياس المخاطر تمثلت بالانحراف المعياري. وبعدها نادى في عام 1959 بضرورة ربط المخاطر بالعائد بحيث يتم اختيار الاستثمارات ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي عوائدها.[1] ثم طورت الفكرة من طرف **شارب 1963** في دراسة لتقييم الاستثمار في الموجودات المالية، و **لينتر 1965** و **موسين 1966** و **حمادة 1972** ليصبحو بذلك أول من يقدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.[2]

2. تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة ولقد جمع هذا النموذج بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب في آن واحد، وبذلك أصبح تقييم الاستثمارات أكثر موضوعية باعتمادها على الأساس الكمي للمخاطر بدلا من التقديرات الشخصية للمستثمرين حيث يقوم النموذج على أساس أن هناك علاقة بين عائد الأصل الاستثماري وعائد السوق، ويستند مفهوم نموذج CAPM على الافتراض القائل بأن العائد المطلوب على أي أصل استثماري يساوي العائد الخالي من المخاطر زائدا علاوة المخاطر،

[1] قاسم نايف علوان، ابراهيم الزعلوك،أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM دراسة تطبيقية، جامعة التحدي،سرت-ليبيا،ص7.

[2] بدروني عيسى،شريط حسين الأمين،دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أ رويبة كنموذج"،جامعة محمد بوضياف المسيلة،ص55.

أي كمية المخاطرة الموجودة في اي استثمار يجب ان تنعكس على العائد المطلوب، فإذا زادت المخاطر يجب وتبعا لذلك أن يكون معدل العائد مرتفعا والعكس صحيح.[1]

فهذا النموذج يقدم للمحلل المالي إطار لكيفية تسعير الأصول الرأسمالية بطريقة علمية وأقل تعقيدا من نموذج ماركويتز من خلال تقديم رؤية للعلاقة التوازنية بين العائد والمخاطرة حيث يقضي بأن معامل بيتا الذي يقيس المخاطر المنتظمة يعد دالة للعائد المتوقع الذي ينطوي على الاستثمار.[2]

3. الافتراضات التي يقوم عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM[3]

- يخطط جميع المستثمرين في السوق لنفس فترة الاحتفاظ.
- يتم الاقراض والاقتراض وفقا للمعدل الخالي من المخاطر.
- تناسق المعلومات والكفاءة الكاملة للأسواق المالية.
- يقوم جميع المستثمرين بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة ولديهم نفس التوقعات.
- عدم وجود ضرائب وتكاليف الوساطة المالية.
- يتسم جميع المستثمرين بالعقلانية مما يعني أن التصميم الاستثماري يعتمد على المقارنة بين العائد والمخاطرة.
- لا يؤثر المستثمرون على السوق بشكل فردي.

4. مناقشة الفرضيات

إن الكثير من افتراضات النموذج وباعتراف غالبية الدارسين والمفكرين غير واقعية (بمعنى أنها مثالية جدا) ، وفيما يلي سوف نناقش مثالية هذه الافتراضات:[4]

- يعتبر افتراض الأصل الخالي من المخاطر وإمكانية الاقتراض والاقراض على أساس معدل الفائدة لهذا الأصل من أهم الافتراضات التي أدت إلى تطوير النموذج، لكن إلى حد ما يمكن قبول أن المستثمر يستطيع الاقراض بمعدل الفائدة على الأصل الخالي من المخاطر(من خلال شراء سندات حكومية)، إلا أنه من غير المعقول أن نقبل أنه لايمكن لأي مستثمر أن يقترض على أساس هذا المعدل، كون أن معدل الاقتراض أعلى من معدل الاقراض، وبالتالي سوف يختلف خط سوق الأوراق المالية بعد اسقاط

[1] قاسم نايف علوان، مرجع سابق،ص97.
[2] أحمد فرحات، مرجع سابق،ص 132.
[3] Mohammad A,Capital Asset Pricing Model, Theory and pratice :Evidence from USA(2009-2016) International Journal of Business and Managmenet,Vol12,N8,2017,138.
[4] أيمن الشهاب، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة، مذكرة دكتوراه، جامعة حلب، 2015، ص 107.

هذا الافتراض عن الخط الأساسي في النموذج، وعليه سوف تختلف نقطة التماس مع الحد الكفء، وهذا يعني اختلاف موقع المحفظة الخطرة المثلى.

- إن افتراض عدم وجود تكاليف للصفقات سوف يؤدي إلى أن الورقة المالية الموجودة فوق خط سوق الأوراق المالية ستكون جذابة، وسوف يتم شراؤها حتى تصل إلى خط سوق الأوراق المالية، وسوف يحقق المستثمرون أرباحا حتى الوصول إلى نقطة التوازن من جديد، ولكن هذه الأرباح لن تكون صافية فيما إذا كانت هنالك تكاليف لعمليات الشراء.
- يعتبر CAPM نموذجا لفترة استثمار واحدة، فإذا اختلفت فترة الاستثمار المقترحة من قبل المستثمرين، فهذا يعني وجود العديد من خطوط سوق الأوراق المالية، والكثير من خطوط خصائص الورقة، وذلك لنفس الورقة المالية، ما سوف يؤدي إلى ظهور معاملات بيتا مختلفة.
- يفترض CAPM عدم وجود ضرائب، وكما هو معلوم فالضرائب تختلف بين الأشخاص والشركات، وكذلك بين الأشخاص أنفسهم، بالإضافة إلى الشركات، وسوف تؤدي هذه الاختلافات إلى تباين واضح بين تقديرات المستثمرين لخط سوق الأوراق المالية.

5. معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM[1]

تهتم نظرية رأس المال أو الأصول الرأسمالية في تحديد الأصول التي تتشكل منها المحفظة الاستثمارية بالاستناد على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة بيتا.

اشتقاق معادلة النموذج

كتابة دالة العائد للمحفظة المالية E(Rp) بدلالة X:

$$E(Rp) = x_1 E(R_1) + x_2 E(R_2) \quad \dots 1$$

كتابة معادلة الخطر للمحفظة المالية δ_p بدلالة X:

$$\delta^2 p = x1^2 \delta 1^2 + x2^2 \delta 2^2 + 2x1x2\delta 1,2 \quad \dots 2$$

من خلال الجمع بين الاستثمار في الأصول الخالية من المخاطر ومحفظة الأسهم، يتوقع المستثمر عائدا E(R) على جميع استثماراته، مثل:

[1] Bertrand jacquillat&Bruno solnik,**Marchés Financiers :gestion de portefeuille et des risques**,2eédition,DUNOD, paris 1990, p-p 126-133.

$$E(R) = (1 - x)Rf + xE(Rp)$$

$$\delta^2 = x^2 \delta p^2$$

- إذا كانت x هي نسبة الثروة المستثمرة في الأسهم يمكن استنتاج هذه الصيغة من المعادلتين (1) و(2) مع مراعاة $\delta_1 = \delta_{1.2} = 0$ وفي الواقع $x_1 = 1 - x$ و $E(R_1) = R_f$

من العلاقات السابقة يمكن استنتاج:

$$E(R) - R_f = x\left[E\left(R_p\right) - R_f\right] \quad \ldots 3$$

$$\delta = x\delta p \quad \ldots 4$$

وبالتالي من خلال اختزال x:

$$E(R) = R_f + \frac{E\left(R_p\right) - R_f}{\delta_p}\ \delta \quad \ldots 5$$

بالنظر للشكل (02)، يمكن كتابة معادلة الميل RfM كالآتي:

$$E(R) = Rf + \frac{E(R_m) - R_f}{\delta_m}\ \delta \quad \ldots 6$$

بتعبير أدق:

$$E(R_i) - R_f = \frac{\delta_{im}}{\delta^2}\ \left[E(R_m) - R_f\right]$$

لدينا: $\beta = \frac{\delta_{im}}{\delta m^2}$

إذا: $E(\quad_i) - R_f = \beta_i\left[E(R_m) - R_f\right]$

بالعودة إلى المعادلة (6) يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة بالشكل:

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

ومنه فإن معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM هي:

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

حيث:

$E(R_i)$: معدل العائد المطلوب للأصل i.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β_i : معامل بيتا للأصل i (أي معامل حساسية السوق).

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع للسوق المالية ككل.

$\beta[E(R_m)-R_f]$: علاوة المخاطرة.

من المعادلة أعلاه يتضح أن معدل العائد المطلوب يتكون من جزئين هما: معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f)، أما الجزء الثاني يتكون من علاوة المخاطرة $\beta[E(R_m)-R_f]$.

6. عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

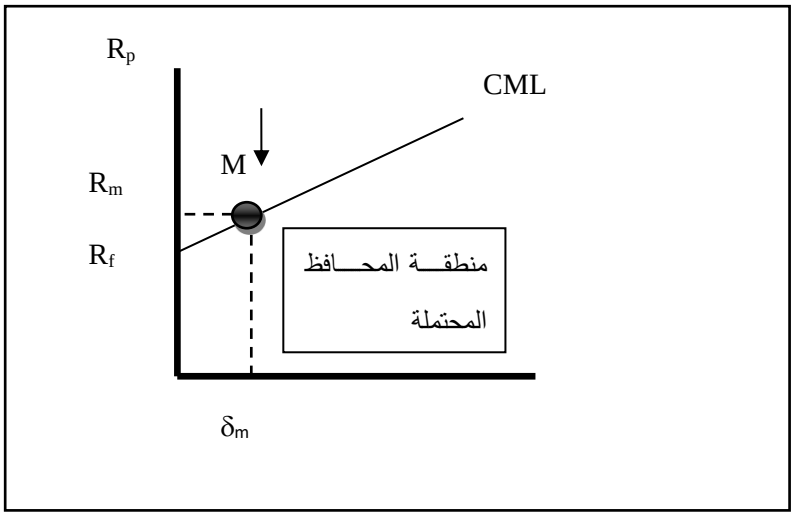
تم تطوير نوعين من العلاقات في إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهما:

خط سوق رأس المال Capital Market Line CML: يحدد هذا الخط العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع والمخاطر لجميع المحافظ الكفؤة سواء كانت تتكون من أصول عديمة المخاطرة أو أصول ذات مخاطرة.[1] وتعطى معادلة خط سوق رأس المال بالشكل:

$$CML = \frac{E(R_m) - R_f}{\delta_m}$$

[1] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق،ص 221.

الشكل رقم (02): خط سوق رأس المال.

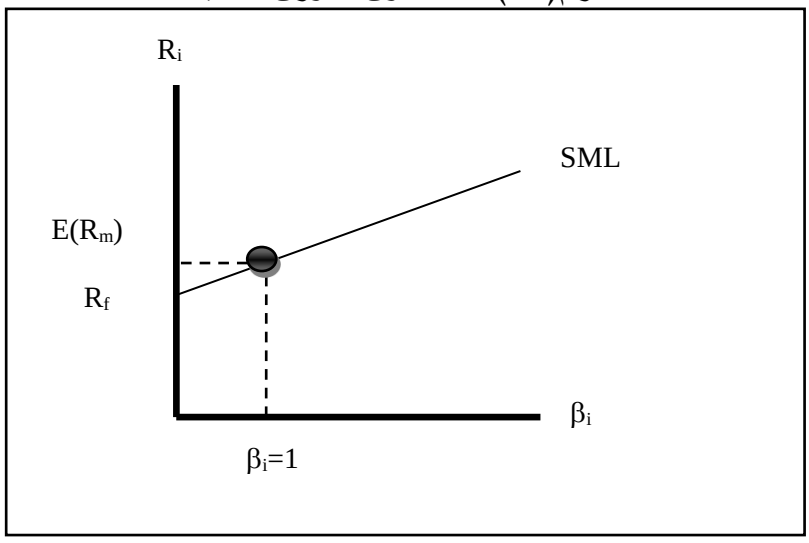


المصدر: دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان 2010، ص195.

خط سوق الأوراق المالية Security Market Line SML : يمثل العلاقة الخطية بين المخاطر السوقية والعائد المتوقع في السوق المالي.[1] ويكتب بالصيغة الرياضية التالية:

$$SML = \frac{cov(R_i, R_m)}{var(R_m)}$$

الشكل رقم(03): خط سوق الأوراق المالية.



المصدر: مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة،أساسيات الإدارة المالية،ص219.

[1] مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، مرجع سابق،ص219.

7. أهم الدراسات الميدانية على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

خضع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية منذ سبعينيات القرن الماضي إلى عدة دراسات متتالية، وقد خلصت معظم الدراسات إلى أن هذا النموذج يعتبر مرجعية أساسية في مالية السوق. ولكن، هذه النتيجة لا تعني بأن النموذج لم ينتقد.

أولا: الدراسات التقليدية

اختبار Robert levly 1971: اختبر في دراسته استقرار معامل β سواء للأوراق المالية الفردية أو المحافظ الاستثمارية بتعمق وعلى مدى فترات زمنية مختلفة، واستنتج أن قيم β للأسهم الفردية غير مستقرة.[1]

اختبار Black& Jensen et scholes 1971:[2] قدمت هذه الدراسة في الفترة 1926_1965 على أسهم بورصة نيويورك. والاختبار تم على مرحلتين:

المرحلة الأولى: ركزت على حساب معامل β ومتوسط العوائد للأسهم عن طريق معادلة الإنحدار نسبة لمؤشر السوق.

المرحلة الثانية: تم فيها وضع نموذج انحدار لكل من معاملات β والعوائد المحسوبة لكل من الأسهم والمحافظ. وتوصلوا الى النتائج التالية:

- في نموذج انحدار الأسهم الفردية كان معامل التحديد R^2 يقدر بـ 95 % وهذا مايؤكد جودة النموذج الأول.
- في نموذج انحدار المحافظ الاستثمارية كان معامل التحديد R^2 يقدر بـ 98 % وهذا مايؤكد جودة النموذج الثاني.

توصل الباحثون من خلال نتائج اختبارهم إلى جودة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقدير العوائد المطلوبة.

[1] تكواشت رانية، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، مجلة إقتصاديات المال والأعمال JFBE، المجلد 4، العدد1، أفريل 2020، ص 186.
[2] سليمة حشايشي، مرجع سابق، ص 59.

الإضافات لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

نموذج Black 1972: حيث اعتبر تقدير معدل الخالي من المخاطر من الصعوبات الأساسية في تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، لذا اقترح من خلال نموذجه استبدال هذا المعدل بمحفظة منعدمة المخاطر المنتظمة، حيث تكون هذه المحفظة موجودة على الحد الكفء، ولكن عوائدها غير مرتبطة إطلاقا بعائد محفظة السوق. وبالتالي فإن علاقة التوازن غي ظل هذا النموذج تكون كما يلي:[1]

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

نموذج Merton1973:[2] أزاح Robert Merton من خلال نموذجه فرضية أن جميع المستثمرين يخططون لفترة استثمار واحدة، واعتبر أن المستثمرون يخططون إلى تعظيم المنفعة طويلة الأجل وليس لفترة واحدة، وبالتالي فهم يقسمون ثروتهم كما يلي:

- جزء يستثمر في أصل عديم المخاطرة.
- جزء يستثمر في أصل محفظة السوق M.
- جزء يستثمر في محفظة تحوط N تكون مرتبطة سلبيا مع الأصل عديم المخاطرة.

وبالتالي تصبح الصيغة الرياضية للنموذج كما يلي:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}[E(R_m - R_f] + \beta_{ik}[E(R_N) - R_f]$$

حيث:

β_{im} : تعبر عن حساسية الورقة المالية لعائد محفظة السوق.

β_{ik} : تعبر عن حساسية الورقة المالية لعائد محفظة التحوط.

[1] سليمة حشايشي، مرجع سابق، ص 60.

[2] خروبي يوسف، ،تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-،2012،ص 90.

إنتقادات Roll 1997:[1]

- هناك فرضية واحدة قابلة للاختبار، وهي أن محفظة السوق ذات كفاءة من حيث الوسط_ التباين وجميع التطبيقات الأخرى.
- إن الاختبارات تتم باستخدام عينة من بيانات السوق، ويتم تقدير معامل بيتا من خلال علاقة عوائد الأسهم مع عوائد محفظة السوق المفترضة.
- إن استخدام ممثل لمحفظة السوق يخضع لصعوبتين، أولهما أم المحفظة الممثلة بحد ذاتها قد يكون له كفاءة وسط_تباين، في حين أن محفظة السوق ليس لها مثل هذه الكفاءة، وثانيهما أنه قد يتم اختيار محفظة غير ذات كفاءة تمثل محفظة السوق.

ثانيا: الدراسات الحديثة

جاءت هذه الدراسات على إثر الانتقادات التي قدمها Roll 1977، ومن أهمها:[2]

اختبار Fama&French 1992: خلص هذا الاختبار إلى عدم قدرة معامل بيتا على تفسير عوائد الأسهم. (سنفسر أكثر في المطلب الثالث من هذا المبحث).

اختبار Jagnnathan&Wang 1996 : توصلت إلى أنه لا يمكن رفض هذا النموذج إذا أخذنا β وعلاوة مخاطر السوق تتغير عبر الزمن.

المطلب الثاني: نموذج التسعير بالمراجحة Arbitrage Pricing Theory APT

نتيجة للانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، ظهرت عدة نظريات ونماذج توسيعية لنموذج CAPM من بينها نموذج APT. وهذا ما يبحث فيه هذا المطلب:

1. مفهوم نموذج التسعير بالمراجحة APT

قبل التطرق إلى التعريف بالنموذج، وجب إيضاح معنى المراجحة.

[1] بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري –قسنطينة-، 2007، ص57.

[2] خروبي يوسف، مرجع سابق، ص 90.

تعريف المراجحة: عرفت المراجحة بصفة عامة بأنها عملية بيع الأوراق المالية المبالغ في تقييمها (قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الحقيقية) وشراء الأدوات المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.[1]

تعريف نموذج التسعير بالمراجحة APT: هي نظرية بديلة لتسعير الصول الرأسمالية قدمها ستيفن روز سنة 1976، ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية التسعير بالمراجحة في أن عائد الورقة المالية يتحدد من العوامل أو المتغيرات الاقتصادية، وليس بمتغير واحد كما يفترض نموذج CAPM، ولكن تلك النظرية (نظرية APT) لم تحدد تلك العوامل.[2]

افتراضات نموذج APT:

يقوم نموذج التسعير بالمراجحة للأصول على عدة فرضيات، تتشابه في جزء كبير منها مع نظرية المحفظة لماركوفيتز ونظرية تسعير الأصول الرأسمالية، وفيما يلي أهم الفرضيات التي قام عليها النموذج:[3]

- في حالة التأكد التام، يفضل المستثمرون العائد الأعلى على العائد الأقل، أي يفضلون الأكثر على الأقل.
- يمكن التعبير عن العشوائية المولدة لعوائد الأسهم بدالة خطية لعدد من عوامل أو مصادر الخطر.
- يوجد عدد كافي من الأصول المالية في المحفظة لتكوين محافظ، وتحييد المخاطر الخاصة لكل أصل مالي، والتي تختلف من مصادر مخاطرة الأصول المالية الأخرى.
- تتميز السوق المالية بالكفاءة، وهو مايضمن عدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من خلال عمليات المراجحة.
- انعدام الضرائب وتكاليف الصفقات، كما لاتوجد قيودا للبيع على المكشوف.

ولتطبيق هذا النموذج يجب اتباع الخطوات الآتية:[4]

- تحيد عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية.
- قياس منحة الخطر الصافية لكل متغير من هذه المتغيرات.
- تقدير حساسية كل سهم بالنسبة لهذه المتغيرات.

[1] سليمة حشايشي،مرجع سابق،ص63

[2] فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين_دراسة تحليلية مقارنة_، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية_غزة، 2014، ص77.

[3] غربي حمزة، مرجع سابق، ص97.

[4] خروبي يوسف، مرجع سابق، ص 92.

2. الصيغة الرياضية للنموذج

كما سبق القول فإن هذه النظرية (APT) تقوم على أكثر من عامل يؤثر على عائد الورقة المالية المعنية، تعتبر كل هذه العوامل من المخاطر المنتظمة. من هذا المنطلق يمكن التعبير عن العائد المتحقق وفقا لهذه النظرية بالصيغة الرياضية التالية:[1]

$$\overline{\mathrm{R1}} = \widehat{Ri} + \left(\overline{Rm} - \widehat{Rm}\right)\beta_i + \varepsilon_i$$

حيث:

$\overline{\mathrm{R1}}$: معدل العائد المتحقق على السهم I.

$\widehat{Ri}$: معدل العائد المتوقع على السهم I.

$\overline{Rm}$: معدل العائد المتحقق على السوق.

$\widehat{Rm}$: معدل العائد المتوقع على السوق.

β_i: حساسية السهم لمجموع عوامل السوق.

ε_i: تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم I .

ولكن، كما سبقت الإشارة فإن العائد المتحقق على السوق $\overline{Rm}$ يتأثر بعدد من العوامل، تتمثل في العوامل المسعرة، وبالتالي فإنه بدلا من تحديد عائد السهم كدالة في عامل واحد (عامل السوق) يمكن تحديد هذا كدالة في العوامل الاقتصادية المسعرة، ومنه تتحول المعادلة السابقة إلى:[2]

$$\overline{R_{\mathrm{ı}}} = \overline{\mathrm{R_ı}} + \left(\overline{\mathrm{F_1}} - \widehat{\mathrm{F_ı}}\right)\beta_{1\mathrm{i}} + \left(\overline{\mathrm{F_2}} - \widehat{\mathrm{F_ı}}\right)\beta_{2\mathrm{i}} + \cdots + \left(\overline{\mathrm{F_J}} - \widehat{\mathrm{F_J}}\right)\beta_{\mathrm{ij}} + \varepsilon_{\mathrm{i}}$$

حيث:

$\overline{\mathrm{F_J}}$: القيمة المتحققة للعامل الاقتصادي j.

$\widehat{\mathrm{F_J}}$: القيمة المتوقعة للعامل الاقتصادي j.

[1] ANDRE F, Op.Cit, p 64.

[2] سليمة حشايشي،مرجع سابق،ص 67.

β_{ij}: حساسية السهم i للعامل الاقتصادي j .

3. الإنتقادات الموجهة لنموذج التسعير بالمراجحة APT

4. على الرغم من أن للنظرية عدة نقاط قوة، إلا أنها لاتخلو من الانتقادات ولعل أهمها:

- تحديد العوامل المؤثرة على عائدات الأسهم وكذلك أوزانها النسبية.

من أجل هذا ظهرت عدة إختبارات للنموذج أهمها:[1]

اختبار Roll& Ross 1980 : حيث فحص Ross نظريته لأول مرة في دراسة مشتركة مع Roll سنة 1980 باستخدام التحليل العاملي وتوصل إلى أنه هناك ثلاث عوامل رئيسية تؤثر تأثيرا مباشرا على عوائد الأسهم وأسعارها:

- مؤشر الإنتاج الصناعي.
- معدل التضخم.
- الفرق بين معدلات الفائدة طويلة وقصيرة الأجل.

اختبار Reinganum 1981: أشار إلى الحالات الشاذة التي تمس النموذج كأثر جانفي، أثر بداية الأسبوع، أثر الأعياد...إلخ، وهنا تساءل الباحث عن مدى جدوى الانتقال إلى نظرية معقدة هي نظرية APT بدلا من نموذج سهل وبسيط وهو نموذج CAPM إذا لم تكن هذه النظرية الجديدة قادرة على حل مشكلات النموذج القديم.[2]

المطلب الثالث: نموذج Fama&Fench ونظرية المالية السلوكية

لقد عرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM العديد من الانتقادات، وقد اعتبرت هذه الانتقادات الدافع الذي حفز الاقتصاديين الي وضع اختبارات ودراسات لتطوير هذا النموذج، ومن أمثلة ذلك دراسة الباحثيين Fama&Fench، وهذا ما سيناقشه هذا المطلب إضافة إلى نظرية المالية السلوكية.

[1] أيمن الشهاب، مرجع سابق،ص 124.

[2] عمار زودة، وآخرون، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020، ص 114.

أولا: نموذج Fama&French

جاء هذا النموذج نظرا للانتقادات التي طالت نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

1.مفهوم نموذج Fama&French

أعد الباحثان Fama&French عام 1992 دراسة حول نظرية المحفظة وتسعير الأصول وذلك من أجل تفسير وتحديد العوائد لمحفظة الأسهم، وقد توصلا من خلال دراستهما إلى أن عاملي الحجم و القيمة هما العاملان الأكثر أهمية بخلاف المخاطر السوقية، ولذلك قاما ببناء نموذجهما المعروف ذي العوامل الثلاثة، وهي: مخاطر الحجم، مخاطر القيمة، والمخاطر السوقية.[1]

وقد افترض Fma&French أن خط سوق الأوراق المالية يجب أن يحتوي على ثلاث عوامل:[2]

- معامل بيتا الذي يقيس مخاطر السوق للأسهم.
- معامل **Small minus big) SMB)** تم إضافته للأخذ في الاعتبار عامل حجم المؤسسة. فهو يتناسب مع فرق المردودية مابين المحافظ ذات الرأسملة بورصية صغيرة Small_cap والمحافظ ذات رأسملة كبيرة Larg_cap.
- معامل **(High minus low) HML** أما هذا العامل فهو مخصص لتمييز الفرق المردودية مابين الأسهم النسبة: القيمة المحاسبية / القيمة المرتفعة للسوق (المؤسسة Value)، وأسهم ذات نسبة: القيمة المحاسبية / قيمة منخفضة للسوق (المؤسسة growth).

إذ قام الباحثان بإضافة عاملين للـ CAPM لتصبح المعادلة كما يلي:

$$E(R_{it}) = R_{ft} + \delta_i + \beta_{1i}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{2i} * SMB + \beta_{3i} * HML$$

ويمكن توضيح هذين العاملين:

1. **عامل الحجم:** في سنة 1981 قام Banz بنشر مقالا بعنوان "العلاقة مابين العاوائد والقيمة السوقية للأسهم" : معدلات المردودية الملاحظة على الرأسملة الصغيرة كانت في المتوسط أعلى من تلك ذات

[1] أماني محمد عبد البريكات، اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة Fama&French على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية_دراسة تطبيقية_، مذكرة ماجستير، 2009، ص 21.

[2] سحنون مريم، رشاش عباسية، فعالية استخدام نموذج العوائد المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية والكمية،العدد01،2015، ص255.

الرأسملة الكبيرة، هذا التشوه كون بطبيعة الحال تشكيك في فرضية كفاءة الأسواق المالية. وأشار (chan,chen 1991) إلى الأخذ في الاعتبار أثر المؤسسات المتعثرة، فمن المعروف أنّ عدد غير مستهان به من المؤسسات المتعثرة ماليا هي المؤسسات الصغيرة، فالعوائد المسجلة هي أكثر ارتفاعا مما هو منظر من قبل عوائد الأسهم للمؤسسات الصغيرة. وهذا يمثل تعويض التعرض للخطر المرتبط بهذه المؤسسات المتعثرة.

2. **عامل القيمة:** المحافظ المكونة من أسهم "القيمة" تبدو أنها تعطي عوائد على رأس المال المستثمر أكبر في المدى الطويل، هذه الأسهم تتميز بعوائد عالية نسبة إلى القيمة الحالية للأصل، بعد الأخذ في الاعتبار حجم المؤسسة وتباين عوائد المحافظ، الأسهم تمثل نسب منخفضة (السعر_الربح) تعطي عوائد مرتفعة نسبة لعائد السوق.[1]

إلا أن نموذج Fama&French ثلاثي العوامل تقفى العديد من الانتقادات من قبل العديد من الباحثين أمثال(Titman&Wei&Xie(2004), Novy&Max(2013 ، والذين أجمعوا أنّ النموذج ثلاثي العوامل غير كامل على الرغم من تحسن القدرة التفسيرية له مقارنة مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، مادفع الباحثان بإضافة عاملين يعكسان الربحية والإستثمار للوصول إلى نموذج يسمى نموذج Fama&Fench خماسي العوامل.لتصبح بذلك دالة النموذج بالشكل:[2]

$$R_{it} - R_{ft} = \delta_i + \beta_i + (R_{mt} - R_{ft}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + r_i(RMW_t) + c_i(CMA_t)$$

حيث:

RMW: عامل الربحية يتمثل في الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات الربحية القوية والضعيفة.

CMA: عامل الاستثمار يتمثل في الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات القيمة السوقية العالية و المنخفضة.

[1] Fama, E. F. and French, K. R. (1993) Common risk factors in the returns on stocks and bonds, Journal of Financial Economics, 54, 3–56.

[2] بهاء غازي عرنوق، أثر عوامل فاما وفرانش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة-دراسة تطبيقية_ أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق،2015، ص83.

ثانيا: المالية السلوكية

أتى علم المال السلوكي Behaviorral Finance كنتيجة للمزاوجة بين النظريات المالية ونظريات علم النفس. فعند التتبع التاريخي لموضوع المالية السلوكية يتبين لنا أنه ليس حديث العهد في تاريخ المالية، فقد تمت محاولة تقديمه كمنهج علمي في أكثر من حقبة تاريخية لكنه لم يجد القبول العلمي لافتقاره إلى النموذج العلمي لوصف سلوك الأفراد. تم الاهتمام بهذه النظرية في ثمانينيات القرن الماضي لتكون البداية الفعلية للنظرية.[1]

1. مفهوم المالية السلوكية

المالية السلوكية علم معاصر يقترح منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات ويسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية الكفاءة والتشوهات الملاحظة في أسواق المال بالاعتماد على الجمع بين المالية وعلم النفس بالأخذ بعين الاعتبار البعد الانساني لعلم الاقتصاد. فهي نموذج علمي يقوم على نقد نظرية الكفاءة بالاستناد إلى الواقع، ثم اللجوء إلى علم النفس لتفسير الانحرافات الملاحظة في أسواق رأس المال.[2]

2. الافتراضات الأساسية لنظرية المالية السلوكية[3]

تقوم نظرية المالية السلوكية على فرضيتين أساسيان تتمثلان في:

- عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية (الرشاد).
- محدودية التحكيم.

[1] بن فريحة حسام، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، جامعة الجيلالي اليابس،سيدي بلعباس،2021،ص209.

[2] بن عيسى إلهام وآخرون، أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية_اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية_، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،المجلد12، العدد2، 2019، ص178.

[3] بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية،مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث،العدد01،مارس2017، ص ص 92-93.

المبحث الثالث: الادبيات التطبيقية

يهتم هذا المبحث بتقديم بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، مع محاولة مقارنة هذه الأخيرة بالدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات السابقة

الدراسة الأولى: دراسة خروبي يوسف، 2012 (**تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية دراسة حالة سوق مسقط (سلطنة عمان) للأوراق المالية خلال الفترة 2006_2009)** الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير في علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح–ورقلة.

تمثلت الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في:

ما مدى إمكانية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية في سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2006_2009؟

اندرجت تحت هذه الإشكالية التساؤلات الجزئية الآتية:

- هل يعتبر سوق مسقط للأوراق المالية سوق كفء على المستوى الضعيف؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة؟
- هل يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة نتيجة تعرضهم للمخاطرة في سوق مسقط للأوراق المالية؟

انطلاقا من الفرضيات التالية:

- يعتبر سوق مسقط للأوراق المالية سوق كفء على المستوى الضعيف.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة.
- يمكن تعويض المستثمرين بعلاوة نتيجة تعرضهم للمخاطرة.

وفي سبيل ذلك تركزت دراسته على ثلاث فصول، حيث عالج الفصل الأول اسس الاستثمار في الأوراق المالية، بينما ناقش الفصل الثاني تقدير العائد والمخاطرة في نظرية المحفظة ونموذج توازن الأصول المالية، بينما كان الفصل الثالث فصل تطبيقي لدراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة وفق نموذج توازن الأصول المالية.

خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- سوق مسقط للأوراق المالية لا يتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف.
- العلاقة النظرية بين العائد والمخاطرة غير متوفرة وتتسم بالضعف نظرا لعدم توفر أهم فرضيات النموذج وهي فرضية السوق الكفء.
- إمكانية تعويض المستثمرين بعلاوة نتيجة تعرضهم للمخاطرة.

هذا من أجل دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق مسقط للأوراق المالية في الفترة الممتدة من 2006_2009، وإشكالية تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة، وقد تم بناء نموذج توازن الأصول الرأسمالية لعينة من الشركات المسعرة في سوق مسقط وتتمثل في 15 شركة مدرجة موزعة بين 5 قطاعات.

الدراسة الثانية: دراسة سلماني عادل، 2014 **(دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي_دراسة حالة ماليزيا_)**. الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر –بسكرة.

حاول الباحث مناقشة الإشكالية التالية:

ماهي العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، وهل هناك اختلاف في هذه العلاقة بين السوق المالي الوضعي والإسلامي؟

تفرعت عن إشكالية الدراسة الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يمكن اعتبار جميع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي مشروعة؟
- هل مخاطر وعوائد المحفظة هي بالضرورة المتوسط لمخاطر الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة؟
- كيف يتم حساب كل من العائد والمخاطرة المتعلقة بأصل مالي معين في السوق المالي الاسلامي في ماليزيا؟

وللإجابة على إشكالية الدراسة قام الباحث بتقسيم بحثه إلى ثلاث فصول:

الفصل الأول: أدوات الاستثمار في سوق رأس المال–دراسة مقارنة–.

الفصل الثاني: العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق رأس المال–دراسة مقارنة–.

الفصل الثالث: دراسة حالة حول العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

خلصت الدراسة للنتائج الآتية:

- لايمكن اعتبار جميع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي مشروعة.
- يتم حساب عائد ومخاطر أصل مالي في السوق الإسلامي بشكل عادي مثله مثل السوق التقليدي.

اهتم الباحث بدراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي ومقارنة هذه العلاقة بين ما هو قائم في السوق المالي التقليدي، وذلك بالتركيز على الأدوات الاستثمارية من أسهم وسندات وخلافهما من المستحدثات في كل من السوق التقليدي_الإسلامي، وكذلك تطرق إلى تحديد العلاقة بين المتغيري (عائد/مخاطرة) في كل من السوقين. ومن أجل هذا قام الباحث بجمع معلومات عن حوالي 30 سهما لشركات مختلفة مدرجة في بورصة ماليزيا.

الدراسة الثالثة: دراسة عبد اللطيف مصيطفى، عبد الله عنيشل، 2017 **(العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب)**، هذه الدراسة عبارة عن مقال مقدم في مجلة الدراسات الإقتصادية الكمية عدد 2017/03، يهدف الباحثان من خلال هذا المقال إلى دراسة طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في الواقع العملي ومدى قدرة نموذج CAPM وخاصة الجانب المتعلق ببيتا من تفسير العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية، حيث شملت الدراسة 21 شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة الممتدة مابين 2015/01/02 إلى 2016/12/31، خلصت الدراسة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية لأسهم الشركات وهذا الأخير يعطي مدى تذبذب العائد للأصل المالي مقارنة مع عائد السوق، حيث بينت هذه الدراسة بأن عوائد الأسهم تتأثر بعامل السوق وهذا يعكس وجود علاقة طردية ايجابية بين العائد والمخاطرة النظامية.

الدراسة الرابعة: دراسة محفوظ بصيري، فريدة سلماني، 2020 **(تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية- دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة 2013-2017)** الدراسة عبارة عن مقال مقدم في مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية.

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الكشف عن مدى توافق سوق الأوراق المالية في الجزائر مع النظرية المفسرة للعلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية، من خلال محاولة اسقاط نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة من المؤسسات المدرجة في السوق الرسمية الجزائرية خلال الفترة 2013-2017، وتشير النتائج إلى أن سوق الأوراق المالية في الجزائر لا تتوافق مع هذه العلاقة على الأكثر، كما أن الاستثمار في المعدل الخالي من المخاطرة أفضل من الاستثمار في بورصة الجزائر لأن عائده أكبر.

المطلب الثاني: تعقيب عام حول الدراسات السابقة

من خلال الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع العلاقة بين العائد والمخاطرة، يلاحظ أنه يوجد اختلاف فيما بينها. لهذا خصص هذا المطلب لمقارنة هذا البحث موضوع الدراسة مع الدراسات السابقة من خلال أوجه التشابه والاختلاف والتشابه، وما جاء في هذه الأخيرة من إضافات.

1. أوجه الاختلاف

تختلف هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة من خلال:

- تختلف من حيث الأدوات الإحصائية المطبقة، حيث كل دراسة اعتمدت على أدوات إحصائية معينة لمناقشة بحوثهم.
- تختلف أيضا من حيث مكان الدراسة وطبيعته.
- تختلف أيضا من حيث الحدود الزمانية للدراسة.
- من حيث البرامج الإحصائية المعتمد عليها في دراسة وتحليل معطيات العينة.
- تختلف من حيث منهجيتها وطريقتها في دراسة الموضوع.
- من الملاحظ أنّ معظم الدراسات ركزت على المخاطر النظامية، على غير هذه الدراسة فقد تم التطرق إلى المخاطر الكلية.

2. أوجه التشابه

كما تشابهت مع الدراسات الأخرى في النقاط التالية:

- اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة، حيث اجتمعت جميع الدراسات السابقة على دراسة هذه العلاقة.
- الأسواق المالية الناشئة، كان محل اهتمام جميع الدراسات (أي بيئة الدراسة).

- استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لتفسير هذه العلاقة.
- المنهج الوصفي ، منهج متبع في جميع الدراسات.

3. الإضافات المقدمة في هذه الدراسة

اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي الجزائري ألا وهو بورصة الجزائر، خلال الفترة الممتدة من ماي 2018 إلى ماي 2021.

خلاصة الفصل

يتصف الاستثمار في الأسهم بخاصية عدم معرفة العوائد المتوقعة، مما يجعل عملية اتخاذ القرار مبنية على العوائد والمخاطر المصاحبة للأصل المالي المراد الاستثمار فيه، ولذلك سُلِّط الضوء في هذا الفصل على المخاطر الكلية، والنماذج الممثلة للعلاقة بين العائد والمخاطرة، التي انطلقت من أعمال ماركوفيتز، والتي قام بتطويرها وليام شارب من خلال إضافة نموذج تقييم الأصول المالية، الذي يعتبر أساس تنظيم الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يؤكد على أنّ تصرفات المستثمرين تبنى على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية.

الفصل الثاني:

الدراسة الميدانية

لبورصة الجزائر

تمهيد

بعد استكمال الفصل الأول من الدراسة، والذي عالج الإطار النظري للعائد والمخاطرة، بالإضافة إلى النماذج الممثلة للعلاقة بين العائد والمخاطرة، وكذلك طرح بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة.

وسعيا لتحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة، والإجابة على الإشكالية، تم تخصيص هذا الجزء من الدراسة للجانب التطبيقي بإسقاط الجانب النظري عليه، وتطبيقه على بورصة الجزائر. وللإلمام أكثر بالجانب التطبيقي ولإختبار مدى صحة فرضيات الدراسة. قسم هذا الفصل إلى مبحثين كالآتي:

- **نبذة عن بورصة الجزائر.**
- **عرض ومناقشة نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة.**

المبحث الأول: نبذة عن بورصة الجزائر

جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في تسعينيات القرن الماضي لمسايرة اقتصاد السوق ومسايرة معالمه في الجزائر. إذ تعتبر سنة 1986 سنة التحوّل في الاقتصاد الجزائري، إذ أنه اعتبارا من هذه السنة عرفت الجزائر مجموعة من الإصلاحات، هذه الإصلاحات جاءت كنتيجة حتمية للمشاكل والصعوبات التي كانت تعاني منها الجزائر، والتي دفعت إلى البحث عن مصادر أخرى للتمويل، تمثلت في سوق رأس المال، وهذا ما سيسلط عليه الضوء في هذا المبحث.

المطلب الأوّل: نشأة بورصة الجزائر ومراحل تطورها

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان ابتداء من عام 1990.[1] ومنذ ذلك الحين وإلى غاية الوقت الحالي مر إنشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل يذكر منها:[2]

أولا-المرحلة التقريرية (1990-1992): في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، من جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة SVM*، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأسمال الشركة فلقد قدر بمبلغ 320.000 دينار جزائري، يدير مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

لقد مرت الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الإجتماعي، والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه. في فيفري 1992 رأسمال الشركة إلى 9.320.000.00 دينار جزائري، كما أن اسم الشركة تغير ليصبح اسمها بورصة الأوراق المالية BVM**.

---

[1] بلفيطح ريمة، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر-تحليل سلوك المؤشر Dzair Index للفترة(2008-2015)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف-المسيلة، العدد 17، 2017، ص270.

[2] بديار أمينة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية، رسالة دكتوراه في تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد بن باديس-مستغانم، 2019، ص137.

*SVM : Société des Valeurs Mobiliers.

**BVM : Bourse des valeurs Mobiliers.

ثانيا-المرحلة الابتدائية (1992-1996): لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لايتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منح قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12جانفي1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري، يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم، وبالقيم المنقولة. أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها، والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300000000 دج إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.
- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

ثالثا-مرحلة الإنطلاق الفعلية (من 1996):مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث:[1]

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة.
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.
- إختيار الوسطاء في العمليات البورصية ليمثلون مختلف المؤسسات المالية(بنوك وشركات التأمين)، وكان ذلك مع بداية 1997، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بخبراء كنديين وتنظيم عدة ملتقيات، وتم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02جانفي1998، متمثلة في القرض السندي لسونطراك، لتقوم بذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها. وهي:
- شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الإجتماعي بنسبة 20%.
- مجمع صيدال: رفع رأسماله الإجتماعي بنسبة 20%.
- فندق الأوراسي: رفع رأسماله الإجتماعي بنسبة 20%.

[1] زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الإتصادية بالجزائر –المعوقات والآفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص 8.

المطلب الثاني: هيئات وأسواق بورصة الجزائر

نص المشرع الجزائري على وجود هيئات تسيّر وتنظّم عمل البورصة، كما تتضمن التسعيرة الرسمية لها سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين.

1. هيئات بورصة الجزائر

تتمثل هيئات السوق المالي الجزائري في:[1]

1.1. شركة تسيير بورصة القيم(SGBV)

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصارا بـ SGBV*، في شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة. وهي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23ماي1993 وتحقق انجازها في 25ماي1997، وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها.

وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة والمقبولة في البورصة.

المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولةSGBV

البنوك الوطنية: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياطCNEP.

شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.

البنك الخاص: يونيون بنك UB.

المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV

- بنك التنمية المحلية (BDL).

[1] الموقع الرسمي لبورصة الجزائر WWW.SGBV.DZ ، تاريخ الإطلاع 16 أفريل 2021.

*SGBV : La Société de Gestion de la Bourse de Valeurs.

- البنك الجزائري الخارجي (BEA).
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR).
- القرض الشعبي الجزائري (CPA).
- البنك الوطني الجزائري (BNA).
- البنك الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP).
- البركة بنك الجزائر AL Baraka Banque Algérie.
- السلام بنك الجزائر AL Salam Banque Algérie.
- BNP PARIBAS EL DJAZAIR.
- Socité Générale Algérie.
- TELL Markets.

مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالمهام التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB*.

1.2. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي. تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة. تتولى اللّجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.[1]

[1] الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة WWW.COSOB.ORG تاريخ الإطلاع 16 أفريل 2021.

*COSOB : La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bouse.

تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB من:

- رئيس لمدة نيابة تدوم 4 سنوات.[1]
- ستة أعضاء لمدة 4 سنوات، حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي:[2]
  - قاض يقترحه وزير العدل.
  - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
  - عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
  - عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسباها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.

وتنهى مهامهم حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم.

ومن أجل تمكين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من تحقيق مهامها، خوّلت بالسلطات التالية:

- السلطة التنظيمية.
- سلطة الإشراف والمراقبة.
- السلطة التأديبية والتحكيمية.

1.3. المؤتمن المركزي للسندات

تعتبر الهيئة الجديدة التي جاء بها قانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وهي عبارة عن هيئة أسست على شكل شركة ذات أسهم، وبترخيص من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتتمثل وظيفتها الأساسية في مسك الحسابات وحفظ السندات المتداولة في البورصة، ويقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 65.000.000 دينار جزائري موزعة بين مختلف المساهمين فيها، مثل: BNA،BEA،BADR،CNEP،CPA، مؤسسة صيدال، مؤسسة الرياض-سطيف-، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.[3]

[1] المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية،ص6.
[2] المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية،ص6.
[3] رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، رقم5، 2010،ص4.

أما المتدخلين في بورصة الجزائر، فيمكن تحديدهم كما يلي:[1]

– **وسيط عمليات البورصة IOB:** وهو يعتبر شخصا طبيعيا أو معنويا متخصصا في شراء وبيع الأوراق المالية في البورصة، وقد منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الإعتماد لعدد من الشركات من أجل ممارسة أنشطة الوسطاء في عمليات البورصة. أهمها ما هو موضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم (02): جدول تلخيصي لوسطاء عمليات البورصة

الوسطاء في عمليات البورصة	الهيئة الممثلة لها
وزارة المالية	/
صندوق الضمان	/
المؤسسة المالية العامة SOGEFI	– القرض الشعبي الجزائري CPA – الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP – الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT
شركة الراشد المالي	– بنك الجزائر الخارجيBEA – الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA – شركة التأمين وإعادة التأمين CCR
المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP	– البنك الوطني الجزائري BNA – بنك التنمية المحلية BDL – الشركة الجزائرية للتأمين SAA
شركة توظيف القيم المنقولة SPDM	– البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية BADR – الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات سابقة.

– **المتعاملون:** يسمح التشريع الجزائري للأشخاص الطبيعيين التدخل في بورصة الجزائر لاستثمار أموالهم وتسييرها مباشرة من قبلهم، أو عن طريق لجوئهم إلى الوسطاء في عمليات بورصة الجزائر من خلال الوكالة، أو المساهمة (الاستثمار) في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة، وتسيير ماتم استثماره بشكل غير مباشر.[2]

[1] بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي الجزائري وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 13، ديسمبر 2016، ص ص 59-60.
[2] بن شنهو فريدة، مرجع سابق،ص60.

2. أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين.

2.1. سوق سندات رأس المال

تتكون سوق سندات رأس المال من:[1]

– **السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا أربعة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

الجدول رقم(03): الشركات المدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع	القيمة الاسمية	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	9287217
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندقة	250	6000000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10000000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25521875

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz تاريخ الإطلاع 17 أفريل 2021.

– **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رق 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ويمكن لهذا السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال مايتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

[1] الموقع الرسمي لبورصة الجزائر WWW.SGBV.DZ ، تاريخ الإطلاع 17 أفريل 2021.

AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هذا السوق، وهي شركة مختصة في قطاع السياحة، بقيمةإسمية 100، وعدد أسهم بلغ 1171769.

2.2. سوق سندات الدين

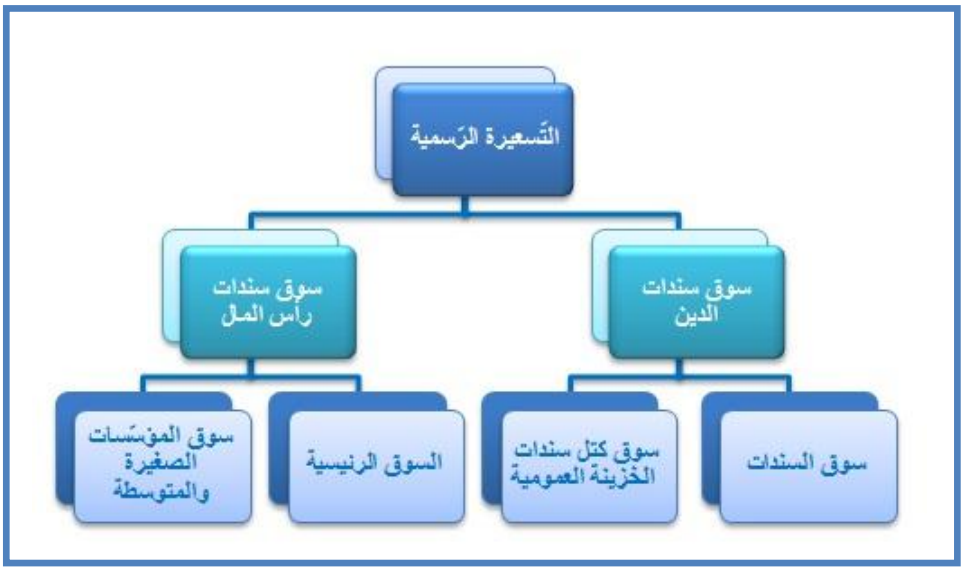
تتكون سوق سندات الدين من:[1]

2. **سوق سندات:**الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.
3. **سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT):** المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق في سنة 2008، وتحصي حاليا أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7و10و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

الشكل رقم(04): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

[1] الموقع الرسمي لبورصة الجزائر WWW.SGBV.DZ، تاريخ الإطلاع 17 أفريل 2021.

ولإدراج هذه الشركات في البورصة، يجب توفر مجموعة من الشروط تسمى بشروط القبول، يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم(04): شروط القبول في البورصة

الشروط	السوق الرسمي	سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
الشكل القانوني	شركة مساهمة SPA	شركة مساهمة SPA
رأس المال الأدنى المدفوع	5000000 دج	غير محدد
الحصة المطروحة للاكتتاب العام من رأس المال الأدنى	%20	%10
نتائج السنة المالية السابقة	رابحة	غير مطلوبة
الكشوف المالية	لثلاث سنوات على أن تكون نتيجة السنة المالية السابقة رابحة	للعامين الماضيين ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط
الهيئة الداخلية لمراجعة الحسابات	إثبات وجودها	مطلوبة+تعيين مرقي البورصة
عدد المساهمين في تاريخ الإدراج	150 مساهما	50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

أما بالنسبة لسوق السندات، فتقبل منها: سندات الاستحقاق، والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال، والسندات المساهمة، أو أي وصل آخر يخوّل الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

باستثناء سندات الخزينة، التي تقبل بقوّة القانون يجب أن يكون سعر سندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار 500000000 دينار جزائري، وذلك يوم الإدراج.

المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر وآفاق تطويرها

تواجه بورصة الجزائر العديد من المشاكل والعقبات التي من شانها أن تحول دون سيرها وتعرقل تطورها، بالإضافة إلى وجود آليات تتمثل في تطويرها.

1. معوقات أداء بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر العديد من التحديات والمشاكل التي أعاقت توسعها وتطورها، وأهم هذه المعوقات ما يلي:[1]

- **التضخم:** يدفع التضخم بذوي الدخول الثابتة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على الاستهلاك للحفاظ على مستوى الاستهلاك الضروري لهم، حيث شهدت الجزائر في السنوات الأخيرة ارتفاعا في معدل التضخم، وهذا يؤثر سلبا على المستثمرين والأفراد نحو توجه الاستثمار في البورصة .
- **توجه المدخرين والمستثمرين للنظام المصرفي:** حيث أنّ النظام المصرفي في الجزائر يعتبر قطبا جذابا للمستثمرين والمدخرين، حيث يجدون فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فهذا السوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء أو مخاطرة باهظة.
- **هيمنة القطاع العام:** حيث يمثل القطاع العام ما يقارب 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- **قلة المؤسسات المدرجة:** ما يلاحظ في الجزائر هو محدودية المؤسسات المدرجة، لأنّ عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تُدرج في السوق محدودة جدا، وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة في الجزائر.
- **ضعف الفرص المتاحة للتنويع:** سوق الأوراق المالية في الجزائر هو حديث النشأة، ولا يتميز بالتنوع، فهو يعتمد على ثلاثة أصناف من الأوراق المالية فقط، ذلك مايجعله يفتقر للكفاءة التقنية، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية.
- **ضعف الحوافز الجبائية:** يتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على

[1] د.فاطمة الزهراء سعيدي، ط.د. بلال فراحي، آليات تنشيط بورصة الجزائر (الآداء، المعوقات والحلول)، مجلة آفاق علمية، المجلد 13، العدد03، مخبر الاقتصاد الكلي والمالية الدولية، جامعة المدية، 2021، ص ص671 673.

المساهمين، بالإضافة إلى خضوع التوزيعات عند تحويلها لحسابات المساهمين للضريبة على الدخل الإجمالي مما يدفع المستثمرين إلى التهرب.

- **غياب الشفافية:** راجع لغياب نظام معلومات يضمن الشفافية لمتعامليها.
- **قوة السوق الموازية:** وهي سوق مكونة من مؤسسات ويد عاملة غير مصرح بها، حيث تتميز بارتفاع أسعار المنتوجات المعروضة بها، إضافة إلى عدم دفع الضرائب، وتحقق هذه المؤسسات مداخيل كبيرة والتي تؤثر على الاقتصاد من أجه عديدة.[1]

هذا وتوجد معوقات أخرى تؤثر على نمو البورصة وتطورها، تتمثل في:[2]

أ. المعوقات السياسة والقانونية

بالرجوع إلى القانون، فإنّ من شروط قبول قيد الشركة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم، إلا أنّ أغلب شركات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص واحد، أضف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاث سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول للبورصة.

بالإضافة إلى ذلك، الإطار التشريعي البطيء جدا، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، إلاّ أنّ تعيين أعضائها كان بتاريخ 27 ديسمبر 1995، كما أنّ التنصيب الرسمي لم يتم إلاّ في فيفري 1996. كما هو الأمر بالنسبة لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة (SGBV)، والتي انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية في 21 ماي 1997 بمقر اللجنة، بالرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ بـ 23 ماي 1993 قد نص عليها. أضف إلى ذلك أنّ القانون الذي ينظم شروط مزاولة الوسيط المالي في البورصة قد صدر في 03 جويلية 1996، إلاّ أنّ تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999.

وفي وقتنا الحالي، لاتزال التشريعات القانونية تمنح كل الصلاحيات لوزير المالية في تعيين وعزل واستخلاف المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة، وفي استبعاد الممثلين عن الشركات

[1] رزيقة مخوخ، تحديات تطور بورصة الجزائر والحلول المدرجة للخروج بتفعيلها، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 05، العدد 02، جامعة المسيلة، ديسمبر 2020، ص 274.

[2] عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS في المالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص ص 125-126.

والبنوك والوسطاء، كما أنّ الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية في التداول، تبين رغبة السلطات الجزائرية المستمرة في المحافظة على الملكية العامة للشركات العمومية.[1]

ب. المعوقات الإجتماعية الثقافية والدينية

وتتمثل في:[2]

- غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، والتي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.
- أما من الناحية الدينية فإن التعامل بالأسهم والسندات في المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بغض الحرج، خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي.

2. مقترحات لتفعيل بورصة الجزائر

بغية تطوير وتفعيل بورصة الجزائر، تعرض مجموعة من الاقتراحات، وهي:[3]

- إعادة النظر في التشريعات التي تحكم البورصة، وخاصة تلك التي وضعت في 23 ماي 1993 وما يتصل بها، واستكمال الأطر التشريعية والتنظيمية، وكذا القوانين الخاصة بالشركات المُساهمة، وحماية حقوق المستثمرين عن طريق وضع قوانين تضمن الإفصاح والشفافية.
- تفعيل عملية الخوصصة، خاصة في الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة لتفعيل السوق المالي.
- تفعيل السوق الأولي (سوق الإصدار) من خلال تسهيل إجراءات القيد.
- تهيئة المناخ الاستثماري، وذلك من خلال تحسين الأوضاع والظروف الاقتصادية والاجتماعية.
- تخفيض معدلات الفائدة في السوق النقدي، وتخصيص معدل ضريبي تفضيلي خاص بسوق الأوراق المالية كحافز لزيادة الطلب عليها.
- تنويع الأوراق المالية، أي زيادة أعدادها كما ونوعا (المشتقات المالية).
- تطوير البورصة عن طريق تعدد الوسطاء.
- ضرورة الفصل بين الهيئة التنفيذية والهيئة الرقابية لبورصة الجزائر.

[1] بودويرة أمينة، واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01، جامعة أمحمد بوقرة-بومرداس، 2019، ص 201.

[2] جدار رياض، واقع ودور بورصة الجزائر في تمويل التنمية الإقتصادية بالجزائر المعوقات والحلول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد1/8، جامعة البليدة 2، جوان 2017، ص40.

[3] رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مرجع سابق،ص ص 13-16.

المبحث الثاني:عرض ومناقشة نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة

يعالج ويناقش هذا المبحث نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري، من خلال عرض عينة الدراسة مع تحديد حدودها الزمانية والمكانية، ختاما بتحليل المعطيات الإحصائية المتوصل إليها لمعرفة مدى جدوى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحليل هذه العلاقة.

المطلب الأول: عينة وحدود الدراسة

هذا المطلب يسلط الضوء على كل من عينة وحدود الدراسة.

1. عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من أربع قطاعات، تتكون من أربع شركات موزعة على حسب القطاعات المدرجة في سوق الأوراق المالية الجزائري (بورصة الجزائر)، التي تم اختيارها على أساس المعلومات المالية المتعلقة بأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، والمتاحة عبر الموقع الإلكتروني للبورصة.

تم اختيار هذه العينة لتوفرها على البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة، وهي موضحة بشكل تفصيلي في الجدول رقم (05).

2. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في:

الحدود الزمانية: وهي الفترة التي اختيرت لإجراء الدراسة نظرا لتوفرها على المعطيات التي تخدم الدراسة، وكانت من 05/30/ 2018 إلى 2021/05/02.

الحدود المكانية: سوق رأس المال الجزائري والمتمثل في بورصة الجزائر.

الجدول رقم (05): تقديم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

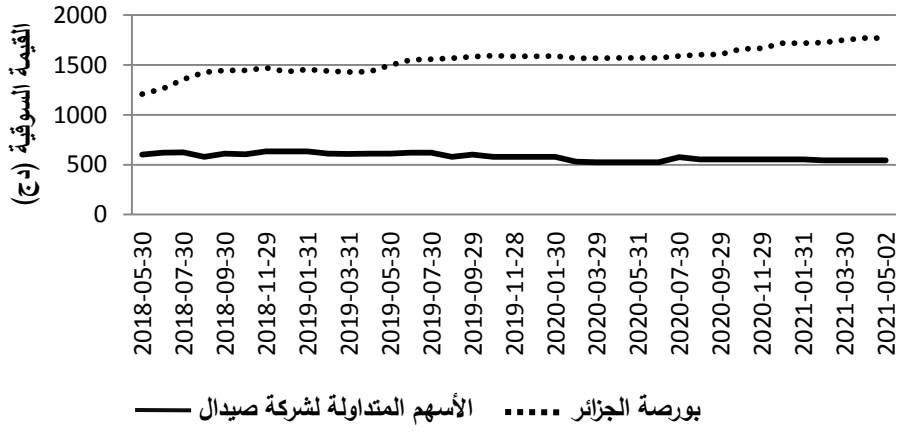
المواصفات	AUR	ALL	SAI	BIO
الإسم	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي	أليانس للتأمينات	المجمع الصناعي صيدال	شركة بيوفارم للأدوية. تأسست عام 1991. مؤسسها: عبد المجيد كرار. حققت عام 2012 رقم أعمال قدر بـ 360 مليون دولار، وبلغ عدد مستخدميها 1500 مستخدم. قامت سنة 2013 بفتح 49% من رأسمالها لتجمع شركات استثمار دولية معروفة منها ثلاث شركات دولية مالية ومهنية: DEG,COFARES, ADPI. إنضمت لبورصة الجزائر في أفريل 2016، وقامت بطرح 20% من رأسمالها في السوق.
المنشئ	المؤسسة القابضة العامة للخدمات	/	القابضة العامة للكيمياء والصيدلة	
رأس المال الإجتماعي	1500000000 دج أو مايعادل 6000000 سهم بقيمة اسمية 250 دج	2205714180 دج موزعة على 5804511 سهم بقيمة اسمية 380 دج	2500000000 دج أو مايعادل 100000000 سهم بقيمة اسمية 250 دج	
الكمية المعروضة	1200000 سهم، أي 20% من رأسمالها	1804511 سهم، أي 31% من رأسمالها	2000000 سهم، أي 20% من رأسمالها	
سعر العرض	400 دينار جزائري	830 دينار جزائري	800 دينار جزائري	
الوسيط في عمليات البورصة المرافق	الراشد المالي	القرض الشعبي الجزائريCPA	المؤسسة المالية العامة SOGEFI	
الوسيط في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء	الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف، شركة توظيف القيم المنقولة	BNA, BDL, CNEP, CPA, BNP Paribas, Société général	SOGEFI، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف، شركة توظيف القيم المنقولة	

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

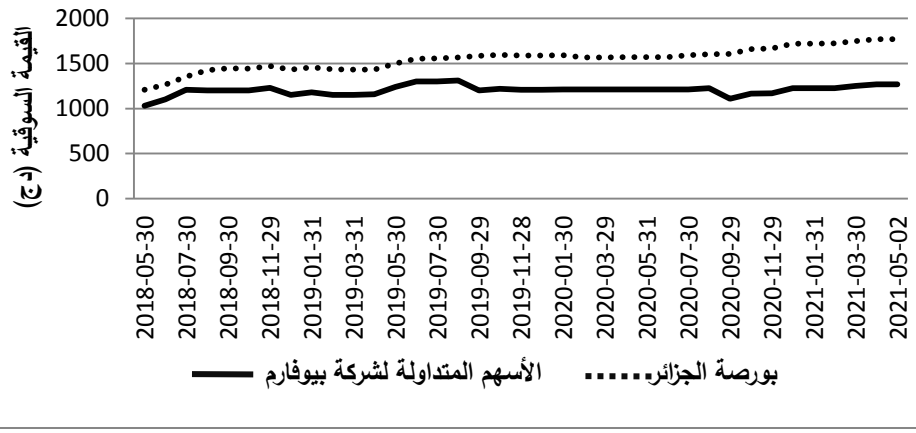
المطلب الثاني: عرض معطيات الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التأكد من مدى صحة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة، من خلال استعمال معطيات شهرية لآخر ثلاث سنوات صادرة عن بورصة الجزائر إبتداء من ماي 2018 إلى غاية ماي 2021،(تاريخ بداية الدراسة التطبيقية)، وتخص هذه المعطيات القيمة السوقية لكل من أسهم شركة صيدال، بيوفارم، أليانس للتأمينات، ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي (م.ت.ف الأوراسي).

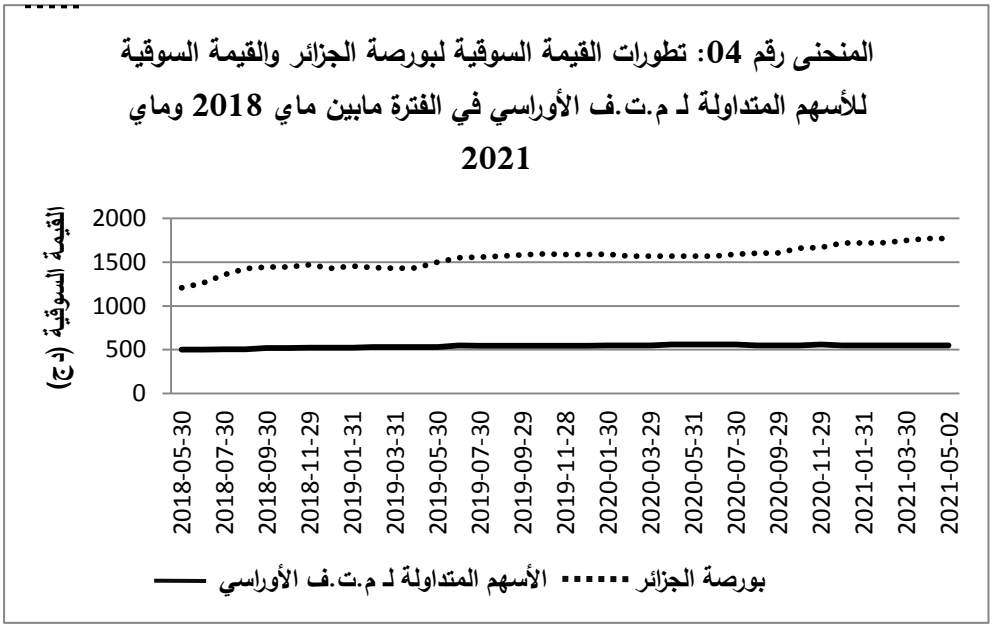
المنحنى رقم 01: تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة صيدال في الفترة مابين ماي 2018 وماي 2021



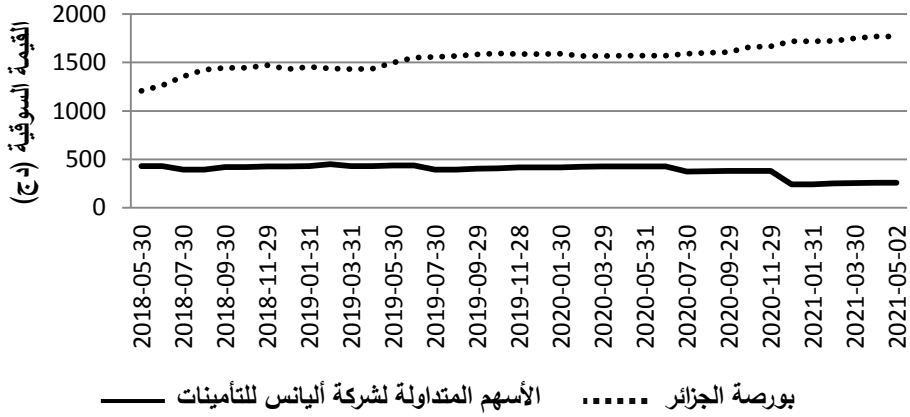
المنحنى رقم 02: تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة بيوفارم في الفترة مابين ماي 2018 وماي 2021



المنحنى رقم 04: تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لـ م.ت.ف الأوراسي في الفترة مابين ماي 2018 وماي 2021



المنحنى رقم 03: تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر والقيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة أليانس للتأمينات في الفترة مابين ماي 2018 وماي 2021



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الدراسة.

تظهر المنحنيات أعلاه أنَ تطورات القيمة السوقية لكل من بورصة الجزائر والأسهم المتداولة لشركات كل من صيدال، بيوفارم، م.ت.فالأوراسي، وأليانس للتأمينات. لها تقريبا نفس الاتجاه ابتداء من ماي 2018 إلى ماي 2021، أين تبين المنحنيات أعلاه تطور تصاعدي للقيمة السوقية لبورصة الجزائر، في حين تؤكد المنحنيات (1،2، و4) أنَ درجة التغير في القيم السوقية للأسهم تكاد تكون ثابتة، حيث تظهر هذه الأخيرة تقريبا على شكل خط أفقي مع محور الفواصل. على غير المنحنى رقم (02) الذي أظهر أنَ تغيرات القيمة السوقية لأسهم شركة بيوفارم كانت مرتفعة.

انطلاقا من هذه المعطيات، يتم حساب معدلات العائد الخاص بالبورصة (عائد سوقي)، وأسهم كل من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (العينات المختارة). تبعا للعلاقتين التاليتين:

$$R_{m.t} = \frac{P_{m.t} - P_{m.t-1}}{P_{m.t-1}} \qquad R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث:

$R_{m.t}$: معدل عائد السوق.

$P_{m.t}$: القيمة السوقية للأوراق المتداولة في البورصة في الفترة t.

R_i: معدل عائد السهم.

P_t: القيمة السوقية للسهم.

تعطي هاتين العلاقتين النتائج الموضحة في الجدول أدناه.

الجدول رقم (06): نتائج العائد السوقي لبورصة الجزائر والعائد السوقي للأسهم المتداولة في البورصة

R_m	$R_{i(SAI)}$	$R_{i(BIO)}$	$R_{i(ALL)}$	$R_{i(AUR)}$
0,0469658	0,03333333	0,06796117	0	0
0,0730548	0,00806452	0,1	-0,0813953	0,01
0,0523788	-0,072	-0,00826446	0	0
0,013337	0,05172414	0	0,06329114	0,02970297
-0,0010691	-0,0081967	0	0	0
0,018023	0,04958678	0,025	0,01428571	0,009615385
-0,0263431	0	-0,06504065	0,00234742	0
0,0174218	0	0,02608696	0,00468384	0
-0,0129528	-0,0393701	-0,02542373	0,04662005	0,00952381
-0,0048484	-0,0016393	0	-0,0400891	0
0,0022908	0,00164204	0,00869565	0	0
0,0449932	0	0,06896552	0,01160093	0
0,0362858	0,01639344	0,0483871	0,00458716	0,037735849
0,0036038	0	0	-0,1004566	-0,00727273
0,0060175	-0,0645161	0,00846154	0	0,001831502
0,0100577	0,03448276	-0,08466819	0,02538071	0
0,0070312	-0,0333333	0,01666667	0,00742574	-0,00182815
-0,0042361	0	-0,00901639	0,02457002	0
0,0001908	0	0	0,00239808	0
0,0015868	0	0,00165426	0	0,007326007
-0,013827	-0,0862069	0	0,00956938	0
-0,0002978	-0,009434	0	0,00947867	0
0,0012848	0	0	0	0,018181818
0	0	0	0	0

0	0	0	0	0
0,0130874	0,09904762	0,00082576	-0,1197183	0
0,0066837	-0,0433276	0,01072607	0,00533333	-0,01785714
0,0029246	0	-0,09387755	0,01061008	0
0,0335337	0	0,04954955	0	0
0,004475	0	0,00429185	0	0,02
0,0314053	0	0,04700855	-0,3700787	-0,01960784
0	0	0	0	0
0,0022924	-0,0163043	0,00081633	0,05	-0,00181818
0,0149198	0	0,01957586	0,01587302	0
0,0115117	0	0,016	0,00390625	0
0	0	0	0	0

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات العينة.

أولا: التحليل الإحصائي للمعطيات

بعد أخذ المعطيات، وإجراء التحليل الإحصائي عليها للوقوف على مدى وجود علاقة خطية بين معدل عائد البورصة ومعدل عائد الشركات، تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول أدناه.

الجدول رقم (07): يبين تحليل أنوفا (ANOVA) لمعطيات العينة

سهم صيدال					
النموذج	**مجموع المربعات**	**درجة الحرية**	**متوسط مجموع المربعات**	**إحصائية فيشر**	**الدلالة الحصائية**
معادلة الإنحدار	**0.001**	**1**	**0.001**	**0.933**	**0.341**
البواقي	**0.038**	**34**	**0.001**		
المجموع	**0.039**	**35**			
سهم بيوفارم					
النموذج	**مجموع المربعات**	**درجة الحرية**	**متوسط مجموع المربعات**	**إحصائية فيشر**	**الدلالة الإحصائية**
معادلة الإنحدار	**0.023**	**1**	**0.023**	**31.313**	**0.000**
البواقي	**0.025**	**34**	**0.001**		
المجموع	**0.048**	**35**			
سهم أليانس للتأمينات					
النموذج	**مجموع المربعات**	**درجة الحرية**	**متوسط مجموع المربعات**	**إحصائية فيشر**	**الدلالة الإحصائية**
معادلة الإنحدار	**0.012**	**1**	**0.012**	**2.554**	**0.119**
البواقي	**0.164**	**34**	**0.005**		
المجموع	**0.176**	**35**			

سهم م.ت.فالأوراسي					
النموذج	**مجموع المربعات**	**درجة الحرية**	**متوسط مجموع المربعات**	**إحصائية فيشر**	**الدلالة الإحصائية**
معادلة الإنحدار	**0.000**	**1**	**0.000**	**0.466**	**0.500**
البواقي	**0.004**	**34**	**0.000**		
المجموع	**0.004**	**35**			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج التحليل الإحصائي SPSS لمعطيات العينة.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أنَ العلاقة الخطية غير محققة بالنسبة لأسهم شركات كل من صيدال، أليانس للتأمينات، وم.ت.فالأوراسي، أي أنَ معطيات الأسهم الثلاث لا تتحقق مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث حققت هذه الأسهم دلالة إحصائية تفوق (0.05) وهذا ما يؤكد عدم صلاحية النموذج.

على الجانب الآخر فقد تحققت العلاقة الخطية بالنسبة لأسهم شركة بيوفارم، والنموذج مقبول، مما يعني أنَ تغيرات معدل عائد أسهم شركة بيوفارم تابعة خطيا لتغيرات معدل عائد بورصة الجزائر.

كما أظهرت الدراسة الإحصائية للمعطيات قيم معاملات النموذج، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (08): معاملات النموذج

سهم صيدال				
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت	الدلالة الإحصائية
	α	0.271	−0.814	0.421
	β	0.163	0.966	0.341
سهم بيوفارم				
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت	الدلالة الإحصائية
	α	1.278	−1.431	0.162
	β	0.692	5.596	0.000
سهم أليانس للتأمينات				
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت	الدلالة الإحصائية
	α	−0.931	−0.074	0.942
	β	0.692	−1.598	.1190

سهم م.ت.فالأوراسي			
النموذج	المعاملات		إحصائية ستودنت	الدلالة الإحصائية
	α	0.061	0.987	0.331
	β	0.116	0.683	0.500

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج التحليل الإحصائي SPSS لمعطيات العينة.

من خلال الجدول أعلاه يُلاحظ أنَ قيم المعاملين β وα لكل من سهم شركة صيدال، أليانس للتأمينات، وم.ت.فالأوراسي، يختلفان عن الصفر بدلالات إحصائية مختلفة. غير أنَ هذه النتائج تبين بل وتؤكد عدم صلاحية المعاملات، أي أنها تؤكد النتيجة المتوصل إليها سابقا ألا وهي عدم صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالنسبة لهذه الأسهم.

على النقيض من ذلك، أظهرت الدراسة الإحصائية أنَ المعلمة β لسهم شركة بيوفارم أيضا تختلف عن الصفر بدلالة إحصائية معدومة، مما يؤكد وجود العلاقة الخطية، أما الثابتة α فحققت قيمة مساوية تقريبا للواحد α=1.278 وبدلالة إحصائية (.331)، ومنه صلاحية المعاملات أي صلاحية النموذج، وهو مايتوافق مع النتيجة السابقة.

وعليه، وبناء على هذه النتائج يمكن صياغة العلاقة التالية:

$$R_i = 1.278 + 0.692R_m$$

أي وجود علاقة طردية بين تغيرات معدل عائد السوق المالية ($R_{m.t}$)وتغيرات معدل أسهم شركة بيوفارم(R_t)، أي أنَ معامل بيتا موجب، مما يعني أنَه كلما زاد معدل عائد السوق المالي زاد معدل عائد أسهم الشركة.

ثانيا: تحليل مخاطر الإستثمار لعينة الدراسة

للوقوف على مدى صحة العلاقة بين العائد والمخاطرة، وجب تحليل مؤشرات مخاطر الاستثمار من خلال:

الجدول رقم(09): مؤشرات المخاطر النظامية والكلية

	معامل β	الإنحراف المعياري	العائد المتوقع للسهم	معامل الإختلاف
Marché	1	0.201356	0.01058873	49.6633711
SAI	0.163	0.033442639	-0.0021636	29.901946
BIO	0.692	0.037175453	0.00633464	26.89947066
ALL	-0.264	0.070940598	-0.0108048	14.0963007
AUR	0.116	0.01053754	0.00258198	94.89880937

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات العينة.

1. معامل بيتا

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أنَ قيم β لأسهم الشركات الأربعة خلال كامل فترة الدراسة، تراوحت بين الموجب والسالب، حيث كان سهم بيوفارم الأكثر مخاطرة بقيمة (0.692)، يليه سهم صيدال بـ (0.163)، بعدها سهم م.ت.فالأوراسي بـ (0.116)،أي أنَه هناك علاقة طردية بين عائد الأسهم وعائد السوق، وهذا يدل على وجود إستجابة بين تقلب عائد السهم اتجاه تقلب عائد السوق، وأنَ هذه الأسهم أسهم دفاعية، في حين حقق سهم أليانس للتأمينات (0.264-)، أي وجود علاقة عكسية بين عائد السهم وعائد السوق.

ومنه فإنَ مخاطر الأسهم للشركات أقل من مخاطر البورصة، ذلك أن معامل بيتا أقل من الواحد.

2. الإنحراف المعياري

وهو مؤشر يقيس المخاطر الكلية، ومن الجدول يلاحظ أنَ سهم أليانس للتأمينات ينطوي على مخاطر مرتفعة قدرت بـ (7.09%)، تليها أسهم شركة بيوفارم بـ (3.71%)، بعدها بمخاطر أقل كل من أسهم شركة صيدال بـ (3.34%) وأسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بـ (1.05%).

3. العائد المتوقع للسهم

في حين وُجد أنَ العائد المتوقع لكل من أسهم شركة صيدال وأليانس للتأمينات هي عوائد سلبية بالاستثمار، على الجانب الآخر لُوحظ أنَ العائد المتوقع لأسهم شركة بيوفارم أعلى وبدرجة مخاطرة أكبر،

مقارنة بسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي فكان العائد المتوقع للسهم ضئيل جدا بقيمة (0.25%) وبدرجة مخاطرة أقل.

4. معامل الاختلاف

وهو مؤشر يقيس مخاطرة كل وحدة متوقعة من العائد، ومن خلال الجدول أعلاه فإنَ درجة المخاطرة التي حققها سهم م.ت.ف الأوراسي عالية جدا بنسبة (94.89%)، بدورها أعلى من مخاطر السوق التي كانت بنسبة (49.66%)، تليها بمخاطرة أقل سهم شركة صيدال بنسبة (29.90%)، ثم سهم شركة بيوفارم بـ (26.89%)، ختاما بسهم أليانس للتأمينات الذي حقق أقل درجة مخاطرة بـ (14.09%).

المخاطر النظامية واللانظامية

خلصت الدراسة الإحصائية لمعطيات العينة إلى النتائج المدونة في الجدول أدناه، والمتعلقة بالمخاطر النظامية واللانظامية للعينة.

الجدول رقم (10): المخاطر النظامية واللانظامية

المخاطر النظامية		المخاطر اللانظامية	
Marché	0.021356	SAI	0.033281
		BIO	0.034465
		ALL	0.070741
		AUR	0.010275

المصدر: من إعداد الطالبة.

من المعطيات المتحصل عليها في الجدول أعلاه، تبين بأنَ مخاطر شركة صيدال وشركة بيوفارم، وشركة أليانس للتأمينات أكبر من مخاطر السوق، وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين تغيرات عائد بورصة الجزائر ومعدل أسهم الشركات، وخاصة سهم شركة بيوفارم الذي يحقق صحة العلاقة الطردية بين عائد بورصة الجزائر وعائد سهم الشركة.

ماعدا سهم م.ت.ف الأوراسي الذي حقق مخاطر أقل من مخاطر السوق.

خلاصة الفصل

هدف هذا الجزء من البحث إلى دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، من خلال تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، بالاعتماد على 180 ملاحظة ميدانية بمعدل شهري لمتغيرات النموذج، ابتداء من ماي 2018 إلى غاية ماي 2021.

ومن بين ما توصلت إليه الدراسة، هو أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير محقق على جميع أسهم العينة المختارة للدراسة، ماعدا سهم شركة بيوفارم الذي أعطى نتائج جيدة حققت النموذج، حيث تم التوصل إلى علاقة خطية قوية بين تغيرات عائد سهم بيوفارم وتغيرات معدل عائد بورصة الجزائر.

كما أظهرت الدراسة أنَ القيمة السوقية للأسهم أقل من قيمة السوق، وهذا كان نتيجة لتحليل المخاطر باستعمال معامل بيتا β، والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

خاتمة

خاتمة

يعتبر التطور الحاصل في الاقتصاد، وزيادة حركة رؤوس الأموال داخل السوق المالية، من العوامل التي أدت لزيادة المستثمر بالاهتمام بالاستثمار في الأوراق المالية مما تحققه من ثروة في ظل مخاطر مقبولة، وهو الهدف الذي يعمل عليه المستثمر، حيث أنَه يسعى دائما إلى تجنب المخاطر ولن يرضى بقبول أي مستوى إلاَ إذا توقع الحصول على عائد كاف للتعويض عن هذا الخطر.

ولمعالجة هذا الموضوع الذي حاز على اهتمام الكثير من الباحثين الاقتصاديين، وللتعرف أكثر على خباياه، اختيرت هذه الدراسة المُعَنونة بـ " العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر"، عُولج فيها جانبين أولهما نظري، حيث سلط الضوء على الإطار النظري للعائد والمخاطرة، والعلاقة بينهما، والنماذج المُمَثلة لهاته العلاقة أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، والآخر تطبيقي والذي ناقش ميدانيا هذه العلاقة في السوق المالي الجزائري الممثل في بورصة الجزائر.

حيث أثبتت الدراسات التي قام بها بعض الباحثين الاقتصاديين مثل ماركوفيتز وشارب وروس، بأنّ هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، وهذا ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة، بالإضافة إلى نتائج بحثية أخرى يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

نتائج الدراسة

أسفرت هذه الدراسة عن نتائج نظرية وأخرى تطبيقية.

النتائج النظرية

- تنقسم المخاطر الكلية إلى مخاطر نظامية، وهي المخاطر العامة التي تمس كل الاستثمارات وتقاس عن طريق معامل بيتا β، ومخاطر لا نظامية وهي التي تمس شركة بذاتها أو صناعة عن أخرى.
- تقاس المخاطر النظامية واللانظامية بمقاييس إحصائية شهيرة، منها التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، والمدى.
- يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الرائد في عملية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة.
- تتميز نظرية التسعير بالمراجحة APT عن غيرها بشموليتها لكافة المخاطر.
- تهتم المالية السلوكية، بدراسة سلوك المستثمر.

النتائج التطبيقية

- تتميز جميع المخاطر التي يتعرف لها القطاعات الثلاث بدرجة منخفضة أقل من الواحد (اعتمادا على معامل بيتا β).
- تحقق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر على سهم شركة بيوفارم، وعدم تحققه على الأسهم الأخرى.
- العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر على سهم شركة بيوفارم علاقة طردية ايجابية.

اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى: " نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ليس قادرا على تحديد وتفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر".

فرضية مقبولة إلى حد ما، حيث أثبتت الدراسة التطبيقية أن لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية القدرة في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة في سهم شركة بيوفارم، وليس على كل الشركات.

الفرضية الثانية: " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة"

أثبتت صحة الفرضية، من خلال ما تم التوصل إليه تطبيقيا وهو وجود العلاقة الخطية بين معدل عائد البورصة ومعدل عائد سهم شركة بيوفارم.

الفرضية الثالثة: " تمتاز طبيعة العلاقة بأنها علاقة طردية إيجابية"

تم التوصل إلى صحة هذه الفرضية، حيث أنّ العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر بين عائد السوق وعائد سهم شركة بيوفارم علاقة طردية إيجابية.

التوصيات والاقتراحات

بعد معالجة الموضوع، والتعرف على جوانبه النظرية والتطبيقية، ونظرا لما آلت إليه هذه الدراسة من نتائج، وبعد التعرف على السوق المالي الجزائري، وتقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة في هذا السوق، يمكن طرح التوصيات التالية:

- العمل على خلق ثقافة الاستثمار والادخار لدى الفرد الجزائري، بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية والسمعية والبصرية والمقروءة، من أجل إيصال ثقافة البورصة لدى الأفراد.
- تهيئة المناخ الاستثماري، من خلال تحسين الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية.
- تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الدخول في البورصة، وذلك من خلال تشجيع سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- استحداث أدوات مالية دينية (وفق متطلبات الشريعة الإسلامية)، لجذب أكثر للمستثمرين.

قائمة المراجع
والمصادر

قائمة المصادر والمراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب

1. أحمد محمد فرحات، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، 2019.
2. بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، **الأسواق المالية الدولية-تقييم الأسهم والسندات-**، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة-الجزائر،2019.
3. خالد وهيب الراوي، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2000.
4. دريد كمال آل شبيب، **إدارة المحافظ الإستثمارية**، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 2010.
5. زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي)**، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، الأردن، 2008.
6. طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر**، الدار الجامعية، الاسكندرية،2007.
7. طارق عبد العال حماد، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع،2000.
8. غازي فلاح المؤمني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع.
9. فهمي مصطفى الشيخ، **التحليل المالي**، الطبعة الأولى،فلسطين،2008.
10. قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى الأردن، 2008.
11. محمد علي العامري، **الإدارة المالية**، دار المناهج للنشر والتوزيع،2015.
12. محمد قاسم خصاوية، **أساسيات الإدارة المالية**، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،2011.
13. محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،2005.
14. منير ابراهيم هندى، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية،1999.
15. مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى،2013.

ب. الرسائل الجامعية

1. أماني محمد عبد البريكات، **اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة Fama&French على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية_دراسة تطبيقية_**، مذكرة ماجستير، 2009.

2. أيمن الشهاب، **اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة**، مذكرة دكتوراه، جامعة حلب، 2015.

3. بديار أمينة، **فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية**، رسالة دكتوراه في تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد بن باديس–مستغانم، 2019.

4. بن فريحة حسام، **بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجيلالي اليابس،سيدي بلعباس،2021.

5. بهاء غازي عرنوق، **أثر عوامل فاما وفرانش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة– دراسة تطبيقية_**، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق،2015.

6. بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري –قسنطينة–، 2007.

7. خروبي يوسف، **تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح–ورقلة–،2012.

8. سليمة حشايشي، **نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق العربية_دراسة قياسية_**،مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس– سطيف 2018.

9. عبير بوضياف، **سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS في المالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.

10. فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، **قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين_دراسة تحليلية مقارنة_**، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية_غزة، 2014.

11. محمد علي، **إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية**، مذكرة دكتوراه، جامعة القاهرة.

ت. المجلات والدوريات

1. بدروني عيسى،شريط حسين الأمين،**دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أ رويبة كنموذج"**،جامعة محمد بوضياف المسيلة.

2. بلفيطح ريمة، **اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر–تحليل سلوك المؤشر Dzair Index للفترة(2008–2015)**، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف– المسيلة، العدد 17، 2017.

3. بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، **نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية**،مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث،العدد01،مارس2017.

4. بن شنهو فريدة، **واقع السوق المالي الجزائري وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية**، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 13، ديسمبر 2016.

5. بن عيسى إلهام وآخرون، **أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية_اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية_**، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،المجلد12، العدد2، 2019.

6. بودويرة أمينة، **واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري**، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01، جامعة أمحمد بوقرة–بومرداس، 2019.

7. تكواشت رانية، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية**، مجلة إقتصاديات المال والأعمال JFBE، المجلد 4، العدد1، أفريل 2020.

8. د.فاطمة الزهراء سعيدي، ط.د. بلال فراحي، **آليات تنشيط بورصة الجزائر (الآداء، المعوقات والحلول)**، مجلة آفاق علمية، المجلد 13، العدد03، مخبر الاقتصاد الكلي والمالية الدولية، جامعة المدية، 2021.

9. رزيقة مخوخ، **تحديات تطور بورصة الجزائر والحلول المدرجة للخروج بتفعيلها**، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 05، العدد 02، جامعة المسيلة، ديسمبر 2020.

10. رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**، حوليات جامعة قالمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، رقم5، 2010.

11. سحنون محمود،**إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة**،مجلة العلوم الانسانية،العدد31،جوان2009.

12. سحنون مريم، رشاش عباسية، **فعالية استخدام نموذج العوائد المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية**، مجلة الدراسات الاقتصادية والكمية،العدد2015،01.

13. عبد اللطيف مصيطفى،عبد الله عنيشل، **العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية،العدد2017،3.

14. عمار زودة، حمزة بوكفة، **سوق الأوراق المالية في الجزائر: طبيعتها، معوقات نموها ومتطلبات تنشيطها– دراسة تحليلية للفترة(2007–2015)**–، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE، مارس2018.

15. عمار زودة، وآخرون، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية**، مجلة دراسات وأبحاث في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020.

16. قاسم نايف علوان، ابراهيم الزعلوك،**أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM دراسة تطبيقية**، جامعة التحدي،سرت–ليبيا.

17. محفوظ بصيري، فريدة سلماني، **تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية**، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، المجلد 12،العدد 2.

18. نعمان محصول، نورالدين محرز، **تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي،المجلد 15،العدد02، جوان 2018.

ث. الملتقيات والمؤتمرات

1. زيدان محمد، نورين بومدين، **دور السوق المالي في تمويل التنمية الإتصادية بالجزائر –المعوقات والآفاق–**، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية–، جامعة محمد خيضر بسكرة–الجزائر، يومي 21–22 نوفمبر 2006.

ج. محاضرات

1. غربي حمزة، **محاضرات في إدارة المحفظة المالية**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2021.

2. قوتال ابتسام، **محاضرات في مقياس المخاطر المالية**.

3. محمودي مليك، **محاضرات في مقياس تقييم المشاريع الاستثمارية**، جامعة محمد بوضياف– المسيلة–.

ح. المواقع الإلكترونية

1. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر WWW.SGBV.DZ.

2. الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة WWW.COSOB.ORG.

خ. من الجريدة الرسمية

1. المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93–10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية.

2. المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93–10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Bertrand jacquillat&Bruno solnik,**Marchés Financiers :gestion de portefeuille et des risques**,2eédition,DUNOD, paris 1990.
2. Fama, E. F. and French, K. R. (1993) **Common risk factors in the returns on stocks and bonds**, Journal of Financial Economics.
3. FARBER A, and All, **FINANCE**, Pearson Education, Fance,2004.
4. Iwedi Marshal and all, **Sectorial analysis of Risk_Return characterristic of quoted stocks in the Nigerrrian stock exchange**, Account and Financial Management Journal,1,25-55,2016.
5. Mohammad A, **Capital Asset Pricing Model, Theory and pratice :Evidence from USA (2009-2016)**, International Journal of Business and Managmenet,Vol12, N8,2017.

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Université Mohamed Boudiaf a M'sila

Faculté des Sciences Économiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

Département: .....

جامعة محمد بوضياف - المسيلة
Université Mohamed Boudiaf - M'sila

امعة محمد بوضياف بالمسيلة

ية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

سم: علوم المالية والمحاسبة

تصريح شرفي

بالالتزام بمعايير الأمانة و النزاهة العلمية في إعداد مذكرة الماستر

أنا الممضي اسفله:

الطالب (ة)*: حجاب ياسمين المولود(ة) بتاريخ: 1997/12/30 ب: المسيلة

الحامل لبطاقة التعريف الوطنية (أو ر.س.) رقم: 203448710 الصادرة بتاريخ: 2018/09/30 عن: بلدية المسيلة

المسجل بالسنة الثانية ماستر شعبة: مالية ومحاسبة تخصص: مالية وبنوك خلال السنة الجامعية: 21/20

والمعد لمذكرة الماستر التي تحمل عنوان**: العلاقة بين العائد والمخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

أصرح بشرفي أني إلتزمت بمراعاة معايير الأمانة والنزاهة العلمية المطلوبة في إنجاز مذكرة الماستر المذكور أعلاه.

حرر بتاريخ: 2021/06/13

التوقيع و البصمة

*يحرر كل طالب (ة) تصريحا فرديا في حالة إعداد المذكرة من طرف أكثر من طالب(ة) واحد .