

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
تخصص: مالية وبنوك



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: علوم المالية والمحاسبة  
رقم: .....

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
تحت عنوان:

اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحليل  
العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر

تحت إشراف:

د. قمان مصطفى

من إعداد:

بن السيلت زينب

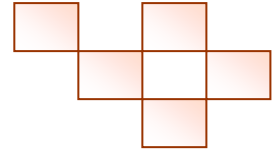
لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
			رئيسا
			مشرفا ومقررا
			مناقشا

السنة الجامعية : 2020-2019



إهداء:



إلى من جرع الكأس فارغاً ليستقيني قطرة حب

إلى من كُلت أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة

إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم

إلى القلب الكبير (أبي)

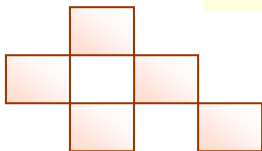
إلى من أرضعتني الحب والحنان

إلى رمز الحب وبلسم الشفاء

إلى القلب الناصع بالبياض (أمي)

إلى رياحين حياتي إخوتي

إلى كل من نسيه قلبي وتفكره قلبي.



الصفحة	الموضوع
I	الإهداء
II	الملخص
III	فهرس
V	قائمة الجداول والأشكال
أ-هـ	مقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأصول المالية
03	المطلب الأول: مكونات الأصول المالية
08	المطلب الثاني: العائد وأنواعه
10	المطلب الثالث: المخاطرة وتصنيفها
16	المبحث الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
16	المطلب الأول: تقديم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
20	المطلب الثاني: معادلات واختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
25	المطلب الثالث: الانتقادات والنماذج التوسعية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية camp
32	خلاصة الفصل
33	الفصل الثاني: الإطار التطبيقي للدراسة
34	تمهيد
35	المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر
35	المطلب الأول: نشأة ومراحل تطور بورصة الجزائر.
39	المطلب الثاني: هيئات وأسواق بورصة الجزائر
44	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر ومقترحات لتفعيل نشاطها
50	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة
50	المطلب الأول: عينة وحدود الدراسة
53	المطلب الثاني: عرض البيانات
55	المطلب الثالث: مناقشة النتائج
57	خلاصة الفصل

## قائمة المحتويات

---

58	خاتمة عامة
62	قائمة المصادر والمراجع

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
42	الشركات المدرجة في البورصة	01
43	جدول تلخيصي لشروط الإدراج في سوق سندات رأس المال	02
53	أسعار الأسهم الافتتاحية والاختتامية وتوزيعاتها خلال كل سنة	03
54	العائد السوقي للمحفظة والعائد المتوقع للسهم	04
55	مؤشرات المخاطر النظامية والكلية والعائد المطلوب	05

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
22	مخطط بياني يمثل خط سوق الأوراق المالية	01
44	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	02

مقامت

## تمهيد:

يعتمد التقييم الجيد لأي أصل مالي على إيجاد القيمة العادلة لمخاطر الاستثمار فيه، وتعتبر مخاطر الاستثمار من أهم العوامل المؤثرة في الأسواق المالية، وبالتالي فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة مخاطر الاستثمار في السوق المالي بصورة صحيحة، هي أساس تقييم الأصول المالية، إلا أن فهم هذا الموضوع لم يتحقق ويجسد على أرض الواقع إلا بعد أن قدم William Sharpe نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سنة 1964، حينها أصبحت عملية تقييم الأوراق المالية تتم وفق إجراءات تعتمد على أساس علمي، كما أصبح معامل  $\beta$  وهو العامل الأساسي الذي جاء به النموذج الذي يكتسي أهمية بالغة في تقدير المخاطر النظامية للاستثمارات المالية.

على الرغم من أهمية هذا النموذج من الناحية العملية والمكانة التي يحظى بها في أوساط المهنيين والأكاديميين إلا أنه يعاب عليه اعتماده على مؤشر واحد في تحديد مخاطر الاستثمار وهو المخاطر النظامية، ذلك أن الاستثمار في الأصول المالية محاط بالعديد من المخاطر الخاصة بشركات محددة وصناعات معينة لا يمكن أن ندرجها تحت مظلة المخاطر النظامية، وهذا النوع من المخاطر منتشر بكثرة في الأسواق المالية العربية نظرا لحدثة نشأة أغلب هذه الأسواق، وبالتالي فإن أداء الشركات المقيدة فيها غير مستقر، ويتأثر بشدة بالتقلبات التي تحدث فيها، أو في القطاعات الناشطة في هذه الأسواق أو حتى على مستوى التوجهات الاقتصادية الكلية.

إن ما قدمته نماذج تقييم الأصول المالية، وعلى رأسها كما سبق القول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، جاءت أساساً مطبقة في الأسواق المالية المتقدمة وبالتالي فهي مكيفة لتأخذ بعين الاعتبار خصوصية تلك الأسواق، وإذا ما أردنا أن نطبق هذه النماذج على السوق المالي الجزائري من أجل تحليل العلاقة بيننا وبينها أيضاً أن نكيفها مع خصوصية هذه السوق، لهذا سنحاول من خلال هذه الدراسة تقديم نموذج لتقييم مخاطر الاستثمار في الأصول المالية في السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) من خلال الإجابة على الإشكالية التالية:

ما مدى دقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقييم العلاقة بين العائد ومخاطر الأسهم المنداولت في بورصة الجزائر؟

هذه الإشكالية تقود إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما علاقة عائد الأصول المالية بمخاطرها؟
- هل التنوع يقضي على مخاطر الأصول المالية؟
- هل يفسر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التغيرات في عوائد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر؟

**الفرضيات:**

- علاقة عائد الأصول المالية بمخاطرها علاقة عكسية؛
- يقضي التنوع على جزء من مخاطر الأصول المالية ويمكن التقليل من المخاطرة غير النظامية وذلك عن طريق التنوع، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالتنبؤ بالمخاطرة النظامية؛
- لا يفسر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التغير في عوائد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر، لأن هذا النموذج يعتمد على المخاطر النظامية، والتي لا يمكن تقديرها في السوق المالي الجزائري.

**أهمية الدراسة:**

تتمثل أهمية الدراسة في أنها تتطرق إلى موضوع من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر، وذلك من خلال إظهار أسس تقييم الاستثمارات المالية، مع ذكر أهم نموذج خاص بذلك، وكذا محاولة تطويع هذه المفاهيم بالنموذج مع خصوصية السوق المالي الجزائري.

**أهداف الدراسة:**

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة، في إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتقييم الأصول المالية يأخذ بعين الاعتبار خصوصية السوق المالي الجزائري (البورصة).

إضافة للأهداف الفرعية التالية:

- الإلمام بمفهوم العائد ومخاطر الاستثمار؛
- اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي الجزائري (البورصة)؛
- توضيح آلية استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتحديد العائد المطلوب على الأسهم.

**منهج الدراسة:**

استخدم المنهج الوصفي التحليلي الذي يجمع بين الدراسة المكتبية والدراسة التطبيقية، فالمنهج الوصفي للإحاطة لجانب النظري في العائد والمخاطرة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية camp، وفيما يخص الجانب التطبيقي فاستعمل المنهج التحليلي لاختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

**الدراسات السابقة:**

1. دراسة بارتان شابي، 2003، **تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في السوق المالي الإفريقي دراسة حالة أسهم بورصة نيروبي**، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على سوق القيم بنيروبي "كينيا"، شملت عينة الدراسة 45 سهم حيث تم حساب عائد وخطر الأسهم، وقد بينت الدراسة كفاءة بورصة نيروبي عند المستوى القوي وهو صفة للأسواق الناشئة، ارتفاع المخاطر الكلية وانخفاض عائد الأسهم، عدم وجود علاوة المخاطرة بالبورصة النيروبية، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوائد وبيتا وهو ما يتعارض مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.
2. دراسة حسن مشرقي وأيمن الشهاب، 2014، **اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية**، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، وقام الباحثان باستخدام العوائد الإضافية الشهرية لثمانية شركات مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ما بين عامي 2010 - 2013، وكذلك العائد الإضافي الشهري لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (DWX)، لنفس الفترة من أجل اختبار النموذج، وتوصل الباحثان إلى أنه توجد علاقة ذات دلالة ما بين تقلبات عائد السوق وبين تقلبات العوائد الإضافية لأسهم أغلب الشركات المدروسة، ولكنه ليس العامل الوحيد بدلالة قيم معامل التحديد المتدنية، واستنتج الباحثان أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير صالح للاستخدام في سوق دمشق للأوراق المالية بسبب فشله في الاختبار الإحصائي.
3. علي حميد هندي العلي، 2018، **استخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولية في تقدير العوائد المالية المطلوبة للمحفظة الاستثمارية الدولية: دراسة حالة في شركة زين الدولية**، تم في الدراسة الحالية العمل على تقدير نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولية من خلال إنشاء محفظة استثمارية دولية، وبالاعتماد على البيانات الخاصة بتقدير نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية على المستوى المحلي مضافاً إليه العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة ولكن ضمن النطاق الدولي، اعتمدت الدراسة الحالية على تشكيل محفظة استثمارية دولية تضمنت عدد من شركات الاتصالات المتنقلة، وقد شملت بعض شركات مجموعة زين الدولية وهي كل من (الكويت، الأردن، السودان، العراق، البحرين)، وقد اعتمدت الدراسة على عملية تحليل البيانات المستندة على التقارير السنوية المنشورة للمجموعة ولمدة من عام 2007 ولغاية 2016، أهم النتائج التي تم

التوصل إليها أن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية على المستوى الدولي يعطي صورة واقعية أكثر عن معدلات العائد المطلوبة على الاستثمار وبالأخص عند التنوع الدولي لهذه الاستثمارات, الأمر الذي ينتج عنه زيادة في معدلات العائد المطلوب، وكذلك الاستفادة من تقدير معدلات العائد لاستثمار ضمن النطاق الدولي.

4. دراسة فؤاد عبد الحميد النواجحة، 2015، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011-2013)، والوقوف على ماهية تلك النماذج ودورها في تسعير الأصول الرأسمالية والتي تتمثل في نموذج التقييم المحاسبي، وشملت عينة الدراسة أربعة وعشرون شركة مدرجة ببورصة فلسطين، حيث تم حساب العائد الشهري لكل شركة ومن ثم حساب كل معامل "بيتا" والانحراف المعياري، ومن ثم تقييم الأسهم وفقاً للنماذج الثلاثة كل على حدة لبناء محافظ جديدة، وقد توصلت الدراسة لعدم وجود فروق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية للشركات المدرجة ببورصة فلسطين وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي.

الفصل الأول:

الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر

الأصول المالية

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

## تمهيد:

تعتبر الأصول المالية بصفة عامة والأوراق المالية بصفة خاصة عصب الحياة لسوق المال وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة لتلك الأسواق، فهي قيم منقولة ومن الأشكال الحديثة للاستثمار وهذا النوع كغيره من الاستثمارات له وجهان، وجه يمثل العوائد التي يمكن أن يحققها والوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله بهذا الاستثمار، وبالتالي فإن اتخاذ القرار المناسب يوجب عليه أن يكون على دراية ووعي كافيين بطبيعة المخاطر، وطرق تقديرها.

حيث أسهم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مساهمة كبيرة في إثراء المعرفة في هذا المجال، كونه يناقش العلاقة الرئيسية التي يبنى عليها المستثمر قراراته، وهي العلاقة بين العائد والمخاطر، ولكنه ليس الوحيد في هذا المجال، فنتيجة لقصور البناء النظري له، ظهرت عدة نماذج أخرى لتسعير الأصول المالية، ومن أشهرها نموذج التسعير بالمراجعة، ونماذج فاما وفرشن، ونظرية المالية السلوكية.

وتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، بالنسبة للمبحث الأول تم معالجة مكونات الأصول المالية ومفهوم العائد الذي تحققه والتركيز على المخاطر التي تتعرض لها، أما المبحث الثاني يشرح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .CAPM

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأصول المالية

يجب أن يراعي المستثمر في الأصول المالية عاملين أساسيين هما العائد والمخاطرة وذلك لتعظيم قيمة السهم وكل قرار مالي ينطوي عليه عائد وخطر معين، لهما خصائص معينة، والارتباط المميز لهذه الخصائص له أثر على قيمة السهم ويمكن النظر إلى الخطر إما أنه مرتبط بأصل واحد أو بمحفظة (مجموعة من الأصول).

### المطلب الأول: مكونات الأصول المالية

كافة الصكوك بمختلف أنواعها ليست أصولا مادية ملموسة، وليس لها قيمة في ذاتها، وإنما تمثل حقوقا على مصدرها سواء كان المصدر شركة أو فردا<sup>1</sup>، ومن بين مكونات الأصول المالية ما يلي:

1. **السهم:** يعد السهم من أدوات سوق رأس المال ويتميز بخصائص مختلفة تتباين في مصادرها وتخضع لمعايير مختلفة وكثيرة.

1.1. **تعريف السهم:** يمثل السهم الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة، كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق، كما تعرف الأسهم على أنها مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في الشركة، وهي أيضا أحد الوسائل الرئيسية لتمويل طويل الأجل في الشركة خاصة رأس المال الدائم فالشركات المساهمة تعتمد اعتمادا يكاد يكون تاما على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين، وبذلك فالأسهم العادية تضمن للشركات التمويل، وتضمن لصاحب الحق الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع وتكون ما يملكه من أسهم.<sup>2</sup>

للأسهم عدة قيم (إسمية، دفترية، سوقية، حقيقية) نذكرها كما يلي:

- **قيمة إسمية:** وهي قيمة السهم عند إصداره لأول مرة، وتكون عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال منصوص عليها في عقد التأسيس ومن أهم وظائف هذه القيمة هي تحديد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة؛

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر المنهل، 2009، ص167.

<sup>2</sup> بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010، ص 10.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

- **قيمة دفترية:** وتتمثل في القيمة المحاسبية للأصل والمسجلة في دفاتر الشركة المصدرة للسهم؛
- **قيمة سوقية:** وهي القيمة التي تتحدد بناء على تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، أي أنها السعر الذي يبلغه السهم في السوق والذي قد يساوي أو قد يكون أعلى أو أقل من القيمة الدفترية؛
- **قيمة حقيقية:** تدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة وتتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة، الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية، وكفاءة إدارة الشركة.<sup>1</sup>

ولحامل الأسهم حقوق منها:<sup>2</sup>

- حق البقاء في الشركة (باعتباره شريكا فيها) فلا يجوز فصله لأنه مشارك في ملكيتها ولا يجوز نزع هذه الملكية إلا برضاه، إلا في حالة تأمين الشركة؛
- حق التصويت في الجمعية العمومية لشركة والاشتراك في إدارتها؛
- حق الرقابة على أعمال الشركة بمراجعة ميزانيتها وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة؛
- الحق في الحصول على جزء من الأرباح والخسائر والحق في احتياطي الأموال للاقتطاعات من الأرباح؛
- حق التنازل عن السهم بالبيع أو الهبة أو غير ذلك؛
- الحق في اقتسام موجودات الشركة عند تصفية الشركة باعتباره أحد ملاكها.

1.2. أنواع الأسهم: يمكن تصنيف الأسهم وفقا لاعتبارات عديدة كما يلي:

أولا: من حيث حقوق المساهمين: وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

- أ- **الأسهم العادية:** وهي أكثر أنواع الأسهم شيوعا، وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقا متساوية منها:<sup>3</sup>

- تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية؛
- حق التصويت في جالس الإدارة وانتخاب أعضائها؛
- الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات؛
- الحصول على أرباح وفقا لقرارات الإدارة؛

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص54.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال براهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص34.

<sup>3</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد، بسكرة، الجزائر، 2019، ص155.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

- فحص السجلات والرقابة على موجودات الشركة؛
  - الحصول على ما تبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها؛
  - المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركة؛
  - تعديل عقد تأسيس الشركة وإقرار النظام الداخلي؛
  - حق البيع أو التنازل عن الأسهم.
- وللأسهم العادية مزايا نذكر منها:<sup>1</sup>
- أن الشركة غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم؛
  - تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها؛
  - إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الافتراضية المستقبلية للشركة.
- والى جانب هذه المزايا يعتري التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب من أهمها:
- ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين: أولهما أن العائد الذي يتطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفعا، نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة، ثانيهما أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية؛
  - إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمزايا الملاك القدامى، غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.
- ب- **الأسهم الممتازة:** ويمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي. وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات، حيث أنها تشبه الأسهم العادية من حيث كونها تمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حاملها محدودة بقدر مساهمته، كما لا يحق لحملتها المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء التوزيعات، وأخيرا قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة. ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية، وأنه لا يجوز لحملة الأسهم

<sup>1</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010، ص10.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح أو من أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم منها، وأخيرا فإنه قد ينص على حق الشركة في استدعاء الأسهم الممتازة لإطفائها كما في حالة السندات.<sup>1</sup>

تقوم الشركات باستعمال الأسهم الممتازة كأسلوب لتمويل لأنها توفر لها المزايا التالية:<sup>2</sup>

• إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر الذي يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للشركة؛

• تمكن الأسهم الممتازة الشركة المصدرة لها من الاستفادة من مزايا السندات والأسهم معا، حيث لا تكون الشركة ملزمة على دفع الأرباح في شكل توزيعات سنوية وهي بذلك تشبه الأسهم العادية كما تضمن عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في الإدارة.

وعلى الرغم من كل هذه المزايا إلا أن هذا الأسلوب في التمويل لا يخلو من العيوب أهمها:

• التكلفة المرتفعة التي تتحملها الشركات المصدرة للأسهم الممتازة وذلك لأن توزيعاتها لا تحقق وفورات ضريبية للشركة كما هو الحال بالنسبة للفوائد المدفوعة على السندات، يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد.

ثانيا: من حيث طبيعة الحصة المساهم بها:<sup>3</sup> وتتمثل في أسهم نقدية، أسهم عينية، حصص التأسيس أسهم مختلطة.

ثالثا: من حيث الشكل وطريقة التداول: تنقسم الأسهم من حيث الشكل وطريقة التداول إلى ثلاثة أنواع:

أ- أسهم اسمية: هي الأسهم التي يسجل اسم صاحبها على صك السهم، وعندما تنتقل ملكية الأسهم لشخص

آخر فإنه يسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص على ظهر السهم يسمى بجدول التنازلات.<sup>4</sup>

ب- أسهم لحامله: لا يذكر اسم مالكة وتثبت ملكيته لحامل السهم وفقا لقاعدة الحياة في دفتر سند الملكية.

ج- أسهم أذنية أو لأمر: يذكر اسم صاحبه في الشهادة مع إظهار الإذن أو الأمر وتداولها عن طريق

التظهير.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، ص: 13-14.

<sup>2</sup> بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص: 15-16.

<sup>3</sup> بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2017، ص: 19-20.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي، جلال براهيم العبد، مرجع سابق، ص: 23.

<sup>5</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص: 154.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

2. **السندات:** تعد السندات من أدوات سوق رأس المال، وتضم أنواع تتباين من حيث مصدرها وفترات تحصيلها، وتخضع عوائدها لمقاييس ومعايير متعددة.

1.2. **تعريف السندات:** السند يمثل جزء من قرض، والمقترض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة، لذلك نميز بين السندات الحكومية وسندات الشركات المساهمة، ويعتبر حامل السند مقرضاً، يستحق فائدة ثابتة سنوية مقابل استثمار أمواله في شكل سندات. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بالسيولة العالية لحامله بوجود سوق للأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول، ويحصل أصحاب السندات على فوائد سنوية من الشركة المصدرة بمعدلات محددة ومبينة على هذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق.<sup>1</sup>

2.2. **خصائص السندات:** للسند عدة خصائص أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

- أن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالي؛
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات الأسعار الفائدة؛
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية. وهما أدنى عند بيعها بخصم وقيم أعلى عند بيعها؛
- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا فإن المعدلات الأعلى خصماً تقدم أعلى سندات؛
- قرض السندات قرض جماعي فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدا؛
- السندات تكون إقتراضية لمدة تتراوح ما بين (10-30) سنة؛
- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، أن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علماً أن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص؛
- إن ارتفاع سعر السند عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

<sup>1</sup> بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص: 17-18.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 19.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

## المطلب الثاني: العائد وأنواعه

العائد على الاستثمار ومخاطر الاستثمار مفهومان مرتبطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، وبغض النظر عن الاستثمار، فالمستثمر هو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد مقبول، لذلك تعتبر المخاطر عنصراً هاماً يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري ويهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة من المخاطرة.

### 1. مفهوم العائد: هناك عدة تعريفات للعائد ومن بينها ما يلي:

- هو عبارة عن مجموع المكاسب الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة.<sup>1</sup>
  - هو المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته.<sup>2</sup>
  - العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، أي أنه المقابل المادي الناتج عن التخلي عن أمواله في الوقت الحاضر من خلال استثمارها لفترة زمنية مستقبلية.<sup>3</sup>
  - هو صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال، وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقة، ولكن معدلات العائد هي التي يمكن من خلالها الحكم على فعالية الاستثمار من عدمه.<sup>4</sup>
  - هو عبارة عن التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه غالباً بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة.<sup>5</sup>
- من خلال هذه التعاريف يمكن الخروج بالتعريف الشامل التالي: العائد هو الزيادة الناتجة عن المجازفة بمبالغ مالية مؤكدة من أجل الحصول على مبالغ مالية أكبر في المستقبل تعوضه عن مخاطر عدم التأكد المرتبطة بها.

### 2. أنواع العائد: قبل التطرق إلى أنواع العائد هناك عدة أشكال لعوائد الأوراق المالية من بينها:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، عمان، 2010، ص10.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 1998، ص289.

<sup>3</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، 2009، ص48.

<sup>4</sup> مُجّد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، المناهج، عمان، 2007، ص413.

<sup>5</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف مُجّد عدنان، مرجع سابق، ص104.

<sup>6</sup> بوزيد سارة، مرجع سابق، ص31.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

أ- توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كالسهم.

ب- الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة، كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

ج- الأرباح الرأسمالية: وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل ربح. نميز للعائد ثلاث أنواع هي:

1.2. **العائد الفعلي أو المتحقق:** وهو عبارة عن المكاسب أو الخسائر الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن، ويتمثل العائد الفعلي بقيمة التدفقات النقدية المتأتية خلال فترة اقتنائه وبالتالي يمكن الاستنتاج أن العائد المتحقق للأصل المالي هو إجمالي الأرباح أو الخسائر الناتجة عن تغير قيمة الأصل المالي.<sup>1</sup>

2.2. **العائد المتوقع:** أي العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه وهو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوعه فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي صدره الاستثمار في أصل معينة<sup>2</sup>، وبالتالي يمكن حساب معدل العائد المتوقع من خلال استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي وفق المعادلة التالية:<sup>3</sup>

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

حيث:

$E(R)$ : العائد المتوقع ،  $P_i$ : وزن الإحتمال ،  $E(R_i)$ : العائد المتوقع في ظل الاحتمال

3.2. **العائد المطلوب:** وهو المعدل الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضاً عن المخاطر المحتملة، وهو يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود والتضخم ومخاطر الاستثمار، ويكون هذا العائد دائماً مرتبطاً بالعائد

<sup>1</sup> سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2018، ص8.

<sup>2</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع، الأردن، 2005، ص32.

<sup>3</sup> Bertrand Jaquilate & Bruno Solnik, **Marche Financiers : Gestion de portefeuille et des risques**, Dunod, Paris, 3eme édition, 1997, p 82.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

الخالي من المخاطر وهو عائد السندات الحكومية، بحيث يجب أن يكون العائد المطلوب أكبر دائماً من العائد الخالي من المخاطر، ويمكن أن تضاف للعائد الخالي من المخاطر كل من نسبة التضخم وعلاوة المخاطرة، ويتم حسابه كالتالي:<sup>1</sup>

$$\text{العائد المطلوب} = \text{العائد الخالي من المخاطر} + \text{نسبة التضخم} + \text{علاوة المخاطر}$$

## المطلب الثالث: المخاطرة وتصنيفها

قبل التطرق لأهم التعريفات الخاصة بالمخاطرة، يجب الإشارة إلى الاختلاف الرئيسي بين الخطر والمخاطرة يتمثل في إمكانية حساب الأخيرة حساباً كمياً مما يمكن من تقاديبها أو التقليل من آثارها بعكس الخطر الذي يحدث فجأة ولا يمكن قياس خسائره في كثير من أنواعه الأخطار المعنوية.

### 1. مفهوم المخاطرة: هناك مجموعة من التعريفات للمخاطرة نذكرها:

- تعرف المخاطرة على أنها ظرف أو وضع في العالم الواقعي يوجد فيه تعرض لوضع معاكس، وبشكل أكثر تحديداً يقصد بالمخاطرة حالة تكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن نتيجة المرغوبة، المتوقعة أو المأمولة.<sup>2</sup>
- تعرف المخاطرة بأنها احتمال أن يكون العائد الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع، وهو ما يعني تباين أو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.<sup>3</sup>
- تعرف المخاطرة على أنها هي إمكانية تحقق العائد أو ربما احتمال وقوع الخسائر الرأس مالية، وعن المبادئ المعرفة في الاستثمار فإن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى إن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة.<sup>4</sup>
- تعرف المخاطرة بعدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وتذبذب العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض.<sup>5</sup>
- المخاطرة تنطوي على مفهوم مالي لان مضمونها ينحصر باحتمالية تحقق الفوائد، لذلك فقد أصبحت معياراً مهماً يسترشد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر الأداة ومعدل العائد المطلوب.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص107.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص16.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص2.

<sup>4</sup> طاهر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997، ص95.

<sup>5</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص79.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- المخاطرة تكون مرتبطة مع عدم التأكد؛
- المخاطرة تكون مرتبطة بأحداث مستقبلية؛
- المخاطرة قد تكون مرتبطة بنتيجة عكسية لما هو متوقع، بمعنى غير مرغوب فيها.

**3. تصنيف أنواع المخاطر:** يمكن لعائد الأصول المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

**أولاً: المخاطر النظامية:** وتسمى أيضاً بالمخاطر السوقية والمخاطر العامة، وهي ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد والذي ينتج من عوامل تؤثر بشكل متزامن على أسعار كافة الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة. أو هي نسبة المخاطر التي تعود إلى حركة السوق ككل نسبة إلى المخاطر الكلية.<sup>2</sup> أو ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية، سياسية، قانونية... إلخ) غير قابلة للسيطرة، تصيب جميع الأوراق المالية في السوق، لذلك تسمى بالمخاطرة غير القابلة للسيطرة، أو غير قابلة للتنوع<sup>3</sup>، عموماً تنشأ المخاطر النظامية من المصادر التالية:

أ- **مخاطر سعر الفائدة:** أي التقلبات الناجمة في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة، وينتج هذا الخطر عندما تتغير أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة مما يؤدي إلى التأثير في عوائد كل الأوراق المالية، والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخل الورقة المالية، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحادثة في مستوى أسعار الفائدة. إن هذا النوع من المخاطر يصيب كافة الاستثمارات بصرف النظر عن نوع وظروف الاستثمار ذاته، وبهذا قد تتأثر العوائد نتيجة حدوث تغيرات في سعر الفائدة لا يمكن تفاديها بسهولة.<sup>4</sup>

ب- **مخاطر القوة الشرائية:** وتسمى أيضاً بمخاطر التضخم، وهي تنتج عن ارتفاع في المستوى العام للأسعار، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض في قيمة النقود (القوة الشرائية للعملة).

<sup>1</sup> بن إبراهيم الغالي، وبن ضيف مُجّد عدنان، مرجع سابق، ص 108 .

<sup>2</sup> موسى شقيري نوري وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، 2012، ص 40.

<sup>3</sup> بن إبراهيم الغالي، وبن ضيف مُجّد عدنان، مرجع سابق، ص 110.

<sup>4</sup> بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 35.

## الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

ج- **مخاطر سوقية:** تساهم تقلبات السوق في المخاطر المنتظمة، مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار إجمالي الأصول المالية المتداولة، والمخاطر السوقية تتوقف على عوامل عديدة أهمها: الإضرابات العامة، الكساد، الاضطرابات السياسية... الخ.<sup>1</sup> وتحدث نتيجة لتقلبات تطراً في سوق رأس المال أو نتيجة لأسباب اقتصادية أو غيرها من الأسباب في الدولة أو في دولة أخرى، تربطها بالدولة المعنية علاقات عمل ويؤثر هذا النوع من المخاطر على وجه الخصوص على الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر مقارنة بقيمة الأسهم.<sup>2</sup>

د- **مخاطر سعر الصرف:** وتتمثل هذه المخاطر في تغير سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية. وهذه المخاطر هي مخاطر منتظمة بطبيعتها، فالتغير في أسعار الصرف من شأنه أن يؤثر ليس فقط على المنشآت التي تستورد أو تصدر المنتجات بل ويمتد تأثيرها إلى مخاطر ارتفاع سعر عملات شراء الأوراق المالية بالإضافة إلى مخاطر التراجع في أداء عملة البيع مما قد يسبب خسائر كبيرة.<sup>3</sup>

هـ- **مخاطر الاضطرابات السياسية والاجتماعية والطبيعية:** يؤثر هذا النوع من المخاطر على سوق الأوراق المالية وذلك في تراجع التداول على الأوراق المالية بسبب تخوف المستثمرين من الأوضاع السائدة في البلاد وعدم التأكد من الأوضاع واستقرارها مما يسبب تراجعاً كبيراً في القيمة السوقية للأوراق المالية وبالتالي تراجع الأداء كما أن هذا النوع من المخاطر قد يسبب عائقاً أمام تدفقات حركة رؤوس الأموال الأجنبية في ظل عولمة الأسواق المالية الدولية.<sup>4</sup>

ثانياً: **المخاطر غير النظامية:** وتسمى أيضاً بالمخاطر القابلة للتنويع والمخاطر الخاصة، وهي ذلك الجزء من المخاطر الكلية والذي يؤدي إلى ظروف الشركة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة. أي ذلك التقلب الذي يحصل بعائد أداة معين، ناتج من عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للأداة، ومستقلة عن تلك العوامل المؤثرة بالنشاط الاقتصادي ككل.<sup>5</sup>

وتنشأ المخاطر غير النظامية من عدة مصادر، أهمها:

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 423.

<sup>2</sup> تزدوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي المختار، الجزائر، 2008، ص 162.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 231.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص 229.

<sup>5</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 110.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

أ- **مخاطر الإدارة:** ونقصد بها أخطاء الإدارة المحتملة التي يرتكبها أفراد فريق الإدارة والتي تؤدي إلى إحداث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين، ومن أخطاء الإدارة الشائعة عدم الاستعداد لمواجهة الأزمات وانعدام البصيرة والحكمة في التعامل مع الأزمات، وبالتالي تحدث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.<sup>1</sup>

ب- **مخاطر الصناعة:** هي المخاطر التي تصيب النشاط الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأوراق المالية محل التداول وتؤثر على كافة الشركات المماثلة والتي تعمل في نفس النشاط الاقتصادي، ولا تؤثر هذه المخاطر على الشركات التي تعمل في قطاعات اقتصادية أخرى، أما عن مصادرها فيرجع بسبب بعض التغيرات كالإضرابات العمالية، وتراجع الطلب بسبب الموسمية وغيرها من العوامل المؤثرة على مبيعات وإنتاجية الشركة.<sup>2</sup>

وتتمثل المخاطرة الكلية في مجموع المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، وهي بذلك تعبر عن التباين الكلي لمعدل عائد الأوراق المالية خلال فترة الاستثمار كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطر النظامية} + \text{المخاطر غير النظامية}$$

الجزء الأكبر من المخاطر الكلية يعود إلى المخاطر النظامية لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل ويصعب مواجهتها. ويمكن التقليل من المخاطرة غير النظامية وذلك عن طريق التنويع، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالتنبؤ بالمخاطرة النظامية.

ويمكن قياس المخاطر الكلية عن طريق معاملات إحصائية أشهرها المدى، التباين، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، ونوجزها كالتالي:

• **المدى:** والذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الاهتمام فهو كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أحمد مجد العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص101.

<sup>2</sup> منير ابراهيم، مرجع سابق، ص233.

<sup>3</sup> خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2000، ص41.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

- **التباين:** يعبر تباين العوائد عن متوسط انحرافات مجموعة من قيم العوائد عن وسطها الحسابي بمعنى يقيس درجة تشتت العوائد عن متوسط العائد ويعبر عنه بالعلاقة:<sup>1</sup>

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

من خلال المعادلة أعلاه يتضح أنه كلما كان الفرق بين العوائد الفعلية  $Ri$  ووسطها الحسابي  $E(Ri)$  كبيراً كلما دل ذلك على تعرض الاستثمار لمخاطر أكبر والعكس إذا كان الفرق صغيراً.

- **الانحراف المعياري:** يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للمخاطر الكلية المصاحبة للأصل المالي، وهو يقيس درجة تشتت قيم العائد التاريخية حول القيمة المتوقعة له، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر "مقياس موثوق في تحديد درجة المخاطرة الكلية المترتبة على أصل من الأصول".<sup>2</sup> ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\sigma(Ri) = \sqrt{\sum_{i=1}^n pi [Ri - E(Ri)]^2}$$

- **معامل الاختلاف:** هو مقياس نسبي (معيارى) لدرجة التشتت حيث يربط بين الخطر (مقاساً بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاساً بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول.<sup>4</sup> فهو يستخدم في حالة وجود مجموعة من الأصول المالية تختلف فيما بينها من حيث العوائد والمخاطر، فإذا تساوت الأصول المالية من حيث العوائد نختار الاستثمارات الأقل مخاطرة، أما إذا تساوت من حيث المخاطر نختار الأكثر عائداً، لكن إذا اختلفت من حيث المخاطر والعوائد يكون حساب مخاطرة كل وحدة من وحدات العائد.<sup>5</sup>

ويتم حسابه وفق المعادلة التالية:

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

<sup>1</sup> Farber A and All, **Finance**, pearson, paris, 2011, p169.

<sup>2</sup> أيمن الشهاب، إختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة- بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا- أطروحة دكتوراه، جامعة حلب، سوريا، 2005، ص63.

<sup>3</sup> Farber A., and all ,Op.Cit, p 169.

<sup>4</sup> خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص41.

<sup>5</sup> سليمة حشايشي، مرجع سابق، ص17.

## الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

- **التغاير (التباين المشترك):** يمكن قياس المخاطر النظامية بمدى تغير عائد الأصل المالي مع تغير عائد السوق (ممثل بمتوسط عوائد إجمالي الأصول المتداولة فيه) من خلال التغير الذي يعبر عن الصورة التي يتغير بها عاملان أو متغيران معا، بمعنى قوة الارتباط واتجاه التغير بين متغيرين وبحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = E(R_i \cdot R_m) - E(R_i) \cdot E(R_m)$$

وعليه فإنه كلما زاد التغير زادت المخاطر النظامية التي يتعرض لها الأصل المالي، وكلما انخفض التغير كلما انخفضت معه تلك المخاطر.

- **معامل  $\beta$ :** هو مقياس نسبي لحجم المخاطر النظامية يقيس درجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة (عينة) من الأسهم الممثلة للسوق ككل، ومثل هذا السهم يميل عائدته إلى الحركة صعودا واونزولا وبشكل يتوافق مع حركة عائد السوق، ويمكن قياس حركة هذا السوق بواسطة بعض المؤشرات كمؤشر داوجنز الصناعي لعينة من 30 سهم ومؤشر ستاندر ووبر لعينة من 500 سهم، ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{V(R_m)}$$

يفسر معامل بيتا للورقة  $i$  بالنسبة لمعامل بيتا السوق والذي يساوي 1، كما يلي:<sup>1</sup>

- $\beta > 1$ : مخاطر الورقة  $i$  أكبر من مخاطر السوق؛
- $\beta = 1$ : مخاطر الورقة  $i$  يساوي مخاطر السوق؛
- $\beta < 1$ : مخاطر الورقة  $i$  أقل من مخاطر السوق؛
- $\beta = 0$ : مخاطر الورقة  $i$  غير مرتبطة بمخاطر السوق؛
- $\beta = -1$ : مخاطر الورقة  $i$  مساوية لمخاطرة السوق ولكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق.

<sup>1</sup> فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، فلسطين، 2008، ص134.

## المبحث الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يوفر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إطار عام لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة على كل أنواع الأصول والمخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية والتي تقاس بمعامل بيتا. وهذا ما سنفصل فيه من خلال هذا المبحث.

### المطلب الأول: تقديم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعد ظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نقطة تحول مهمة في بناء النظرية المالية الحديثة، وقد أسهم النموذج مساهمة كبيرة في إثراء المعرفة في هذا المجال.

#### 1. نشأة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model) ويشار إليه باختصار بـ (CAPM)، أهم النماذج المستخدمة في تقييم الأوراق المالية، وأول نموذج يوضح العلاقة الكمية بين العائد المطلوب للأصل وخطره.

كان الفضل في ظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للاقتصادي البروفيسور وليام شارب عام 1964 وقد استمد هذا النموذج من العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، وهذا يعتبر أساساً لتنظيم الأوراق المالية.<sup>1</sup> حيث تم تطوير هذا النموذج بناءً على المبادئ التي وضعها Harry Markowitz في نظريته المعروفة بمبدأ التنوع في بناء المحافظ الاستثمارية حول العلاقة الخطية بين العائد والمخاطرة حيث تم بناء مقياس للمخاطر النظامية تبعاً لذلك وهو معامل  $\beta$  الذي يقيس حساسية عائد هذا الأصل لعوائد محفظة السوق (وهي المحفظة المكونة من جميع الأصول المتداولة في السوق).<sup>2</sup>

بالإضافة إلى هذا هناك جهوداً رائدة قد بذلت في مجال هذا النموذج وقد كان ذلك من طرف (Lintner) (1965) وجان موسن سنة 1966، وإيجوان فاما سنة 1968 وقد حصل Sharp في مقابل هذا الإجهاد الرائع على جائزة نوبل لتصبح حصيلة نظرية المحفظة جازنتين نوبل، واحدة حصل عليها ماركويتز بتوصله

<sup>1</sup> غازي فلاح المؤمني، مرجع سابق، ص 179.

<sup>2</sup> سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة بالملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة المالية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، ص 15.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

لحد الكفاء للمحافظ الخطرة والتي أدخل عليها تعديلات فيما بعد، وجائزة ثانية حصل عليها شارب الذي إعتد على نظرية المحفظة للوصول إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.<sup>1</sup>

ورغم ظهور عدة نماذج أخرى، إلا أنه لا يزال يحتل الصدارة، كما أنه يعد النموذج المرجعي والأكثر استعمالاً في أغلب المؤسسات لتقدير تكلفة رأس المال.

## 2. تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة، ولقد جمع هذا النموذج بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب في آن واحد، وبذلك أصبح تقييم الاستثمارات والمفاضلة بينها أكثر موضوعية بالاعتماد على الأساس الكمي للمخاطر بدلاً من التقديرات الشخصية للمستثمرين، حيث يقوم CAPM على أساس أن هناك علاقة بين عائد الأصل الاستثماري وعائد السوق، كما يستند النموذج على الافتراض القائل بأن العائد المطلوب على أي أصل استثماري يساوي العائد الخالي من المخاطرة زائد علاوة المخاطرة، أي أن مقدار المخاطرة الموجودة في أي أصل استثماري يجب أن تنعكس على العائد المطلوب، فإذا زادت المخاطرة يجب وتبعاً لذلك أن يكون معدل العائد مرتفعاً، والعكس صحيح.<sup>2</sup>

يقوم هذا النموذج على افتراض مفاده أن المستثمرين يرغبون في حيازة الأوراق المالية في محافظ مالية كفؤ التي تدر عليهم أقصى عائد نظير مستوى معين من المخاطرة، والهدف منه شرح الكيفية التي يتم بها تحديد الأسعار على نحو يكفل تحقيق عائد أكبر على المخاطر الأكبر. ويشير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بذلك إلى أن العائد المطلوب على أصل رأسمالي يتكون من جزئين:<sup>3</sup>

• العائد على الورقة عديمة المخاطرة.

• مكافأة تحمل المخاطرة المتصلة بالأصل المعين.

ينطلق هذا النموذج من العلاقة ما بين العائد والمخاطرة، ويطبق بشكل مباشر وصريح طريقة الانحدار الخطي البسيط في تحديد العلاقة بين عوائد السهم وعوائد السوق، ويصل النموذج إلى نتيجة مفادها أن المخاطر نوعان: مخاطر نظامية والتي تقاس عن طريق معامل  $\beta$  ولا يمكن أن يتحملها المستثمر إلا إذا كان في مقابل

<sup>1</sup> بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 68.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 49.

<sup>3</sup> محمد فتحي البديوي، إدارة البنوك، المكتبة الأكاديمية، الجزيرة، 2012، ص 359-361.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

ذلك عائد يعوضه تحمل المخاطر النظامية، والمخاطر غير النظامية وهذه يمكن السيطرة عليها عن طريق التنوع الكفاء.

هذه النظرية تبين العلاقة بين العائد الذي يتوقعه المستثمر والمخاطرة، وهي تنص على أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في ورقة مالية ( محافظ استثمارية ) يتكون من جزئين هما: العائد الخالي من الخطر، وعلاوة المخاطرة.<sup>1</sup>

### 3. خصائص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

تبعاً لأغلب الدراسات، فإن النموذج CAPM يتميز بـ:<sup>2</sup>

- النموذج يبق أحد أهم النماذج المستعملة في تقييم الأصول المالية في السوق؛
- تعتبر بساطة النموذج عامل أساسي يسهل استعماله الميدانية، حيث يلخص قيمة معدل عائد الأصل في عنصرين أساسيين هما علاوة مخاطرة الأصل في السوق ومعدل عائد الأصل الخالي من المخاطرة؛
- يربط النموذج تغيرات معدل عائد الأصل بمعامل بيتا الخاص به؛
- يعتمد على نظرية المحفظة الحديثة؛
- يميز بين المخاطرة النظامية وغير النظامية؛
- يقدم نموذج بسيط للتسعير.

### 4. افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

فيما يلي نقوم بعرض افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، من أجل مناقشتها واكتشاف الإيجابيات والسلبيات التي بني عليها هذا النموذج.

#### 1.4. عرض الافتراضات: تم تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في ظل عدة افتراضات أساسية،

يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>3</sup>

- تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة، مثل هذا الفرض من شأنه أن يتيح فرصة أفضل لتقدير دقيق للعائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛
- المستثمر يسعى دائماً للمزيد من العوائد، فلو أنه يعطي الفرصة ليفاضل بين محفظتين متساويتين من جميع

<sup>1</sup> مجّد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 225.

<sup>2</sup> بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر " سهم أن سي أ روية كنموذج"، العدد 18، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة مسيلة، 2017، ص 57-58.

<sup>3</sup> منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 277.

## الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

النواحي إلا العائد، فإنه يختار المحفظة ذات العائد الأعلى؛

- المستثمر بطبيعته يتجنب المخاطر، وهي الفئة الغالبة من المستثمرين بين الفئات الأخرى مثل المستثمر المخاطر والمستثمر الذي يقبل بمعدل متوسط من الخطر؛
- المستثمر يمكنه أن يقترض ويقترض على أساس معدل يساوي معدل العائد الخالي من الخطر، وأن هذا المعدل متماثل لكافة المستثمرين؛
- المعلومات تصل بسرعة ودون كلفة للمستثمرين أي السوق كفو؛
- جميع المستثمرين لديهم أفق زمنية متطابقة أي فترات عقد متوقعة، ولديهم توقعات متطابقة حول متغيرات مثل معدلات العائد المتوقع، وكيف يتم إنشاء معدلات الرسملة؛
- لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة على المعاملات؛
- الأصول المالية قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمر بيع وشراء ما يشاء.

**2.4. مناقشة الافتراضات:**<sup>1</sup> إن الكثير من افتراضات النموذج وباعتراف غالبية الدارسين والمفكرين غير واقعية (بمعنى أنها مثالية جدا)، حتى أنه عندما قدم Sharpe بحثه هذا لأول مرة إلى مجلة (JOURNAL OF FINANCE) في عام 1962، رفض محكم المجلة نشر المقال، وبرر ذلك لمدير تحرير المجلة بأن افتراضات الدراسة تقييدية للغاية، ولم تنشر المقالة في حينها حتى سنة 1964، وفيما يلي سوف نناقش مثالية هذه افتراضات النموذج إذا تم إسقاطها:

- يعتبر افتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر وإمكانية الاقتراض والإقراض على أساس معدل الفائدة لهذا الأصل، من أهم الافتراضات التي أدت إلى تطوير النموذج، لكن إلى حد ما يمكن قبول أن المستثمر يستطيع الإقراض بمعدل الفائدة على الأصل الخالي من المخاطر (خلال شراء سندات حكومية)، إلا أنه من غير المعقول أن نقبل أنه يمكن لأي مستثمر أن يقترض على أساس هذا المعدل، كون أن معدل الاقتراض أعلى من معدل الإقراض؛
- 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؛

<sup>1</sup> سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، مرجع سابق، ص: 52-53.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

• يفترض النموذج عدم وجود ضرائب، وكما هو معلوم فإن الضرائب تختلف بين الأشخاص والشركات، وسوف تؤدي هذه الاختلافات إذا ما أخذناها بعين الاعتبار إلى تباين واضح في تقديرات المستثمرين لخط سوق الأوراق المالية؛

• يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نموذجاً لفترة استثمار واحدة فإذا اختلفت فترة الاستثمار المستخدمة في التقسيم من مستثمر إلى آخر سوف يؤدي إلى ظهور العديد من خطوط سوق الأوراق المالية بالنسبة لنفس الورقة المالية، والسبب هو اختلاف التقديرات.

أما بالنسبة لباقي الافتراضات كتجانس التوقعات، وإمكانية شراء أو بيع أي جزء من السهم أو المحفظة وعدم وجود تضخم فإنه يمكن إزالتها دون تأثير جوهري على النموذج.

## المطلب الثاني: معادلات واختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

في ظل هذه المعادلة التي جاء بها النموذج إلا أنه ظهرت عدة إختبارات عملية حاولت تقييم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخداماته في تحديد معدل العائد المطلوب بدقة.

### 1. معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعنى أساساً بتسعير المخاطر وهذا يقوم على علاقة خطية بين العائد والخطر يطلق عليها بخط سوق رأس المال (Capital Market Line).<sup>1</sup> ويعتبر افتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر هو العامل الأساسي في تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ففي ظل فروض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يمكن لأي مستثمر في الأصول المالية تحقيق نوعين من العوائد كما هو معلوم، أحدهما مضمون ولكن المتوسط الحسابي التاريخي له قليل، وينتج عن الاستثمار في الأصول غير الخطرة كأذونات الخزينة، بينما ينجم النوع الثاني من العائد عن الاستثمار في الأصول المالية الخطرة كالأسهم والسندات، ولكن تباين العائد الأخير كبير وإن كان المتوسط التاريخي له كبيراً أيضاً.<sup>2</sup>

أي أن العائد المطلوب لأصل مالي يساوي إلى العائد الخالي من المخاطر مضافاً إليه علاوة مخاطرة تتحدد من خلال ضرب معامل ( $\beta$ ) بالعائد الفائض (عائد السوق - عائد الورقة)

<sup>1</sup> نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية الخفضة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، 2018، ص 64.

<sup>2</sup> أيمن الشهاب، مرجع سابق، ص 101.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

ويمكن جمع العناصر الأساسية المكونة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالمعادلة أو الصيغة الرياضية التالية:<sup>1</sup>

$$E(Ri) = Rf + \beta i [ E(Rm) - Rf ]$$

حيث أن:

$E(Ri)$ : معدل العائد المطلوب للأصل  $i$  ؛

$Rf$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$\beta i$ : معامل بيتا للأصل  $i$  أو ما يسمى معامل حساسية الأصل للسوق المالية ؛

$E(Rm)$ : معدل العائد المتوقع للسوق المالية ككل (أي يأخذ كل الأصول المكونة للسوق المالية)، والذي من

خلاله يتم الحصول على محفظة مالية للسوق بأقل مخاطرة ممكنة؛

$\beta [E(Rm) - Rf]$ : علاوة المخاطرة.

ويتضح من خلال المعادلة بأن معدل العائد المطلوب يتكون من جزئين هما: معدل العائد الخالي من المخاطر (RISK FREE RATE) والذي يرمز له بالرمز ( $Rf$ ) والذي يتكون بدوره من جزئين هما العائد الحقيقي (REAL RETURN) وهو العائد الخالي من توقعات التضخم، والجزء الثاني هو علاوة التضخم والذي يساوي معدل التضخم المتوقع. هذه العلاوة تمثل توقعات المستثمرين بالنسبة للتغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود وبالتالي سوف يتغير معدل العائد الخالي من المخاطر بنفس اتجاه ومقدار التغير الذي يحصل في علاوة التضخم.

أما الجزء الثاني الذي يتكون منه معدل العائد المطلوب وهو علاوة المخاطر (Risk premium) وهو ذلك الجزء من العائد المتوقع زيادته على العائد الخالي من المخاطرة أي  $\beta [E(Rm) - Rf]$  ويرجع ذلك إلى المخاطر النظامية وخاصة جزئها الذي يعرف بعلاوة السوق  $[E(Rm) - Rf]$  وهي العائد الإضافي المتوقع نتيجة احتفاظ المستثمر بمحفظة السوق. أما معامل بيتا ( $\beta$ ) فيتم عن طريقه التعبير عن المخاطر حيث يمكن الحصول عليه من خلال خط سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>، ويعتبر خط الأوراق المالية (security market line) ويرمز له باختصار (SML) تمثيلاً بيانياً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية، أي أن هذه النظرية تبين العلاقة

<sup>1</sup> بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، مرجع سابق، ص55.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، إبراهيم مجد الزعلوك، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM) (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد02، 2005، ص10.

## الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

بين العائد الذي يتوقعه المستثمر والمخاطرة، وهي تنص على أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار في ورقة مالية يتكون من جزئيين هما العائد الخالي من المخاطرة، وعلاوة المخاطرة.<sup>1</sup>

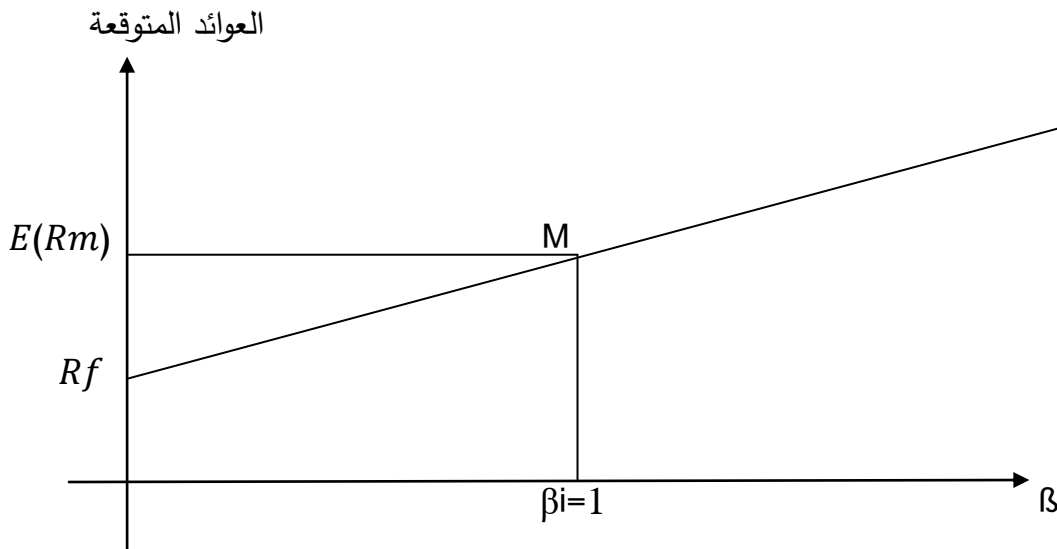
وهو عبارة عن خط مستقيم يوضح العائد المتوقع لكل مستوى من المستويات المخاطر السوقية (بيتا). ويرسم هذا المنحنى في معلم توضع فيه على مستوى المحور الأفقي المخاطرة (بيتا) والعائد المتوقع على المحور العمودي. ويكفي لرسم منحنى السوق وضع نقطتين:

**النقطة الأولى:** هي النقطة التي تمثل العائد الذي يخلو من المخاطرة، وأحسن معدل لقياس هذا العائد هو أدونات الخزينة.

**النقطة الثانية:** هي النقطة التي تمثل العائد السوقي الذي مخاطرته تساوي الواحد الصحيح.

وبتوصيل إحداثيات هاتين النقطتين ببعضهما على شكل خط مستقيم نحصل على منحنى خط سوق الأوراق المالية:

**الشكل رقم (01):** مخطط بياني يمثل خط سوق الأوراق المالية



**المصدر:** سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، مرجع

سابق، ص 57.

من خلال الرسم البياني السابق لوحظ أن العوائد المتوقعة على الأصل المالي المنفرد تساوي علاوة مخاطر السوق (RM - RF) مرجحة بالمخاطرة النسبية للورقة المالية  $\beta_i$  مضافا لها معدل العائد الخالي من المخاطرة. فإذا كانت عوائد الأصل المالي تتذبذب بنفس الدرجة التي تتذبذب بها عوائد محفظة السوق بمعنى  $\beta_i=1$  فإن

<sup>1</sup> نعمان محصول، نور الدين محرز، مرجع سابق، ص 67.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

عائد الأصل المالي هو نفسه عائد السوق، وإذا كانت  $\beta_i > 1$  فإن لهذا الأصل المالي درجة مخاطرة أكبر من درجة مخاطرة السوق ويسمى الأصل المالي في هذه الحالة بالأصل المالي الهجومي، وإذا كانت  $\beta_i < 1$  فإن لهذا الأصل المالي درجة أقل من درجة مخاطرة السوق ويسمى الأصل المالي في هذه الحالة بالأصل المالي الدفاعي.

إن الأهمية الأساسية لخط سوق الأوراق المالية تنبع من كونه أكثر الأساليب شيوعا ومصداقية في تحديد معدل العائد المطلوب على الأصول المنفردة، حيث يعتبر مبادلة بين المخاطر والعوائد المتوقعة لكل الأصول، وبشكل عام، وفي ظل افتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر، فإن العائد المتوقع على أي أصل ذي مخاطر، هو عبارة عن عائد الأصل الخالي من المخاطر مضافا إليه علاوة إضافية تمثل علاوة المخاطر لهذا الأصل.

## 2. إختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

إن البناء النظري المحكم لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية والبساطة التي يتمتع بها، يقابله تعقيد كبير في اختبار النموذج من الناحية العملية، وتكمن مشكلة اختبار هذا النموذج في النقاط التالية:

• الإطار النظري للنموذج يتعامل مع عوائد ومخاطر مستقبلية متوقعة، في حين أن اختبار النموذج على أرض الواقع لا يمكن أن يتم إلا من خلال بيانات تاريخية، فالعائد المتوقع لأي أصل يتم من خلال استخدام العوائد التاريخية لذلك الأصل، كما أن مخاطر الأصل المتوقعة يتم حسابها من خلال تذبذب العوائد التاريخية لذلك الأصل وعلاقتها مع عوائد محفظة السوق التاريخية أيضا؛

• إن استخدام هذه البيانات التاريخية سوف يقودنا إلى افتراض آخر مطبق في الاختبارات العملية ألا وهو ثبات معاملات  $\beta$  عبر الزمن، وبالتالي ثبات علاوة المخاطر أيضا عبر الزمن؛

• إن البناء النظري للنموذج يتعامل مع محفظة السوق المتنوعة بشكل تام، أما الاختبارات التجريبية للنموذج فإنها تعتمد على محفظة تنوب عن محفظة السوق، وهي في العادة تستخدم المؤشرات العامة للسوق المعني، وهذه المؤشرات في العادة لا تتمتع بكفاءة محفظة السوق التي تضم كل الأصول.

في ظل هذه القيود ظهرت عدة اختبارات عملية حاولت تقييم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخداماته في تحديد معدل العائد المطلوب بدقة هذه الاختبارات يمكن تقسيمها إلى قسمين:

- القسم الأول هي الاختبارات التقليدية للنموذج والتي جاءت قبل انتقادات Roll 1977؛

- القسم الثاني هي مجموعة الاختبارات الحديثة والتي جاءت بعد انتقادات Roll.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

ونتناولها في الفروع التالية:

أولاً: الاختبارات التقليدية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

تتمثل أهم هذه الاختبارات فيما يلي:<sup>1</sup>

أ- إختبار **Robert (1971)**: إختبر Levy في دراسته المقدمة سنة 1971 استقرار معامل  $\beta$  سواء للأوراق المالية الفردية أو المحافظ الاستثمارية بتعمق وعلى مدى فترات زمنية مختلفة، واستنتج أن قيم  $\beta$  للأسهم الفردية تكون غير مستقرة، لذلك لم تكن قيم  $\beta$  السابقة للأوراق المالية الفردية مقدرات جيدة لمخاطرها المستقبلية، لكن تكون قيم  $\beta$  لمحافظ من 10 أسهم أو أكثر مختارة عشوائياً مستقرة بصورة معقولة، لذلك كانت قيم  $\beta$  السابقة للمحفظة مقدرات معقولة لتذبذب المحفظة في المستقبل، وذلك راجع إلى أن قيم  $\beta$  للأوراق المالية الفردية المشكلة للمحفظة تميل إلى تعويض بعضها البعض، ودعم البحث المقدم من طرف Blume Marchall والمنشور عام 1975 هذه النتائج.

ب- إختبار **Black, Jensen et Schole (1971)**: قدمت هذه الدراسة في الفترة 1926-1965 على أسهم بورصة نيويورك، والاختبار تم على مرحلتين:

- **المرحلة الأولى:** ركزت على حساب معاملات  $\beta$  ومتوسط العوائد للأسهم عن طريق معادلة الانحدار نسبة لمؤشر السوق، هذه الأسهم صنفت في 10 محافظ حسب معاملات المتناقصة (من المحافظ التي تضم أسهم ذات معاملات  $\beta$  مرتفعة إلى المحافظ التي تضم أسهم ذات معاملات  $\beta$  منخفضة)، هذه المحافظ يعاد تكوينها كل سنة حسب تغيرات معاملات  $\beta$ ، ثم قام الباحثون بحساب العوائد الشهرية لهذه المحافظ العشرة ولكامل الفترة مع معاملات  $\beta$  الخاصة بها باستخدام نموذج انحدار نسبة لمؤشر السوق.
- **المرحلة الثانية:** تم فيها وضع نموذج انحدار لكل من معاملات  $\beta$  والعوائد المحسوبة لكل من الأسهم والمحافظ.

إن ما توصل إليه هؤلاء الباحثون من نتائج، تؤكد جودة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقدير العوائد المطلوبة سواء بالنسبة للاستثمارات الفردية أو المحافظ الاستثمارية.

ج- إختبار **Fama et Mac Beth (1973)**: قدم كل من MAC BETH & FAMA في هذه الدراسة منهجية عملية لاختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وذلك بإتباع هذه المنهجية باستخدام بيانات شهرية للأسهم المقيدة في بورصة نيويورك للفترة من جانفي 1926 إلى جوان 1935، وتوصلوا من خلالها إلى نتائج

<sup>1</sup> سليمة حشاشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، مرجع سابق، ص: 58-60.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

مدعمة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث أثبتت هذه الدراسة فعالية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وقدرة أدواته الرئيسية  $\beta$  في تفسير الاختلافات في عوائد الأصول المالية.

وأدت فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى ظهور نماذج معدلة من أشهرها:<sup>1</sup>

د- **نموذج (1972) Black**: يعتبر تقدير معدل العائد الخالي من المخاطر من الصعوبات الأساسية في تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، لذا اقترح Black من خلال نمودجه استبدال هذا المعدل بمحفظة منعدمة المخاطر المنتظمة، حيث تكون الأصول الرأسمالية، هذه المحفظة موجودة على الحد الكفاء، ولكن عوائدها غير مرتبطة إطلاقاً بعائد محفظة السوق، وبالتالي سوف تكون قيمة ثابت معادلة الانحدار أعلى من العائد الخالي من المخاطر، باعتبار أن عائد هذه المحفظة البديلة يكون أعلى بسبب تضمنها لمخاطر غير منتظمة، واختبر هذا النموذج المعدل من قبل العديد من المفكرين وتم تأييده من طرف strambauch سنة 1982، ورفضه من قبل كل من Gibbons سنة 1982 و Shanken سنة 1985.

هـ- **نموذج (1973) Merton** : أراح Robert Merton خلال هذا النموذج فرضية أن جميع المستثمرين يخططون لفترة استثمار واحدة، أراح واعتبر أن المستثمرين يخططون إلى تعظيم المنفعة طويلة الأجل وليس لفترة واحدة وبالتالي فهم يقسمون ثروتهم كما يلي:

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

ثانيا: **الاختبارات الحديثة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية**: أخذت اختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية منحى جديدا بعد الانتقادات التي قدمتها دراسة (Roll)، على الرغم من أن هذه الاختبارات أبقّت على البناء الأساسي للنظرية، وقد كان ضمن أهم الأبحاث التي ظهرت ضمن هذا الاتجاه دراسة (Fama & French) سنة 1992 والتي أظهر من خلالها الباحثان عدم قدرة معامل على تفسير عوائد الأسهم، وأن حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، أضافا قدرة تفسيرية لهذا النموذج.

وأيضا بناء على الانتقادات التي قدمها Roll ركزت بعض الدراسات للنموذج على نقطة الضعف التي جاءت في الاختبارات التقليدية، والمتمثلة باستخدام معاملات ثابتة مقدرة من خلال بيانات فترات زمنية متعددة، وقد

<sup>1</sup> سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، مرجع سابق، ص62.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

حاولت هذه الدراسات السماح لمعامل  $\beta$  بالتعبير عبر الزمن، وكذلك بالنسبة لعلاوة مخاطر السوق، وذلك من أجل جعلها متماشية مع الواقع الذي يثبت أن علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون تزداد في فترات الركود الاقتصادي، ومن أهم الدراسات التي استخدمت هذه المنهجية دراسة 1996، حيث توصلت إلى أنه لا يمكن رفض هذا النموذج إذا أخذنا قيم  $\beta$  وعلاوة مخاطر السوق تتغير عبر الزمن.

## المطلب الثالث: الانتقادات والنماذج التوسعية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

إن البناء النظري المحكم لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM والبساطة التي يتمتع بها، وجهت له انتقادات أدت إلى ظهور نماذج توسيعية له.

1. انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM: على الرغم من الأهمية القصوى للنموذج في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة بمعادلة رياضية خطية بسيطة، ورغم أنه ما يزال مستخدماً حتى يومنا هذا في تقييم أداء المحافظ المالية وتحديد معدل العائد المطلوب وقياس تكلفة التمويل، إلا أنه واجه العديد من الانتقادات النظرية الأساسية وبسبب فشله في أغلب الاختبارات التطبيقية، وفيما يلي أهم هذه الانتقادات:

• يفترض (CAPM) أن المستثمرين يمكن أن يقرضوا أو يقترضوا بمعدل الفائدة الخالي من المخاطر، والإقراض بمعدل الفائدة الخالي من المخاطر هو أمر واقعي. وموجود في الحقيقة، وذلك عندما يقوم المستثمر بشراء أدوات الخزينة، ولكن من غير المعقول أن يقوم المستثمرون بالإقراض بنفس المعدل، وبالتالي سوف يختلف خط سوق الأوراق المالية بعد إسقاط هذا الافتراض عن الخط الأساسي في النموذج وبالتالي سوف تختلف نقطة التماس مع الحد الكفاء، وهذا يعني اختلاف موقع المحفظة الخطة المثلى؛

• إن افتراض عدم وجود تكاليف للصفقات سوف يؤدي إلى أن الورقة المالية الموجودة فوق خط سوق الأوراق المالية ستكون جذابة وسوف يتم شرائها حتى تصل إلى خط سوق الأوراق المالية، وسوف يحقق المستثمرون أرباحاً حتى الوصول إلى نقطة التوازن من جديد، ولكن هذه الأرباح لن تكون صافية فيما إذا كان هنالك تكاليف للصفقات، بمعنى أن هذه الورقة لن تعود إلى خط سوق الأوراق المالية من جديد، وهذا يعني وجود العديد من خطوط سوق الأوراق المالية وليس خط وحيد؛

• يعتبر نموذج (CAPM) لفترة استثمار واحدة، فإذا اختلفت فترة الاستثمار المقترحة من قبل المستثمرين (يوم، أسبوع، شهر، ...، سنة)، فهذا يعني وجود العديد من خطوط سوق الأوراق المالية، والكثير من خطوط خط خصائص الورقة، وذلك لنفس الورقة المالية، ولقد حاول جان موسين أحد مؤسسي النموذج، اقتراح نموذج لفترات استثمار متعددة في العام 1996، إلا أن التعقيدات الرياضية حالت دون ذلك، إلى أن تصدى أحد

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

الباحثين روبرت ميرتون (Robert Merton) في العام 1996، لموضوع الفترات المتعددة، وأوجد أحد أهم الإضافات المقترحة ل (CAPM).

وكما هو معلوم فإن اختلاف خط خصائص الورقة المالية سوف يؤدي إلى ظهور معاملات بيتا مختلفة، فإذا قام مستثمر ما بحساب قيمة  $(\beta)$  لسهم شركة ما باستخدام بيانات شهرية لمؤشر (Dow Jones) الشهري كمؤشر للسوق خلال خمس سنوات ماضية، ومن ثم تحصل على قيمة (1.3)، فلا ربما يحصل على قيمة مختلفة وهي (0.9) ، وذلك عند استخدام مؤشر (Standard & Poor's 500) الأسبوعي لفترة ثلاث سنوات ماضية.

• 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.

توجد العديد من الانتقادات الأخرى بخلاف افتراضات النموذج، حيث يأخذ (CAPM) بعين الاعتبار المشكلات التالية:<sup>1</sup>

- أظهرت بعض الاختبارات (CAPM) أنّ أسهم الشركات ذات القيمة السوقية المنخفضة تحقق معدل عائد أعلى من تلك الشركات ذات القيمة السوقية العالية. وأفضت بعض الاختبارات إلى أنّ الشركات التي تملك نسبة متدنية من (السعر إلى العوائد)، تحقق أداءً أفضل من الشركات التي تتسم بنسبة عالية.
- كما توصلت الدراسات إلى أنّ السهم الذي يتم شراؤه ومن ثم بيعه لفترة من شهر كانون الأول إلى كانون الثاني يُنتج عائداً أفضل مقارنةً مع أي فترة أخرى بنفس المدة وتسمى هذه الحالة الشاذة بـ (January Effect) وأرجعت الدراسات هذه الظاهرة إلى طبيعة عملية التخطيط الربعية (Quarterly)، والتي ينتهجها مدراء المحافظ الاستثمارية المحترفون .

• انتقاد رول (R.Roll)2 لقد قدم ريتشارد رول سنة 1977 سلسلة من المقالات المشهورة تناول فيها انتقاد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بطريقة مغايرة، كما تطرق من خلالها إلى طريقة مغايرة لاختبار النموذج ولقياس أداء المحافظ المالية، ركز على أنّ وجود محفظة السوق على حدود المجموعة الكفاءة هو الأمر الذي أدى إلى وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع ومعامل بيتا، إلا أنه من الممكن أن نطبق هذه العلاقة على أي

<sup>1</sup> أيمن الشهاب، حسن مشرفي، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، 2014، ص 271-272.

<sup>2</sup> بوزيد سارة، مرجع سابق، ص: 76-77.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

محفظه توجد على الحد الكفاء، مما يجعل إمكانية اختبار النموذج أو استعماله بطريقة علمية يلزم علينا أولاً أن نتأكد من أن هذه المحفظة هي فعلاً كفاءة أي فعلاً هي محفظة السوق، بالإضافة إلا أنه اعتبر بأن النموذج يقوم على افتراضات ماركويتز، أي أن المحفظة المكونة هي محفظة تتكون من أوراق مالية فقط في حين رول يؤكد بأن الواقع يبين بأن محفظة السوق يمكن أن تتكون أيضاً من ذهب، أحجار كريمة، عقارات، رأس المال البشري...، لذا فهو يؤكد على استعمال مصطلح محفظة الأوراق المالية بدلاً من محفظة السوق الكفاء.

## 2. النماذج التوسعية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

أدت الانتقادات السابقة المتعلقة بفرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM إلى ظهور نماذج معدلة منها:

**1.2. نموذج التسعير بالمراجعة (APT):** على أعقاب الانتقادات اللاذعة لنموذج توزن الأصول المالية ظهرت عدة مقاربات ونماذج حاولت تقديم معدل العائد كدالة خطية تابعة لعدة متغيرات، ومن أهم هذه نموذج التسعير بالمراجعة، هي نظرية بديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، قدمها Steveen Ross عام 1976 يعتمد أساساً في صياغتها على منطق المراجعة، تنطلق من نموذج السوق المذكور في الفصل السابق، والذي يفترض أن عائد السهم يرتبط بالمخاطر الخاصة بالشركة وبتغيرات عائد محفظة السوق، وبالتالي فإن هذه النظرية تتماشى مع التقسيم الأساسي للمخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وبما أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها عن طريق التنويع، فإن هذه النظرية تتعامل فقط مع المخاطر المنتظمة، لكنها تتوجه إلى المصدر الرئيسي للخطر وليس مجرد مصدر وسيط تتمثل في عائد محفظة السوق أو عائد مؤشر السوق كوكيل عن عائد محفظة السوق كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية<sup>1</sup>.  
يقوم النموذج على عدة فرضيات أساسية، نذكر منها:<sup>2</sup>

- المنافسة الكاملة في الأسواق المالية؛
- لا وجود للضرائب أو رسوم خدمات ولا تكاليف صفقات؛
- إمكانية تكوين محافظ ذات تنويع؛
- خاصية السعر الواحد؛

<sup>1</sup> أيمن الشهاب، إختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة، مرجع سابق، ص114.

<sup>2</sup> Richard.Brealy and all, **Principes de gestion financiere**, 7em Edition, Pearson education, France, Paris, 2006, pages 213-214.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

- عوائد الأسهم تتولد عن طريق عدد من العوامل على مستوى السوق والقطاع؛
- تفضيل المستثمر إلى زيادة الثروة في ظروف عدم التأكد.

من خلال الفرضيات السابقة فإن هذا النموذج يستند إلى نظرية التسعير في ظل قانون السعر الواحد فيتم التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بناء على توقعات المستثمرين بشأن العوائد المحققة في ظل هذا القانون إذا يعني التعامل بأصلين متماثلين بأسعار مختلفة، كما ترتبط العوائد بمجموعة من المؤشرات، التي تؤثر على عائد أي أصل، ولتطبيق هذا النموذج يجب إتباع مجموعة من الخطوات كما يلي:

- تحديد عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية؛

- قياس منحة الخطر الصافية لكل متغير من هذه المتغيرات؛

- تقدير حساسية كل سهم من هذه المتغيرات.

وفي الأخير يمكننا استنتاج ما يلي:<sup>1</sup>

- الفكرة الأساسية لنموذج هو أن مجموعة قليلة من المتغيرات تؤثر نظاميا في المردودية المتوسطة للأوراق المالية في الأجل الطويل؛
- يختلف APT عن CAMP حيث APT لا يعتمد على المحفظة السوقية ولكن تتنبأ بمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع، إذ ترى أن هناك العديد من المخاطر النظامية المؤثرة على عائد الورقة المالية؛
- يركز نموذج APT على معرفة المحافظ المالية الكفئ، بينما يركز CAMP على فكرة مختلفة، إذ يفترض أن مردودية كل الأوراق المالية تتأثر بمعطيات الاقتصاد الكلي، وبمعطيات خاصة بكل مؤسسة؛
- تستند APT على وجود قانون السعر الواحد ويعني ذلك أن أي أصلين متماثلين لا يتم بيعهما بأسعار مختلفة.

**2.2. نموذج French et Famma:** في عام 1993 قام كل من فاما وفرانش بتطوير نموذج ثلاثي العوامل لوصف سلوك العوائد في الأسواق المالية، فمن خلال ملاحظتهما لعوائد الأسهم المختلفة في تلك الأسواق، وخاصة عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم، وأسهم الشركات ذات نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية العالية، وجد فرانش وفاما أن عوائد الشركات صغيرة الحجم تزيد عن عوائد الشركات كبيرة الحجم، وكذلك زادت نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية عالية النسب عن عوائد أسهم الشركات منخفضة نسب القيمة الدفترية

<sup>1</sup> Richard brealy and all, op cit, page 215.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

إلى القيمة السوقية، وتوصلا إلى أن العوائد العالية لتلك الأسهم تعكس المخاطر العالية لها والتي يمكن التخلص منها بالتنوع ولذلك يجب تسعيرها بصورة منفصلة عن مخاطر السوق حيث لا يستطيع عائد السوق احتواءها، وفسرا ذلك كنتيجة للتعثر المالي للشركات، سواء تلك الشركات صغيرة الحجم أو ذات النسب القيمة الدفترية الى القيمة السوقية العالية، ولذلك فمن المنطق أن يحصل المستثمر في أسهم تلك الشركات على علاوة عائد كتعويض عن مخاطر الاستثمار بها.

**3.2. المالية السلوكية:** إن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل كل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الأرباح أو تطور السوق، إذا يقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد، المحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها على تشكيل الأسعار في البورصة، وقد جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشاد الذي يشوب عملية اتخاذ القرار. يتناول الاقتصاد السلوكي دراسة سلوكيات الأفراد وتصرفا إزاء النقص، الإنتاج والعمل، التوظيفات والنفقات.... الخ، أما المالية السلوكية فهي تطبيق لعلم نفس الأفراد والجماعات على المالية، وقد بدأ ظهور التيار السلوكي منذ أكثر من 35 سنة، وقد تم الاعتراف بوجوده رسميا كتيار جديد منافس لنظرية الكفاءة حين قررت الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد منح جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002 لأحد مؤسسي هذا الاتجاه. وهو عالم النفس "دانيال كانمان" وتقوم المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين هما:<sup>1</sup>

**أولا: فرضية عدم رشادة المستثمرين:** تنص المالية السلوكية على أن القرارات التي يتبناها المستثمرين لا تتسم بالرشادة والعقلانية، وإنما تحكمها العديد من العوامل السيكولوجية والعاطفية التي تؤثر عليهم، هذه العوامل تؤدي بالمستثمر إلى تحصيل المعلومات واستقبال الإشارات بطريقة خاطئة، تقود إلى سوء تقييم للأصول المالية المتداولة، وفي حالة قيام العديد من المستثمرين بهذه التصرفات غير العقلانية سوف يؤدي بالأسعار في السوق المالي إلى الابتعاد عن قيمتها الحقيقية بشكل كبير.

إن السلوك الشائع في الأسواق المالية هو ارتباط سلوكيات المستثمرين غير العقلانيين، لدرجة أن تصرفاتهم الخاطئة تصبح تسير في اتجاه واحد، هذا ما سوف يؤثر بشدة على الأسعار وتبتعد عن قيمتها الحقيقية سواء بالارتفاع أو الانخفاض، هذه التصرفات تكون نتيجة تراكمات نفسية وعاطفية مثل التقليد والمحاكاة وسلوك القطيع.... الخ، نلاحظ أن أنصار نظرية كفاءة السوق المالي يقولون أن السلوكيات غير العقلانية موجودة دائما

<sup>1</sup> سليمة حشاشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، مرجع سابق، ص: 80-81.

## الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

في السوق المالي ولكنها لا تسير في اتجاه واحد حيث يلغي بعضها البعض باختلاف تصرفات المستثمرين غير العقلانيين عكس ما جاء به أنصار المالية السلوكية.

ثانياً: **فرضية محدودية المراجعة (التحكيم)**: تنص النظرية المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يصحون دائماً حالات التسعير الخاطئ للأوراق المالية الناجم عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية، وبالتالي فإن آلية المراجعة تلعب دوراً هاماً في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي غير أن النظرية المالية السلوكية ترى بأن سلوك جميع المستثمرين غير عقلاني، ويتجلى ذلك في النزاعات أو التحيزات السلوكية التي تنتاب المستثمرين عند اتخاذ القرارات مما يؤدي إلى صعوبة إرجاع السعر إلى قيمته الحقيقية، وبالتالي عدم فعالية المراجعة في التسعير العادل، تعتبر عملية المراجعة عملية مخوفة بالمخاطر تجعلها محدودة الأثر، ومن بين أهم هذه المخاطر نذكر:

- خطر السيولة، فقد لا يستطع المحكمون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة؛
- وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجعة تجعلها عملية غير مرغوب فيها من قبل المتعاملين؛
- وجود الفقاعات السعرية أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها، مما يصعب العثور على البديل الأمثل والذي يعتبر الشرط الأساسي للقيام بعملية المراجعة؛
- عدم معرفة الوقت المناسب لانفجار الفقاعة السعرية، مما يجعل المستثمر يتحمل تكاليف إضافية متعلقة بعملية تمديد عقد البيع على المكشوف.

# الفصل الأول-----الإطار النظري لتقييم عائد ومخاطر الأصول المالية

## خلاصة الفصل:

ظهرت في القرن الماضي العديد من الطرق لتقييم الأصول المالية وبالأخص الأوراق المالية, ولكنها في الغالب تعتمد علي خصم التدفقات النقدية المستقبلية بمعدل العائد المطلوب, والذي يستخرج عادة من نماذج تسعير الأصول والتي تعتمد على الموازنة بين العائد والمخاطر, وتعددت المحاولات لتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطر, وكانت البداية بنظرية المحفظة ومن ثم تم البحث عن تحديد العلاقة في شكل معادلات رياضية خطية بسيطة, فظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM, والذي يقوم على المنافسة الكاملة والتوازن في أسواق رأس المال ويفترض ثابتا وهو العائد الخالي من المخاطر, وكان من الطبيعي تفوق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM على باقي النماذج نظريا وعلميا, ولكن هذا النموذج لم يسلم من الانتقادات لتبدأ محاولات تطويره, تلك المحاولات التي أسقطت بعض افتراضات النموذج وحاولت تحسينه ولكن مع مزيد من التعقيد وفي النهاية بقيت تدور في فلكه, مما أدى بالباحثين إلى تغيير اتجاه التفكير نحو نظرية جديدة كليا, وبالتالي ظهرت عدة نظريات من بينها التسعير بالمراجعة والنظرية المالية السلوكية.

الفصل الثاني:

الإطار النظري للدراسة

## تمهيد:

بعد مناقشة وعرض مختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بعائد ومخاطر الأصول المالية، وأهم النماذج المسعرة لها في الفصل السابق، خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي المتعلق بتشكيل حافظة الأوراق المالية، وذلك بدراسة واقع بورصة الجزائر والقطاعات والشركات المدرجة ببورصة الجزائر، واختيار أفضلها من أجل تسعيرها وفقا لنموذج CAPM من أجل تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة.

وفي هذا الفصل يتم التطرق إلى الإطار النظري لبورصة الجزائر وعرض أدائها والمعوقات التي تقف أمام تطورها ولعل أبرز هذه المعوقات عدم مسايرة القوانين والأنظمة للواقع، ارتفاع معدلات التضخم وضعف الحوافز الجبائية في المبحث الأول، لنعرض في المبحث الثاني الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة، وذلك من حيث وصف لمجتمع الدراسة وطريقة اختيار العينة، وتحديد مصادر البيانات، وخطوات الدراسة بهدف الإجابة على تساؤلات الدراسة، لنقوم بتحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

## المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر

كانت هناك ضرورة تستدعي من الدولة الجزائرية إلى تأسيس سوق لرأس المال، وهذا لاعتباره مصدر مهم في العملية التمويلية، واعتبار غياب هذا السوق كمركز اقتصادي مهم للجزائر منذ الاستقلال، وقد بدت ملاح هذا النوع من الأسواق في عام 1988، بشروع جملة من الإصلاحات التي عرفتها الجزائر.

### المطلب الأول: نشأة ومراحل تطور بورصة الجزائر.

إن حداثة بورصة الجزائر وقلة المؤسسات المتعاملة بها أعطى نظرة سيئة للاقتصاد الوطني وكافة المؤسسات الجزائرية، فقد فكرت الجزائر في إنشاء هذه السوق المالية.

**1. نشأة البورصة في الجزائر:** إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر يعود لشهر ديسمبر 1991 وذلك بإنشاء شركة القيم المنقولة<sup>1</sup> SVM\* وهي شركة مساهمة متكونة من مجموعة من المساهمين هم صناديق المساهمة الثمانية والتي بلغ رأس مالها بـ 93200000 مليون دج تتكون من ثمانية أعضاء وكل عضو يمثل احد صناديق المساهمة وفي جانفي 1992 تم رفع رأس مال الشركة إلى 93200000 مليون دج وظهرت تحت تسمية "بورصة الأوراق المالية إلا أن هذه الأخيرة تراجعت لسبب رئيسي وهو ضعف رأس مالها، وكذا بفضل سياسة الدولة المنتهجة وذلك بتبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية، ومعدل التضخم المرتفع وهذا ما يتنافى ومبادئ البورصة وكان الانتظار إلى غاية 23 ماي 1993 حيث أعلنه المشرع الجزائري، وذلك بمرسوم تشريعي لـ 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة وقد عرف هذا النص بورصة القيم المنقولة كما يلي: هي إطار تنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم، ومن جهة أخرى تعتبر بورصة القيم المنقولة سوق مركزية منظمة تتم فيها عمليات التفاوض على الأوراق المالية المسجلة في التسعيرة الرسمية وقد نص التشريع السابق على تأسيس هيئتين ذات طابع قانوني يسهران على السير لهذه السوق المالية وهما:

• لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة \*\*COSOB.

• شركة تسيير بورصة القيم المنقولة \*\*\*SGBV.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993، ص 80.

\*SVM: société des valeurs mobiliers

\*\* COSOB: Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse

\*\*\*SGBV : Société de gestion de la bourse des valeurs

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

ومهام الهيئتين تنحصر في تحقيق نفس الهدف وهو الالتزام بإنشاء سوق مالية في الجزائر والسهر على حماية المدخر لحقوقه من إجراء تعسفات محتملة ناتجة أساسا من عدم معرفة المدخر لحقوقه في مجال الاستثمار وهذا راجع لنقص الثقافة المالية.

وكانت أول شركة دشنت السوق المالية في الجزائر هي سوناطراك لتعلن الجزائر خلق "بورصة الجزائر" كما حدد مرسوم 23 ماي 1993 القانون الأساسي للوسطاء في عمليات البورصة وحدد وظائفهم والعمليات التي يتولون القيام بها دون غيرهم وهي عمليات التفاوض داخل البورصة.

من بين العوامل التي حثت على قيام السوق المالية في الجزائر نجد ما يلي:<sup>1</sup>

✓ **استغلال الإدخارات غير الموظفة:** لقد عرف الاقتصاد الجزائري ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها، وهذا في ظل نقص الشبكات والمنتجات لتحفيز الادخار، فقد قدر الإدخار الوطني لسنة 1997 بـ 73.3 مليار دج في حين قدره المختصون بـ 363.5 مليار دج، ومن هنا فقد برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية يمكن من التجنيد المباشر للإدخارات والمساهمة في تخفيف أعباء الاستدانة وتخفيف العجز في الميزانيات، كما تسمح بضمان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

✓ **ظروف المحيط الاقتصادي:** تم إنشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي 1986، وعلى الرغم من بعث التنمية الاقتصادية سنة 1996، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث قدر في تلك السنة 3.4% مقابل 2% سنة 1997، وفي هذا الشأن، فإنه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل وذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتنمية.

✓ **ازدياد إحتياجات المؤسسات العمومية:** مثلت إحتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلا، حيث أن أكبر جزء من مورد البنوك هي ناتجة عن عمليات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وبهذا الصدد، يمكن ملاحظة أن القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 360 مليار دج سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دج شهر ديسمبر 1991، يمكن أيضا ملاحظة أن تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف

<sup>1</sup> نوال بن لكحل، الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2001، ص130.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

البنكي، الذي كان يتجه نحو زيادة ضعف الاحتياطات من العملة الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الأجنبية.<sup>1</sup>

2. مراحل تطور بورصة الجزائر: مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

✓ **المرحلة التقريرية (1990-1992):** لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط. كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة. ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها. ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية. وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

✓ **المرحلة الابتدائية (1993-1996):** لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على

<sup>1</sup> براق مجّد، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، مداخلة بالملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 22 و23 أبريل 2003، ص2.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

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 300.000.00 إلى:<sup>1</sup>

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

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

في إطار هذا المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي.<sup>2</sup>

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين:<sup>3</sup>

- لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية (COSOB) وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة؛
- شركة تسيير القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، ولا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة.

✓ **مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي):** مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف

جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي رقم: 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم: 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.

<sup>2</sup> قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر- ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، 2005، ص 160.

<sup>3</sup> المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

• تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)<sup>3</sup> في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل. ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي .

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997م، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدرن سوق الرأسمال في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية.

ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة وهي :

- شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20%؛
- مجمع صيدال: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%؛
- فندق الأوراسي: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

### المطلب الثاني: هيئات وأسواق بورصة الجزائر

تُسير بورصة الجزائر بواسطة هيئات من أجل تنظيمها، كما تتضمن التسعيرة الرسمية لها سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

**1. هيئات بورصة الجزائر:** من أجل تحديد جميع الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر لضمان السير الحسن لهذه البورصة، وتحديد جميع المتدخلين فيها، تم وضع أساسا تشريعيًا لبورصة الجزائر لأول مرة سنة 1993 والذي يتماشى مع الأنظمة المعمول بها عالميا وذلك من خلال مرسومين تشريعيين هما:<sup>1</sup>

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 وهو أول نص جاء لفتح النشاط البورصي في الجزائر، والذي جاء مفسرا ومكملا للمنشور رقم 59/75 الصادر في 26 سبتمبر 1975 من القانون التجاري

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 190.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

- في مواده من 592 وما بعدها الخاصة بشركات المساهمة، حيث أدخل هذا المرسوم النصوص القانونية اللازمة المعدلة للقانون التجاري والتي جعلت من الشركة ذات الأسهم شخصا قانونيا يمكنها التسعير في البورصة.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الخاص ببورصة القيم المنقولة؛ والذي نظم الخطوط العريضة لسيرها ولم يذكر كفاءتها بالتفصيل، كما قسمها إلى هيئتين رئيسيتين هما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة. وقد تم تعديل هذا المرسوم بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 والذي نص على أن بورصة الجزائر تشمل على ما يلي:
  - ✓ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): بدأت عملها بصفة رسمية في فيفري 1996 وتتمتع هذه اللجنة باستقلالية الإدارة والمالية ومن مهامها الأساسية تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها والسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وعلى السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها وتتكون من:
  - رئيس يمارس مهامه في كامل الأوقات مدعو لمهمة 4 سنوات بمرسوم تنفيذي يتم اتخاذه في مجلس الوزراء باقتراح من وزير المالية؛
  - ستة (06) أعضاء دائمين مدعويين بقرار من وزير المالية لمدة 4 سنوات ويتوزعون كما يلي:
  - قاضي يقترحه وزير العدل؛
  - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
  - عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة؛
  - عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها من المجال المالي أو المصرفي أو البورصة.
- وقد خولت لـ (COSOB) مجموعة من السلطات هي:
- السلطة القانونية (سلطة التنظيم)؛
  - سلطة الرقابة والمراقبة (سلطة التحري)؛
  - سلطة إلزامية: حيث يمكن لرئيس اللجنة في حالة وقوع عمل مخالف للإحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في الأوراق، وأن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بالامتثال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفة، حيث تفصل الجهة القضائية في الأمر باتخاذ إجراء تحفظي وتصدره قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديديه تحليها إلى الخزينة العمومية؛
  - الغرفة التأديبية والتحكيمية: وتكون الغرفة مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء وكل مخالفة للإحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

# الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

وتبقى المهمة الأساسية لـ (COSOB) هي حماية مصالح المستثمرين وذلك من خلال ضمان الثقافة اللازمة لحسن سوق رؤوس الأموال.

✓ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB)<sup>1</sup>: المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، وتتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصائيات المتعلقة بالبورصة من خلال النشرة الرسمية للتسعيرة وقنوات الإعلام الأخرى: مواقع الإنترنت، الومضات التلفزيونية، الصحف الوطنية.....الخ.

✓ وسيط عمليات البورصة (IOB)<sup>2</sup>: وهو يعتبر شخصا طبيعيا أو معنويا متخصصا في شراء وبيع الأوراق المالية في البورصة، وقد منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الاعتماد لعدد من الشركات من أجل ممارسة أنشطة الوسطاء في عمليات بورصة الجزائر أهمها:

- وزارة المالية؛
- صندوق الضمان؛
- المؤسسة المالية العاملة (SOGEFI) الممثلة من طرف:
  - القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛
  - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)؛
  - الشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT) .
- شركة" الراشد المالي المكونة من:
  - بنك الجزائري الخارجي (BEA)؛
  - الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA)؛
  - شركة التأمين وإعادة التأمين (CCR).
- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف (SOFICOP) المشكلة من:
  - البنك الوطني الجزائري (BNA)؛

<sup>1</sup> حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد "دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها"، مجلة نداء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، أبريل 2018، ص 136.

<sup>2</sup> بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 21، العدد 21، ديسمبر 2016، ص 59.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

– بنك التنمية المحلية (BDL)؛

– الشركة الجزائرية للتأمين (SAA).

• شركة توظيف القيم المنقولة (SPDM) والتي يشارك فيها كل من:

– البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛

– الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR).

✓ **المؤتمن المركزي للسندات:** هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون 05 بنوك وثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري وتتمثل وظائفه في:

• فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات؛

• تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال.

2. **أسواق بورصة الجزائر:** تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين، كالآتي:

أ- **سوق سندات رأس المال:** تتكون من الآتي:

✓ **السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حالياً 04 شركات متداولة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

• مجمع صيدال، الناشط في القطاع الصيدلاني؛

• مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، الناشطة في القطاع السياحة؛

• أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات؛

• أن-سي أ-روبية، الناشطة في قطاع التغذية.

**الجدول رقم (01): الشركات المدرجة في البورصة**

اسم الشركة	الرمز في البورصة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
أليانس للتأمينات	ALL	التأمينات	200	5 804 511
أن سي أ روبية	ROUI	الصناعة الغذائية	100	8 491 950
م.ت.ف. الأوراسي	AUR	الفندقة	250	6 000 000

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

10 000 000	250	الصناعة الصيدلانية	SAI	صيدال
25 521 875	200	الصناعة الصيدلانية	BIO	بيوفارم
1 159 300	100	سياحة	AOM	أوم أنفست

المصدر: بورصة الجزائر.

✓ سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم: 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم: 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق لنظام العام لبورصة القيم المنقولة (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012) وقد انصبت تعديلات تنظيمية على القبول في هذا السوق (سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) يمكن الإلمام بها من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (02): جدول تلخيصي لشروط الإدراج في سوق سندات رأس المال

سوق سندات رأس المال		الشروط
سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	السوق الرئيسية	
شركة ذات أسهم (S.P.A)	شركة ذات أسهم (S.P.A)	الشكل القانوني
لا يوجد حد معين	500.000.000 دينار جزائري	رأس المال الأدنى المدفوع
ليست مطلوبة	رابحة	نتائج السنة المالية الأخيرة
10%	20%	الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى
للسنتين الأخيرتين، ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	للسنوات الثلاث الأخيرة، على أن تكون نتائج السنة الأخيرة رابحة	الكشوف المالية المصدقة والمنشورة
مطلوب + تعيين مرقى البورصة	مطلوب	هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي
50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات	150 مساهما	عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة

المصدر: بورصة الجزائر، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، موقع الاطلاع:

<http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf> تاريخ الإطلاع: 2020/08/25

يتعين على جميع الشركات الرّغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مرقى بورصة، سواء لنسبة لعملية الإدراج، وكذا طوال فترة حياتها داخل سوق البورصة، ومرقى البورصة هو مستشار

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

مرافق، يجب أن يكون وسيطاً معتمداً في عمليات بورصة أو بنكاً أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات التمويل والقانون وإستراتيجية الأعمال، مع تمتعه لخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفاً به ومسجلاً لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ويقوم المرقبيّ بدور أساسي في مراقبة احترام التزامات الشفافية التي تخضع لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة.

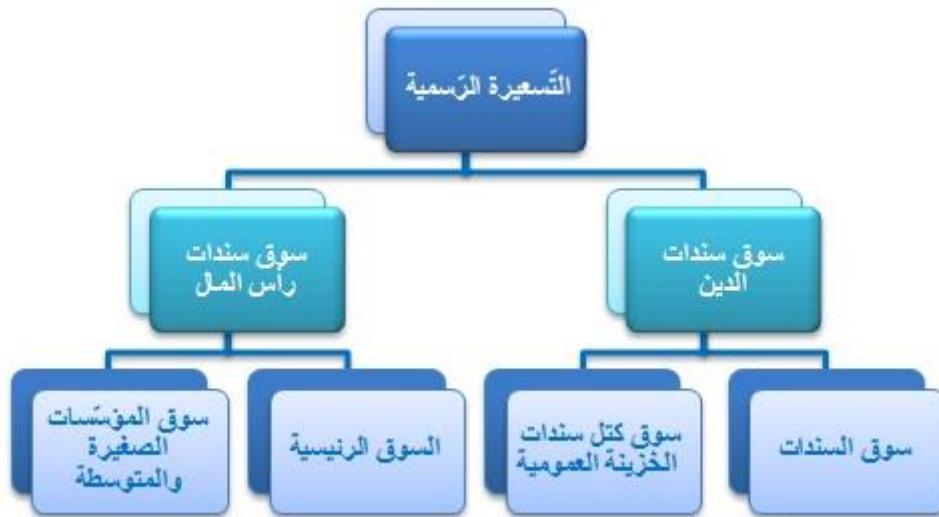
ب- سوق سندات الدين: تتكون من الآتي:

✓ سوق السندات: تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

✓ سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية،

وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة إجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 سنة، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المختصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

الشكل رقم (02): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



المصدر: بورصة الجزائر، موقع الاطلاع: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145> تاريخ الإطلاع:

2020/08/25

المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر ومقترحات لتفعيل نشاطها

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول

إلى المستوى المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

1. **معوقات بورصة الجزائر:** لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أنه ومن خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، واجتماعي وثقافي وتنظيمي...إلخ.

وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

### أ- المعوقات الاقتصادية:

✓ **الخصوصية:** يضم مفهوم الخصوصية عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخصوصية.

**مفهوم الخصوصية:** هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فان الخصوصية تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة. وتعتبر سياسة الخصوصية من بين الأهداف التي تنشط أسواق الأوراق المالية في البورصة، لأن أهمية هذه الأخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وأجالها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخصوصية، وذلك أنها:

- تتمكن من بيع عدد كبير من أسهم الشركات وتتنافس على حصص حقوق الملكية؛
- تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية.

وبالرغم من اعتبار الخصوصية في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخصوصية...إلخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخصوصية الفعلية.

✓ **التضخم:** وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.<sup>1</sup> وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها، وقد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية.

كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة لحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

✓ **السوق الموازية:** إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إداراتهم نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

✓ **ضعف الحوافز الجبائية:** ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.

✓ **ضعف الجهاز الإنتاجي:** يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

<sup>1</sup> السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الاقتصادي لمصر 1981/1978، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

- إرتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة؛
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا؛
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

### ب- المعوقات السياسية والتشريعية:

✓ **المعوقات السياسية:** من المعروف أن بورصة الجزائر أنها افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما أسهم في مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الانقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.

✓ **المعوقات التشريعية:** طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم<sup>1</sup>، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها، نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم<sup>2</sup>، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

### ج- المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:

<sup>1</sup> المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم: 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997.

<sup>2</sup> نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم: 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في: 01 جوان 1997.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

✓ **العائق الاجتماعي والثقافي:** إن العامل الديموغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر، كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

✓ **العامل الديني:** لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4 - 9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة، كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.<sup>1</sup>

د- **المعوقات التنظيمية.**

✓ **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

✓ **عدم تنوع الأوراق المالية:** يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر، أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا نتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تقتصر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

<sup>1</sup> جاسم علي الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 743.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

✓ **غياب الشفافية:** سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي،... إلخ، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

✓ **سير عمل البورصة:** حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا، ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر، كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

2. **مقترحات لتفعيل بورصة الجزائر:** من أجل تفعيل بورصة الجزائر وتنشيطها نقترح مجموعة من التدابير نذكرها كالتالي:

- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة وتوفير التسهيلات اللازمة وذلك لاستغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها بما يمكن أن تحققه البورصة من أجل نشر ثقافة الاستثمار في البورصة؛
- مكافحة الاقتصاد غير الرسمي (السوق الموازية) الذي يعتبر قبلة المستثمرين والذي يمتص مداخيلهم للاستثمار في القيم المنقولة؛
- إصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها (إذ نجد فقط الأسهم وسندات الخزينة العمومية وغياب سندات الدين التي يمكن أن تصدرها الشركات التي تعاني من عجز وتحتاج إلى التمويل)، وذلك لمسايرة التطور في مجال الخدمات المالية؛
- توفير مناخ استثماري مناسب لاستقطاب رؤوس الأموال للبورصة من خلال تحقيق الاستقرار السياسي وتوفير التحفيزات الجبائية، وكذا التحكم في معدلات التضخم؛
- توفير الصكوك الإسلامية القابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة والتي يمكن أن تلقى القبول لدى الجمهور.

## المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج العلاقة بين العائد والمخاطرة

المطلب الأول: عينة وحدود الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في السوق الرسمي لبورصة الجزائر، وقد تم اختيار عينة الدراسة مكونة من أربع مؤسسات توفرت فيها بيانات فترة الدراسة وهي كالتالي: <sup>1</sup>

### 1. أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009، وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 1995/10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين، وفي نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب، وانصبّ مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم. وفي مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011، وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

### 2. شركة التسيير الفندقي الأوراسي:

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983. في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH). وعدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.

<sup>1</sup> بورصة الجزائر، الشركات المتداولة، موقع الاطلاع: [http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe\\_cote](http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote) ، تاريخ الإطلاع: 2020/08/25.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000، وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.

### 3. أن سي أ رويبة:

الشركة ذات الأسهم أن سي أ رويبة هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة، وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة ( ذ.م.م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية"، وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، الهريسة والمرببات تحت العلامة التجارية "الرويبة".

وقد مرت بمجموعة من التغيرات نذكرها:

- في سنة 2003: غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم.
- في سنة 2006:
  - ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 إلى 152044000 دينار جزائري مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة افرسينفست المحدودة.
  - تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة.
- في سنة 2008:
  - تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى " أن سي أ رويبة ش.ذ.أ".
  - رفع رأس المال الشركة من 792195000 دينار جزائري إلى 849195000 دينار جزائري.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

- في سنة 2011: صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012.
- في أبريل 2013: شرعت مؤسسة أن سي أ- الروبية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم.
- في يونيو 2013: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013. وقُدِّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.

#### 4. مجمع صيدال:

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي بيوتيك (BIOTIC) وفارمال (PHARMAL).

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم إن هذه الشركة غيرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

- عام 1993: تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.
- فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم.
- سبتمبر 1999: وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية، وقُدِّر مبلغ الإدراج ب 800 دج.

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

قام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وبسعر معلوم يتم تحديده مسبقاً، حددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع، وتم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999 وقد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

### المطلب الثاني: عرض البيانات

لغرض القيام بهذه الدراسة نستعين بالجدول التالي الذي يبين لنا أسعار الأسهم بداية ونهاية كل سنة مع التوزيعات التي قامت بها هذه المؤسسات على حملة أسهمها.

#### جدول رقم (03): أسعار الأسهم الافتتاحية والاختتمية وتوزيعاتها خلال كل سنة

توزيعات الأرباح	السعر نهاية الفترة	السعر بداية الفترة	
2013			
30	610	825	آليانس للتأمينات
20	390	340	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي
10	405	400	أن سي أ الروبية
40	450	620	صيدال
2014			
35	595	610	آليانس للتأمينات
30	440	390	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي
12	365	405	أن سي أ الروبية
40	560	450	صيدال
2015			
35	540	595	آليانس للتأمينات
40	480	440	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي
15	355	365	أن سي أ الروبية
40	640	560	صيدال
2016			
35	465	540	آليانس للتأمينات
30	495	480	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

0	335	355	أن سي أ الروبية
40	600	640	صيدال
<b>2017</b>			
45	420	465	آليانس للتأمينات
40	495	495	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي
0	300	355	أن سي أ الروبية
45	660	600	صيدال

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر.

بعد جمع البيانات نقوم بحساب بعض المؤشرات من خلال الجدولين الموليين لغرض تحليل هذه البيانات

**جدول رقم (04): العائد السوقي للمحفظة والعائد المتوقع للسهم**

العائد المتوقع للسهم	2017	2016	2015	2014	2013	
0.0598-	0	-0.074	0.034-	0.033	0.224-	آليانس للتأمينات
0.1534	0.081	0.094	0.182	0.205	0.205	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي
0.0357-	0.104-	0.056-	0.014	0.069-	0.037	أن سي أ الروبية
0.1025	0.175	0	0.214	0.333	0.209-	صيدال
0.0401	0.0378	-0.009	0.094	0.125	-0.047	معدل العائد على المحفظة
0.85%-	-06.97%	0.37%	08.52%	10.57%	-16.72%	عائد السوق

المصدر: من إعداد الطالبة.

من خلال الدراسة تبين لنا أن متوسط عائد المحفظة لسنوات الدراسة بلغ 04.01%، أما العائد السوقي للمحفظة خلال كل سنة كان متذبذبا حيث بلغ قيمة سالبة قدرت ب - 04.76% سنة 2013 لترتفع سنة 2014 وتبلغ نسبة 12.55%، ثم انخفض هذا العائد خلال السنتين اللاحقتين ليبلغ قيمة سلبية سنة 2016 قدرت ب - 0.91% ليشهد نموا إيجابيا سنة 2016 بنسبة 3.78%، وما يلاحظ خلال هذه الفترة أن معدل العائد على المحفظة لسنوات 2014، 2015 و2017 قد تخطى متوسط عائد السوق خلال نفس الفترة حيث بلغ على التوالي 12.55% ، 9.40% و 3.78% وهذا يدل على فترة الازدهار والرواج التي عرفتتها

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

المؤسسات في تلك الفترة، في حين أن المتوسطات الأخرى للعائد السوقي التي قيمها أقل من متوسط عائد محفظة السوق فهي تدل على فترات الركود خاصة المؤسسات التي لديها عوائد سوقية بقيم سلبية.

### المطلب الثالث: مناقشة النتائج

تناقش النتائج من خلال المخاطر النظامية والكلية والعائد المطلوب الموضحة في الجدول التالي:

#### جدول رقم (05): مؤشرات المخاطر النظامية والكلية والعائد المطلوب

العائد الخالي من المخاطرة	معامل بيتا	الانحراف المعياري	العائد المتوقع للسهم	معدل العائد المطلوب	
0.0175	0.6935	0.1001	-0.0598	0.0355	آليانس للتأمينات
0.0175	0.0776	0.0614	0.1534	0.0155	مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي
0.0175	-0.1346	0.0593	-0.0357	0.0210	أن سي أ الروبية
0.0175	1.5855	0.2115	0.1025	-0.0237	صيدال

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

- **تحليل المخاطرة النظامية:** من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معامل بيتا أكبر من الواحد لمؤسسة صيدال معناه أن عائد الشركة يكون أكبر من عائد السوق خلال فترة الدراسة، وهذا يدل على أن أسهم المؤسسة هي أسهم هجومية أو مجازفة أي ينطوي عائدها على مخاطر أكبر من مخاطر عائد محفظة السوق، بينما نجد كل من مؤسسة أن سي أ الروبية ومؤسسة آليانس للتأمينات ومؤسسة الأوراسي أن لديها معاملات بيتا أقل من الواحد، وهذا يدل على أن أسهم المؤسسات هي أسهم دفاعية أو محافظة وينطوي عائدها على مخاطر أقل من مخاطر عائد محفظة السوق، وما نلاحظه كذلك أن إشارة معاملات بيتا لأسهم المؤسسات هي كلها موجبة ماعدا بيتا الخاص بمؤسسة أن سي أ الروبية لها إشارة سالبة وهذا يدل على وجود علاقة عكسية بين عائد السهم للمؤسسة وعائد المحفظة فكلما ارتفع عائد محفظة السوق انخفض عائد سهم مؤسسة أن سي أ الروبية.
- **تحليل المخاطرة الكلية:** يقيس الانحراف المعياري المخاطر الكلية للمحفظة حيث يقوم المستثمر باختيار الورقة المالية التي تحقق له أعلى عائد لنفس درجة المخاطرة، أو إذا حققت هذه الورقة مخاطر أقل لنفس العائد المتوقع، حيث نلاحظ أن أسهم مؤسسة صيدال تنطوي على مخاطر مرتفعة قدرت ب 21.15%، تليها مؤسسة آليانس للتأمينات ب 10% وتليها بمخاطر أقل لكل من مؤسسة الأوراسي ومؤسسة أن سي أ الروبية بنسبة

## الفصل الثاني-----الإطار التطبيقي للدراسة

6.13% و5.93% على التوالي، في حين نلاحظ أن العوائد المتوقعة لمؤسستي آليانس للتأمينات وأن سي أ رويبة هي عوائد سلبية لذا لا ينصح بالاستثمار فيهما، في حين نجد أن العائد المتوقع لمؤسسة التسيير الفندقية أعلى ودرجة مخاطرتها أقل بالمقارنة مع مؤسسة صيدال، فالقرار الاستثماري هنا هو الاستثمار في أسهم مؤسسة التسيير الفندقية.

• **تحليل معدل العائد المطلوب:** من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معدل العائد المتوقع لكل من مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة صيدال أكبر من معدل العائد المطلوب لهما، فالقرار الاستثماري المناسب في هذه الحالة هو شراء أسهم المؤسستين، في حين نجد أن معدل العائد المتوقع لكل من مؤسسة أن سي أ الرويبة ومؤسسة آليانس للتأمينات أقل من معدل العائد المطلوب لهما، فالقرار الاستثماري الملائم في هذه الحالة هو عدم الاستثمار في هذا النوع من الأسهم، أو القيام ببيع الأسهم بالنسبة لمالكها.

### خلاصة الفصل:

خصص هذا الفصل لتناول الجانب التطبيقي للدراسة، وذلك بإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي ومعرفة مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع العملي، حيث كان سوق المال الجزائري هو بيئة الدراسة، من خلال استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لاختبار حساسية السوق (المخاطر المنتظمة) بمعامل بيتا والمخاطر غير المنتظمة وذلك من جهة، ومن جهة آخر اختبار العلاقة بين عائد ومخاطر الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر وذلك باستخدام نموذج CAMP.

وقد قمنا في الأخير بتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها انطلاقاً من المعطيات التي تمت معالجتها، حيث بينت الدراسة أن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة في سوق الجزائري للأوراق المالية، كما أن أفضل نموذج للبيئة الجزائرية هو CAMP.

خاتمة

لقد شغلت العلاقة بين العائد والخطر المستثمرين والمهتمين بالقرار الاستثماري مدة طويلة من الزمن، وقد بدت هذه العلاقة ضمن إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عرضة للمزيد من الدراسات والبحوث وعلى الرغم من كل الانتقادات التي شهدتها النموذج منذ سنة 1964، إلا أنه يعد بمثابة النظرية الأساس التي تقوم على العلاقة بين العائد والخطر وكما يعد من أشهر نماذج تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار في الأوراق المالية، فهو نموذج مبسط نسبيا تم تصويره من قبل ماركويتز وتطويره من طرف شارب، كما تم تحسينه من طرف يلتنر وفاما ثم انتشر استعماله بعد ذلك في مختلف المنشآت الدولية

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية النموذج الرائد في إدارة الأصول المالية، إذ اعتمد فيها على مفهومي العائد والمخاطرة ممثلين لمتوسط الحسابي ومعامل بيتا نسبة للمخاطر المنتظمة لقيم الأصول في فترة زمنية معينة.

ويعتبر التطور الحاصل في الاقتصاد العالمي وحركة رؤوس الأموال داخل الأسواق المالية من العوامل التي أدت لزيادة المستثمرين للاهتمام بالاستثمار في الأصول المالية لما تحققه من عوائد كبيرة في ظل مخاطر مقبولة، وهدف كل مستثمر مالي هو تحقيق أعلى عائد عند مستوى مقبول من المخاطرة، ولذلك في هذه الدراسة تم دراسة المخاطر المرتبطة به وطرق قياسها، وكذلك دراسة العلاقة بينهما وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، للتطرق في الدراسة التطبيقية إلى كيفية تقدير واختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في السوق المالي الجزائري.

ختاما يمكن القول بعد التطرق إلى اختبار العلاقة في بورصة الجزائر إلى أنه من الضروري إعادة النظر في السياسة المتبعة في بورصة الجزائر، من خلال بيئة جميع المؤثرين في البورصة من مدخرين وشركات حول أهمية هذا الأسلوب في تمويل المشاريع المختلفة، وكأداة لاستيعاب رؤوس الأموال للأفراد. وعلى المستوى الإعلامي قد تساعد برامج متخصصة في أساسيات الاستثمار المالي في تغيير نظرة المدخر الجزائري إلى البورصة نحو الأحسن، بالإضافة إلى توسيع قاعدة الشركات التي من المحتمل أن تدرج في السوق المالي الجزائري لتشمل الشركات الخاصة مع إعطاء التسهيلات الضرورية لعملية الإدراج، على أن تكون الشركات المدرجة موزعة على قطاعات الاقتصاد المختلفة حتى تحقق تنوع المخاطر بالنسبة للمستثمر، وبمناخ مرآة تعكس أداء الاقتصاد ككل، وكذا تحفيز المقاولين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار في بورصة القيم المنقولة.

من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى العديد من النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية ونتائج تطبيقية،

كما يلي:

#### أ- النتائج النظرية:

- يعتبر نموذج توازن الأصول المالية النموذج الرائد في عملية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة؛
- تنقسم المخاطر إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية، والمخاطر غير النظامية نستطيع التحكم فيها من خلال التنوع الجيد والكفاء؛
- على جميع الأطراف في السوق المالي أن يكونوا على دراية بالمخاطر التي تواجههم والقيام بتدابير وإجراءات احترازية بما يتيح لهم مواجهة أي نوع من المخاطر المالية؛
- تصرفات المستثمر تبنى على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية؛
- الهدف من استخدام نموذج تسعير الأصول المالية هو تحديد التوليفة من الاستثمارات التي تحقق للمستثمر أكبر عائد عند مستوى مقبول من المخاطرة؛
- يمكن قياس المخاطر الكلية (المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة) عن طريق معاملات إحصائية أشهرها، المدى، التباين، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف؛
- يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية معياراً ملائماً لقياس درجة المخاطرة من أجل الحصول على عائد معين ويصلح هذا النموذج بالنسبة للأسواق المالية التي تتسم بنوع من الكفاءة والتنوع في استثماراتها.

#### ب- النتائج التطبيقية:

- تتأثر كل من مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة صيدال بالتغير الحاصل في العائد السوقي بنفس الاتجاه؛
- يفضل الاستثمار في أسهم مؤسسة التسيير الفندقية لأن عائدها المتوقع أكبر من العائد المتوقع لأسهم مؤسسة صيدال، ودرجة مخاطرتها أقل من أسهم مؤسسة صيدال؛
- معدل العائد المتوقع لكل من مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة صيدال أكبر من معدل العائد المطلوب لهما، ولكن يفضل الاستثمار في المعدل الخالي من المخاطرة لأن عائده أكبر؛
- ليس هناك توافق بين معدل العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة.

#### ج- الفرضيات:

من خلال النتائج المتوصل إليها في الدراسة يمكن الإجابة على فرضيات الدراسة كما يلي:

- كلما زاد طموح المستثمر لتحقيق عائد أعلى كلما توجب عليه تحمل أعلى مخاطرة، أي هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛
  - قبل تشكيل المحفظة المالية كانت الأسهم المختارة لمخاطرها تفوق عوائدها، عند تشكيل المحفظة تنخفض المخاطر مع تحقيق عوائد معتبرة، وهذا ما يدل على أثر التنوع في التقليل من المخاطر، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
  - أما الفرضية الثالثة القائلة بأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لا يفسر عوائد أسهم الشركات خاطئة، حيث أنه قد أثبتت الدراسة أن هذا النموذج قادر على تفسير عوائد أسهم الشركات بمستوى دلالة كبير.
- د- التوصيات:**

بعد تناول موضوع العائد وطرق قياسه والمخاطر المرتبطة به وكيفية التحكم فيها، والتطرق لأهم النماذج للدراسة التطبيقية حول فعالية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة، والقيام بتقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة، وبعد استخلاص النتائج، وإثبات الفرضيات، يمكننا اقتراح التوصيات التالية:

- تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال تشجيع دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على اعتبار أن عدد المؤسسات المدرجة في السوق سيخفض من نسبة المخاطر ويزيد من إمكانية التنوع في الاستثمارات وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة سيولة السوق؛
- استحداث أدوات مالية وفق الشريعة الإسلامية لجذب أكبر عدد من المستثمرين باعتبار أن الجانب الديني عنصر مهم ومؤثر على القرار الاستثماري في الجزائر؛
- إنشاء شركات رأس المال الاستثماري التي تشجع الصناعات؛
- العمل على تطوير بورصة تونس وذلك بتنشيط السوق السندي، وكذا توفير الاستقرار السياسي والاقتصادي كالتحكم في التضخم والتخفيف من العبء الجبائي؛
- توفير المعلومات في موقع البورصة بنشر التقارير اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية، وكذا لمختلف المؤشرات كمؤشر أسعار الفائدة ومؤشر أسعار الصرف وغيرها؛
- تنوع مكونات المحفظة الدالية بزيادة الأصول الخالية من الخطر.

قائمة المصادر

والمرجع

## قائمة المراجع والمصادر:

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب:

1. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010.
2. أحمد محمد العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
3. السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
4. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد، بسكرة، الجزائر، 2019.
5. خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2000.
6. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، عمان، 2010.
7. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 1998.
8. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحليل الأسواق، دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر المنهل، 2009.
9. شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993.
10. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
11. طاهر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997.
12. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
13. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، فلسطين، 2008.
14. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، 2009.
15. محمد صالح الحناوي، جلال براهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002.
16. محمد صالح الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
17. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، المناهج، عمان، 2007.
18. محمد فتحي البديوي، إدارة البنوك، المكتبة الأكاديمية، الجيزة، 2012.

19. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع، الأردن، 2005.
  20. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
  21. موسى شقيري نوري وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، 2012.
- ب- الرسائل الجامعية:
22. أيمن الشهاب، إختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة- بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا-، أطروحة دكتوراه، جامعة حلب، سوريا، 2005.
  23. بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، قسنطينة، 2010.
  24. بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2017.
  25. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
  26. تزدوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي المختار، الجزائر، 2008.
  27. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2018.
  28. قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، 2005.
  29. نوال بن لكحل، الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، علوم التسيير، 2001.

### ج- الملتقيات والمؤتمرات:

30. براق محمد، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، مداخلة بالملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 22 و 23 أبريل 2003.

31. جاسم علي الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهيّة الإسلامية بين الأمل و الواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

32. سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة بالملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف.

### د - المجلات والدوريات المحكمة:

33. أيمن الشهاب، حسن مشرقي، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، 2014.

34. بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أ رويبة كنموذج"، العدد 18، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 2017.

35. بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 21، العدد 21، ديسمبر 2016.

36. حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد "دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، أبريل 2018.

37. قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM) (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 02، 2005.

38. نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، 2018.

### هـ-التقارير الرسمية:

39. التقارير السنوية لبورصة الجزائر من 2013 إلى 2017.

### و- المراسيم والتشريعات:

40. المرسوم التشريعي رقم: 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم: 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.
41. المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
42. نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم: 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في: 01 جوان 1997.
43. المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم: 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997.

### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

1. Bertrand Jaquilate & Bruno Solnik, **Marche Financiers : Gestion de portefeuille et des risques**, Dunod, Paris, 3eme édition, 1997.
2. Farber A and All, **Finance**, pearson, paris, 2011.
3. Richard.Brealy and all, **Principes de gestion financiere**, 7em Edition, Pearson education, France, Paris, 2006.

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) خلال الفترة الممتدة بين 2013-2017، ولغرض تحقيق أهداف الدراسة قمنا بوضع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لتحليل واختبار العلاقة، حيث تم استخدام بيانات سنوية عن أسعار الافتتاح والإغلاق ومؤشر السوق (Lindex) لأسعار السوق المالي الجزائري التي تغطي الفترة من شهر جانفي 2013 إلى شهر ديسمبر 2017.

وقد تكونت عينة الدراسة من أربع شركات مدرجة في السوق المالي الجزائري حسب كل قطاع، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

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

## Summary:

This study aims to test the relationship between return and risk in the Algerian financial market, the Algiers Stock Exchange, during the period between 2013-2017, and for the purpose of achieving the objectives of the study, we developed a capital asset pricing model (CAPM) to analyze and test the relationship, whereby annual data on opening and closing prices and an index were used. The (Lindex) market for the Algerian financial market, which covers the period from January 2013 to December 2017.

The study sample consisted of four companies listed on the Algerian financial market according to each sector. The study concluded that there is a statistically significant relationship between return and risk in light of the capital asset pricing model (CAPM).

**Key words:** financial assets, the return, the risk, Capital asset pricing model CAPM.