

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

تحليل العلاقة بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم

دراسة حالة بورصة الجزائر 2017-2022

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطلبة:

(الإسم واللقب): عميروش نور الهدى

(الإسم واللقب): بلحيمر آية

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ بوميمز فيصل
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ سرحان سامية
مناقشا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذة نجار حياة

السنة الجامعية: 2021/2022

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين جزاهما الله كل خير

إلى إخوتي وأخواتي

إلى كل الأهل والأقارب

إلى كل الزملاء والأصدقاء

إلى كل من وقف معنا ودعمنا من قريب أو من بعيد لإنجاز هذا البحث بجهد،
ووقته، ودعائه...

آية

نورالهدى

شكر وعرافان

أول شكر وأكبر حمد لله سبحانه الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل

ونتقدم بجزيل الشكر وأكبر التقدير والاحترام

إلى الأستاذة المشرفة على الدراسة "سرحان سامية"

لجهودها العظيمة ولنصائحها وإرشاداتها القيمة

كما نشكر كل أساتذتنا من قسم علوم التسيير

آية

نورالهدى

ملخص:

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة الموجودة بين المخاطر النظامية وعوائد الاوراق المالية لأربع شركات مدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من مارس 2017 إلى مارس 2022، وللإجابة على إشكالية الدراسة تم حساب معامل بيتا للشركات المدرجة بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. ومن أهم النتائج المتوصل إليها أن هناك علاقة عكسية بين العائد والمخاطرة النظامية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. ما يعكس عدم وجود تأثير لعلاوة المخاطرة على قرارات الاستثمار في السوق المالي، ما يعكس ضعف سياسة التسعير في السوق المالية الجزائرية.

الكلمات المفتاحية: العائد، المخاطرة، المخاطرة النظامية، بورصة الجزائر، نموذج تسعير الاصول الرأسمالية.

Abstract

This study aims at attesting the relationship between stock return and the systemic risk, through of the application of the validity of the capital assets pricing model (CAPM) on 4 companies listed at The Algerian Stock Exchange, during the period 2017-2022, and to answer the problematic of study, the Beta coefficient for listed companies has been calculated and the used in testing the capital assets pricing model

In this study, we concluded that the capital asset pricing model succeeded on the Algeria Stock Exchange, and that there is an inverse relationship between return and risk in companies listed on the Algeria Stock Exchange.

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

فهرس المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
	إهداء
	شكر
	ملخص
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال البيانية
	قائمة الملاحق
أ-ج	المقدمة
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للمخاطر النظامية وعوائد الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: المخاطر النظامية
3	المطلب الأول: تعريف المخاطر النظامية
4	المطلب الثاني: مصادر المخاطر النظامية
8	المطلب الثالث: أدوات قياس المخاطر النظامية
11	المبحث الثاني: ماهية الأوراق المالية
11	المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية
13	المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية
17	المطلب الثالث: قياس عوائد الأوراق المالية
19	المبحث الثالث: الدراسات التطبيقية المتعلقة بمتغيرات الدراسة
19	المطلب الأول: الدراسات التطبيقية المتعلقة بالمخاطر النظامية
22	المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية المتعلقة بعوائد الأوراق المالية
23	المطلب الثالث: الدراسات التطبيقية للعلاقة بين المتغيرين
27	خلاصة
	الفصل الثاني: تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية في بورصة الجزائر
29	تمهيد
30	المبحث الأول: طريقة و أدوات الدراسة

30	المطلب الأول: طريقة الدراسة
42	المطلب الثاني: أدوات الدراسة
42	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة و تحليلها
43	المطلب الأول: نتائج تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة
46	المطلب الثاني: مناقشة النتائج المتوصل إليها
48	خلاصة
50	الخاتمة
52	قائمة المراجع
58	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
31	الشركات المدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية	01
43	نتائج تقدير معامل بيتا	02
43	نتائج حساب العائد المتوسط	03
44	نتائج تقدير نموذج الانحدار للشركات	04

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
32	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	01

قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
59	نتائج تقدير معاملات بيثا للشركات	1
61	نتائج الانحدار المتعدد للشركات	2

مقدمة

تعتبر الأسواق المالية مرآة حقيقية للأوضاع الاقتصادية للدولة وكذا الشركات المقيدة بها، فقد باتت من غير الممكن التفكير بموضوع التنمية الاقتصادية دون وجود شركات مساهمة ونظام خاص بسوق الأوراق المالية، نظرا لما تمثله من عامل جذب للمدخرات. وتوفر الأسواق المالية المناخ الملائم لعملية الاستثمار في الأوراق المالية التي تتميز بالكثرة والتنوع، حيث أن عملية الاستثمار فيها كغيرها من الاستثمارات الأخرى يتم الحصول على العوائد التي يمكن تحقيقها، وبالمقابل تواجه خلال ذلك مجموعة من المخاطر. فكلما زادت توجهات المستثمر نحو تعظيم العوائد ارتفعت درجة هذه المخاطر التي يتعرض لها، منها المخاطر النظامية التي تنشأ من ظروف عدم التأكد بالأوضاع المستقبلية و بالتالي يجب على المستثمر أن يكون على دراية بهذه المخاطر و درجة تأثيرها على استثماراته لكي يعمل على تجنبها أو التقليل من خطورتها إن أمكن الأمر. كذلك أن يكون على علم بطرق تقديرها و يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من أشهر نماذج تقدير العوائد فهو نموذج مبسط نسبيا تم تصويره من قبل ماركويتز وتطويره من طرف شارب، كما تم تحسينه من طرف لينتر وفاما ثم انتشر استعمالو بعد ذلك في مختف المنشآت الدولية.

و بناءا على ما سبق سوف نقوم بتطبيق و إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من أجل تحديد و تحليل طبيعة العلاقة بين المخاطر النظامية و عوائد الأوراق المالية.

إشكالية الدراسة:

إنطلاقا من أهمية العلاقة بين العائد و المخاطرة، وأثرها على الاستثمار في الأوراق المالية، يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية؟

هل توجد علاقة بين عوائد الأوراق المالية و المخاطر النظامية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر؟

ومن أجل توضيح الإشكالية و تبسيطها سوف يتم تقسيمها الى مجموعة من التساؤلات الفرعية منها:

1. ما مدى قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد العلاقة بين العائد و المخاطرة في

الشركات المدرجة في بورصة الجزائر؟

2. هل توجد علاقة بين معامل بيتا الذي يقدمه نموذج CAPM و العائد المتوقع لأسهم الشركات

المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017_2022؟

3. بماذا تمتاز طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر؟

الفرضيات:

وللإجابة على هذه الأسئلة، تم وضع مجموعة تم وضع مجموعة من الفرضيات التي تعتبر كإجابة مبدئية على مختلف الأسئلة المطروحة:

1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية قادر على تحديد و تفسير العلاقة بين العائد و المخاطرة النظامية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر .
2. توجد علاقة بين معامل بيتا(المخاطر النظامية) و العائد المتوقع لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر .
3. تمتاز طبيعة العلاقة بين عوائد الأسهم والمخاطرة في بورصة الجزائر، بأنها علاقة طردية.

مبررات إختيار الموضوع:

- الإهتمام المتزايد بموضوع الدراسة من قبل المستثمرين .
- الرغبة في التعرف على ما يدور في السوق المالي الجزائري .
- الرغبة والميول الشخصي .

أهمية الدراسة:

- الأهمية الكبيرة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، لما له من قدرة على تفسير العلاقة بين العائد و المخاطرة و التي هي محور الدراسة .
- على الرغم من كل التطورات التي شهدتها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإن البحث في هذا النموذج و التطبيق على بورصة الجزائر يعتبر حديثا .

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى:

- التعرف على السوق المالي الجزائري
- التأكد من مدى واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر
- اختبار العلاقة بين العائد و المخاطرة في بورصة الجزائر، ومعرفة طبيعة العلاقة بينها .
- تقديم تفسير و تحليل يساعد على فهم سلوك أسعار الأسهم المدرجة في السوق المالي الجزائري بالشكل الذي يمكن المستثمرين من رسم سياستهم الاستثمارية في اختيار الأسهم المراد الاستثمار فيها .

حدود الدراسة:

- أ. الحدود المكانية: تم إجراء الدراسة التطبيقية لهذا البحث على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر واقتصر عددها على (4) مؤسسات .

ب. الحدود الزمانية: تتمثل الحدود الزمانية فتتمثل في سلوك الأسعار الشهرية لأسهم هذه الشركات و المعبر عنها بأسعار الإغلاق و مؤشر السوق خلال الفترة من مارس 2017 الى مارس 2022، أي ست (06) سنوات الأخيرة.

المنهج المتبع:

قصد دراسة هذا الموضوع للإجابة على الإشكالية المطروحة و اختبار فرضياته و البحث في جوانبه المختلفة و الحصول على نتائج و إعطاء تفسيرات استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة الإطار النظري حول العائد و المخاطرة النظامية، مع استعمال منهج دراسة الحالة ، من خلال التطبيق على بورصة الجزائر لتحليل النتائج المتوصل إليها.

صعوبات البحث:

صعوبة إيجاد الدراسات السابقة المتعلقة مباشرة بالموضوع.

هيكل البحث:

للإجابة على إشكالية الدراسة، و لتحقيق أهدافها قسمت هذه الدراسة الى مقدمة، خاتمة، و فصلين حيث خصص الفصل الأول للجانب النظري و ذلك للإحاطة بجوانب الموضوع، كما خصص الفصل الثاني للدراسة التطبيقية و ذلك لإخبار الفرضيات و التوصل إلى النتائج.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية للمخاطر النظامية وعوائد الأوراق المالية، حيث قسم الى ثلاثة مباحث، الأول بعنوان أساسيات حول المخاطر النظامية، والذي يتفرع الى ثلاث مطالب، المطلب الأول بعنوان تعريف المخاطر النظامية، والمطلب الثاني بعنوان مصادر المخاطر النظامية و المطلب الثالث أدوات قياس المخاطر النظامية، أما المبحث الثاني الذي تحت عنوان ماهية الأوراق المالية تم تقسيمه الى ثلاثة مطالب أيضا، المطلب الأول مفهوم الأوراق المالية، المطلب الثاني أنواع الأوراق المالية، أما المطلب الثالث قياس عوائد الأوراق المالية. أما المبحث الثاني فيخص الدراسات السابقة المتعلقة بمتغيرات الدراسة حيث قسم الى ثلاثة مطالب الأول متعلق بالدراسات السابقة حول المخاطر النظامية و المطلب الثاني بالدراسات السابقة حول عوائد الأوراق المالية، بالنسبة للمطلب الثالث فقد خصص للدراسات السابقة التي جمعت بين المتغيرين.

الفصل الثاني: خصص هذا الفصل لإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على سوق الأوراق المالية و قد اخترنا بورصة الجزائر للدراسة، من خلال تقسيمنا لهذا الفصل الى مبحثين: المبحث الأول بعنوان طريقة و أدوات الدراسة و الذي يتفرع الى مطلبين: المطلب

الأول بعنوان طريقة الدراسة و المطلب الثاني بعنوان أدوات الدراسة بينما المبحث الثاني بعنوان عرض نتائج الدراسة و تحليلها و المطلب الثاني مناقشة النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للمخاطر
النظامية وعوائد الأوراق المالية

تمهيد:

عند الاستثمار في الأوراق المالية فإن المستثمر يجب عليه أن يأخذ بعين الاعتبار عاملين أساسيين وهما العائد (Return) والمخاطرة (Risk) حيث يجب الموازنة بينهما عند اتخاذ أي قرار، فكل مستثمر يسعى لتحقيق أعلى العوائد بأقل قدر من المخاطرة، كما يهدف المستثمر من خلال استثماره في الأوراق المالية إلى تحقيق أرباح صافية أكبر من الأموال التي تم التضحية بها، و لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لعملية تحقيق العائد حيث يمكن أن يتم التعرض لنوعين من المخاطر وهي: المخاطر الغير نظامية (المخاطر الخاصة): وهي التي تختص بها ورقة مالية معينة أو التي تنفرد بها منشأة أو صناعة ما، فالتغيرات مثل إضرابات العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية و تغير أذواق المستهلكين تسبب قابلية عوائد منشأة ما للتباين. وهذا التباين يكون مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات ونظام السوق الكلي للأوراق المالية، والنوع الثاني من المخاطر التي يتعرض لها هذا السوق هي المخاطر النظامية، التي تصيب كافة الأوراق المالية نظرا لأن مصدرها ظروف السوق عامة ولا يمكن تجنب هذا النوع من المخاطر نهائيا بالتنوع عكس المخاطر الغير نظامية.

وبناء على ما سبق سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المفاهيم النظرية لكل من المخاطر النظامية وعوائد الأوراق المالية وأنواعهما وكيفية قياسهما كذلك إلى بعض النماذج التي تحلل العلاقة بين العائد والمخاطرة، كما سنتطرق إلى الدراسات السابقة التي تناولت المخاطر النظامية، عوائد الأوراق المالية و العلاقة التي تربط بين هذين المتغيرين، وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى:

•المبحث الأول: أساسيات حول المخاطر النظامية

•المبحث الثاني: ماهية الأوراق المالية

•المبحث الثالث: تحليل الدراسات السابقة

المبحث الأول: المخاطر النظامية

يمكن لعائد الأوراق المالية أن يتعرض لمجموعة من المخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية والتي تنقسم إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية وفي هذا المبحث سيتم تسليط الضوء خاصة على المخاطر النظامية فقط .

المطلب الأول: تعريف المخاطر النظامية

توجد عدة تعاريف للمخاطر النظامية وفيما يلي نذكر أهمها:

"تعرف المخاطر النظامية على أنها المخاطر التي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع، كما تسمى أيضا مخاطر السوق أو المخاطر العامة (risques systémiques) فهي تعكس طبيعة النظام المالي ذاته، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في السوق المالي، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها، أي يؤثر على عدد كبير من الاستثمارات و لكن بدرجات متفاوتة كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي، ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه يجب على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأوراق المالية بتلك المخاطر".¹

كما تعرف المخاطر النظامية أو السوقية أو العادية: "بالمخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو الانقلابات السياسية...الخ، فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة، وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلات والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران، أي بصورة عامة أن أكثر الشركات تعرضا للمخاطر النظامية هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية".²

كذلك تم تعريفها على أنها: "ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الذي ينتج عن عوامل تؤثر بشكل متزامن في أسعار كافة الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة، أو هي نسبة المخاطر التي تعود إلى حركة السوق ككل نسبة إلى المخاطر الكلية ويطلق عليها عادة اسم المخاطر السوقية أو المخاطر العامة وتعد التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والتي تؤثر في أسواق الأوراق المالية"³

¹ زهرة حمداني، إشكالية تدوير الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد، وهران، 2011-2012، ص 34.

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، صص 41-42.

³ محمود إبراهيم نور، وسيم محمد الحداد، إدارة المخاطر، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 40.

مصدرا لهذه المخاطر، وبالرغم من أن كافة الأدوات الاستثمارية تتأثر بالظروف البيئية والاقتصادية إلا أنها قد يكون تأثيرها في أدوات أخرى، وبمعنى آخر أن هذه المخاطر تؤثر على كافة القطاعات بالسوق ولكن بدرجات متفاوتة.¹

تعريف آخر: هي المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء أي بمعنى آخر هي مخاطر عامة شاملة على جميع الأسهم وقد تكون هذه المخاطر بسبب الظروف الاقتصادية كتغير سعر الفائدة والتضخم أو بسبب الظروف السياسية كالإضرابات والحروب أو بسبب ظروف أخرى كالزلازل ولا يمكن تقادي هذه المخاطر بأي طريقة من الطرق وإنما من الممكن تحديد مصادر المخاطر المنتظمة.²

ومن خلال التعاريف السابقة الذكر يمكن استنتاج أهم خصائص المخاطر النظامية والمتمثلة في:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.
- تكتسب صفة العموم، لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتنوع.³

المطلب الثاني: مصادر المخاطر النظامية

يمكن حصر مصادر المخاطر النظامية في:

أولاً: معدلات أسعار الفائدة

مخاطر معدلات أسعار الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة و معدلات العائد الفعلية بسبب تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائماً إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلاً مما سيدر عليه عائد أعلى، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما توجه المستثمرون نحو الودائع والحسابات البنكية نظراً لضمان الفائدة دون المخاطر مما يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة في مقدار المخاطر مما يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة في مقدار المخاطر، كذلك الأمر إذا ارتفعت أسعار الفائدة على السندات سيتوجه المستثمرون للتعامل بها على حساب الأسهم مما يعظم مخاطر الأسهم بانخفاض أسعارها في السوق نظراً للإقبال على التعامل بالسندات.⁴

¹المرجع نفسه، ص40.

²عازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص80.

³زهرة حمداني، مرجع سبق ذكره، ص34.

⁴محمد الفاتح، محمود بشير المغربي، إدارة التمويل المصرفي، ط1، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي للنشر، السودان، 2020، ص84.

ثانياً: مخاطر سعر الصرف

تعرف مخاطر سعر الصرف بأنها مخاطر فقدان أي منشأة لجزء من قيمتها نتيجة تقلبات أسعار الصرف، وينصرف مفهوم سعر الصرف إلى عدة وحدات العملة التي يمكن شرائها أو مبادلتها بوحدة واحدة من عملة أخرى.

إن العلاقة بين أسعار الصرف وسوق الأوراق المالية تكون من خلال قناتين كالآتي:¹

1. القناة المباشرة:

إن انخفاض سعر صرف عملة بلد ما من شأنه أن يجعل أسعار الأصول المالية المحلية أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب مما يزيد من طلبهم على تلك الأصول وتزداد سرعة تداولها ومن ثم ارتفاع أسعارها، ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة عملة ذلك البلد يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها والتوجه نحو طلب الأصول المالية الأخرى كالأسهم والسندات مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وهذا يشير إلى العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات كما تثبت هذه العلاقة العكسية من خلال استبدال المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

2. القناة غير المباشرة:

تمارس أسعار الصرف أثراً غير مباشرة في سوق الأوراق المالية على السوق السلعية بتأثيرها على القدرة التنافسية الدولية لشركات هذا البلد في السوق العالمية من خلال تأثيرها على أسعار المدخلات (المواد الأولية والطاقة) والمخرجات وعلى قيمة أصولها وديونها بالعملة الأجنبية وبالتالي التأثير في أرباح الشركات ومنه قيمة الأسهم، فتقلب أسعار صرف العملات الأجنبية يؤثر على قيمة الشركة، من خلال التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الشركة، التي تتغير مع التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية فارتفاع سعر الصرف يؤدي بالمصدرين إلى فقدان قدرتهم التنافسية في السوق الدولية، وبالتالي فإن مبيعات وأرباح المصدرين ستقلص وأسعار الأسهم سوف تنخفض، ومن ناحية أخرى فإن المستوردين سوف تزداد قدرتهم التنافسية في الأسواق المحلية وبالتالي تزداد أرباحهم وأسعار أسهم شركاتهم، وهذا يعني أن ارتفاع سعر الصرف له آثار سلبية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بهيمنة الصادرات وآثار إيجابية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بارتفاع الواردات، وبالتالي تغير سعر الصرف ينتج عنه آثار عكسية بين المصدرين والمستوردين كما أن هذا التأثير سيكون متبايناً بين الشركات حيث ينجم عن تخفيض قيمة العملة تأثير إيجابي للشركات ذات التوجهات التصديرية، ومنه زيادة دخل هذه الشركات التي تعتمد على سلع مستوردة كمدخلات في عملياتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها الإنتاجية وانخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها.

¹ سليلة حشاشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم

الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2017-2018، ص ص 25-26 .

ثانيا: المخاطر السوقية

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين، حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار ويمكن تفادي هذه المخاطر بواسطة قيام للمستثمرين التوقيت السليم للشراء أو البيع.¹

ثالثا: مخاطر التضخم

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد لتعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتدني قيمتها، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر، ويكون هذا النوع من المخاطر كبيرا في حالة الاستثمار في حساب التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية، كما أن أكثر أدوات الاستثمار تعرضا لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها مثل السندات طويلة الأجل.

ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد ذلك على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالبا للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حاملوا السند.²

رابعا: مخاطر تغيير المناخ العام

وتتمثل في وقوع بعض الأحداث الهامة محليا أو عالميا و من أمثلة ذلك:

حدوث تغيرات جذرية في النظام الاقتصادي للدولة التي تنتشط فيها المؤسسة أو في دول أخرى تربطها علاقات وثيقة، ولا أدل على ذلك أكثر مما يحدث لشركات النفط الغربية في أمريكا اللاتينية بعد عودة موجة التأميمات في العديد من الدول مثل: فنزويلا وبوليفيا، والمشاكل التي تعاني منها الشركة البترولية الأمريكية أنداركو (anadarco) في الجزائر بعد إقرار الدولة الجزائرية لضرائب إضافية على أرباح الشركات البترولية الأنشطة بها، حيث تعترم الشركة الأمريكية بيع أصولها في الجزائر ومغادرة السوق الجزائرية.

¹ محمد الفاتح، محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، ص 85.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، ط3، دار وائل للنش والتوزيع، عمان، ص 62.

وقوع أحداث مهمة مثل أحداث 11 سبتمبر في الولايات المتحدة الأمريكية التي أدت إلى إفلاس العديد من الشركات، بينما حققت شركات أخرى أرباح خيالية.¹

كذلك خلال 2020 ظهر في الصين فيروس يسمى كورونا (covid_19) سريع الانتشار بين الأفراد، حيث انتقل بعد ذلك من الصين إلى معظم دول العالم، وفي 11 مارس 2020 أعلنت منظمة الصحة أن الفيروس أصبح جائحة عالمية، حيث أجبر معظم الدول إلى فرض الحجر الصحي قصد التقليل من عدد الإصابات، مما أدى إلى توقف عجلة الاقتصاد، الأمر الذي انعكس بالسلب على الأسواق المالية، وبفعل ترابط الأسواق المالية فيما بينها ازداد تأثير انتشار المخاطر النظامية، حيث حدثت صدمة في بورصة الصين أدى إلى انتشارها في بقية الساحات المالية، وبالتحليل خسر مؤشر ستاندرد أند بور 33.11% من قيمته خلال 24 مارس 2020 (القيمة في بداية السنة تقدر بـ 3257.85 نقطة، في 24 مارس 2020 تقدر بـ: 2447.33 نقطة)، أما مؤشر FTSE 100 فقد خسر 52.27% من قيمته (القيمة في بداية السنة تقدر بـ: 3793.24 نقطة، في 24 مارس 2020 تقدر بـ: 2507.61 نقطة).²

كذلك من بين الأحداث التي وقعت مؤخرا أي خلال هذا العام 2022 وهي اندلاع حرب بين أوكرانيا وروسيا أدت هذه الحرب إلى حدوث تقلبات حادة وأزمات في الاقتصاد العالمي وأسواق المال حيث تراجعت أسواق الأسهم بينما ارتفعت أسعار الغاز والبتروك وتحت عنوان "حرب أوكرانيا كارثة للاقتصاد العالمي" مع هبوط أسواق الأسهم قالت صحيفة "الجارديان" البريطانية أن سوق الأوراق المالية في مختلف أنحاء العالم تأثر بسبب التدخل الروسي في أوكرانيا.³

وشهدت البورصة تراجعا متواصلا خلال الفترة الماضية مع مواصلة روسيا حشد قواتها على الحدود الأوكرانية، وكانت الأسواق منذ فترة تستعد للصدمة التي ستمثلها هذه المواجهة العسكرية ومع اندلاع الحرب وحزمة العقوبات غير المسبوقة على روسيا من المتوقع أن تتواصل التقلبات في أسواق المال وغموض المستقبل.⁴

المطلب الثالث: أدوات قياس المخاطر النظامية

¹ عمر قيرة، إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة michelin، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2006-2007، ص 27.

² ياسين قريسي، تقدير درجة عدوى المخاطر النظامية بين أهم الساحات المالية خلال جائحة كورونا باستعمال نموذج bekk - Garch، المجلة الجزائرية للعلوم الاجتماعية و الإنسانية، المجلد 9، العدد 1 (2021)، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، الجزائر، ص 258.

³ أكرم القصاص، حرب أوكرانيا كارثة للاقتصاد العالمي: <http://m.youm7.com>، تم الاطلاع عليه في: 2022/03/19.

⁴ الجزيرة، حرب روسيا على أوكرانيا ... 5 تأثيرات على الاقتصاد الأمريكي: <https://www.aljazeera.net/ebusiness> تم الاطلاع عليه في: 2022/03/19.

إن المخاطر النظامية لا يمكن تجنبها بتبويب المحفظة الاستثمارية أو الائتمانية، كما أنها من ناحية أخرى يمكن قياسها إحصائياً.¹

أولاً: معامل بيتا (Coefficient Beta)

معنى معامل بيتا β :

هو مقياس يقيس لنا المخاطر المنتظمة التي تتأثر بها عوائد الأسهم في المحفظة الاستثمارية أو حجم المخاطر السوقية التي تتعرض لها العوائد فإذا تم استخدام مقياس معامل بيتا للسهم وكانت النتيجة تساوي 2 فهذا معناه أن معدل التغير في عوائد المحفظة الاستثمارية يكون بمقدار الضعف مقارنة بمعدل التغير في عوائد السوق أي هناك علاقة كبيرة بين التغيرات في عوائد السهم بسبب تلك التغيرات في عوائد السوق.²

يعكس هذا المعامل اتجاه تقلب عائد الورقة المالية (الأسهم) استجابة إلى أي تغيير بعائد محفظة السوق، أي أن هذا المعامل يقيس درجة حساسية تقلب العائد عند أي تقلب في عائد سوق المال كون أن هذا السوق يمثل حصيلة التغيرات في الاقتصاد الوطني، أي أن محفظة سوق المال ذات الموجودات المخاطرة مرآة تعكس العوامل الاقتصادية السائدة، ويُنظر إلى معامل بيتا السوق على أنه مساوي إلى الواحد الصحيح في حين معامل بيتا للاستثمارات ذات المخاطرة إما أن تكون موجبة أو سالبة، وقد تكون أقل أو أكبر من الواحد الصحيح.

يؤشر معامل بيتا طبيعة الموجود الاستثماري، فإذا كان المعامل أكبر من الواحد الصحيح فإن هكذا موجودات توصف بكونها استثمارات هجومية لأنها تتحرك بمعدل أسرع من معدل التغير في محفظة السوق، وقد يكون باتجاه السوق عندما يكون المعامل موجبا أو باتجاه معاكس للسوق عندما يكون المعامل سالبا، أما المعامل الأقل من الواحد الصحيح فإنه يؤشر الطبيعة الدفاعية للموجود الاستثماري كونه يتحرك بمعدل أقل سرعة من محفظة السوق، إما باتجاه السوق إذا كان موجبا أو بعكس اتجاه السوق إذا كان سالبا. ويمكن قياس معامل بيتا بالعلاقة التالية:

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{(\delta^2 R M)}$$

حيث يمثل β_i معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة، وتعبير $cov(R_i, R_m)$ عن التباين المشترك بين عائد الاستثمار وعائد محفظة السوق، في حين يمثل $(\delta^2 R M)$ تباين معدل العائد لمحفظة السوق. يؤشر التباين المشترك إلى أي مدى يتحرك متغيران عشوائيان مع بعضهما بنفس الاتجاه ولذلك يمكن التعبير عن هذا التباين بمفهوم معامل الارتباط، وعليه فإن معامل بيتا هو دالة إلى معامل الارتباط بين المتغيرين

¹ محمد أحمد الأفندي، مقدمة في اقتصاد الوقف الإسلامي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي للنشر، عمان، 2021، ص 247.

² دريد آل الشبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 113.

والانحرافات المعيارية لهما، وتقع درجة الارتباط بين (+1) وهو ارتباط موجب طردي تام و(-1) وهو ارتباط سلبي عكسي تام.¹

تقييم معامل بيتا:

اختلفت الآراء حول أهمية معامل بيتا كمقياس للمخاطر، ففي الوقت الذي يهتم به بعض الباحثين نجد كثيرا من المستثمرين المحترفين يعتقدون بأنه عديم الفائدة، وبالتالي يرفضون استعماله كمقياس للمخاطرة وهناك رأي يحاول التوفيق بين هاتين الفئتين فيقول أصحابه أنه بالرغم من عدم كمال معامل بيتا كمقياس للمخاطرة إلا أنه لا يمكن إغفاله، فهو يدخل ضمن مجموعة من العوامل الأساسية التي يجب أن يقيّمها المستثمر بشكل مستمر وأن يأخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري، ولمعامل بيتا استعمالات متنوعة منها:

- التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق تعديل محتوياتها، فيستطيع المدير المالي استبدال أصولها ذات المخاطر القليلة مثلا والعديمة المردود مثل النقدية بأصول ذات مخاطر أكبر ومردود أكبر خاصة إذا توقع الازدهار فيستبدل النقدية أو الأصول ذات المخاطر المتدنية والحوادث المتدنية بأسهم عادية مثلا ذات مخاطر سوقية معتدلة وحوادث جيدة فيزيد من مخاطر محفظته ومن عوائدها في نفس السوق.
- يساعد معامل بيتا في الكشف عن الأوراق الحساسة للسوق على اعتبار أن الأوراق ذات المعامل الذي يزيد على 1 تكون حساسيتها للسوق أكثر من الأوراق ذات المعامل الذي يقل عن 1، وبذلك يتم تصنيف الأوراق المالية من حساسيتها للسوق إلى أوراق حساسة وأخرى ذاتية الحساسية.²

ثانيا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP

تعتبر نظرية تسعير الأصول الرأسمالية امتدادا لنظرية ماركويتز حيث جاءت لتبين العلاقة بين العائد الذي يتوقعه المستثمر والمخاطرة، فحسب ما جاء في نظرية ماركويتز فإن تنويع الاستثمارات يسمح بالتقليل من المخاطر الغير منتظمة فقط، أما المخاطر المنتظمة فلا يمكن التخفيف منها عن طريق التنويع، لذلك جاء نموذج شارب ليبين أن المخاطر المنتظمة يمكن الحصول في مقابلها على تعويض يتمثل في معدل العائد المطلوب وإذا لم يتحقق هذا العائد فيمكن للمستثمر اللجوء إلى الاستثمار الخالي من المخاطرة.³

¹عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص108.

²سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة البنك BNP PARIBA، مذكرة مقدمة لنيل

شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005-2006، ص21.

³أمينة بديار، لخضر بكرتي، العلاقة بين المخاطر النظامية وحوادث الأسهم في البورصة دراسة قياسية لحالة بورصة الدار البيضاء 2008-2016، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE، العدد السابع، سبتمبر 2018، الجزائر، ص502.

و تتفق طريقة (CAMP) في قياس المخاطر المنتظمة للاستثمار الفردي مع نظرية المحفظة والتي مفادها أن المقياس الملائم لقياس مخاطر الاستثمار الفردي الذي يتم إضافته إلى المحفظة هو مقدار التغير بين عائد ذلك الاستثمار وعوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة.¹

يعرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالصيغة الرياضية التالية:

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

حيث و بعد الدخول في تفاصيل هذه الصيغة يمكن قراءة مكوناتها كما يلي:

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للأصل i و R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة ($\delta f = 0$)

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع للسوق ككل (أي بأخذ الأصول المكونة للسوق المالية) والذي من خلاله يتم

الحصول على محفظة مالية للسوق بأقل مخاطرة ممكنة ($\min(\delta^2 i)$).

β_i : معامل بيتا للأصل أو ما يسمى معامل حساسية الأصل للسوق المالية.

$[E(R_m) - R_f]$: تمثل علاوة مخاطرة السوق المالية أو معدل العائد الإضافي الذي يطلبه المستثمرون

نظير استثمار أموالهم في السوق المالية عوض الأصل الخالي من المخاطرة.

$\beta_i[E(R_m) - R_f]$: علاوة مخاطرة الأصل المالي i

فيتضح من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن العائد المتوقع على أصل ما يتوقف على ثلاث

عناصر أساسية هي:²

-المقابل لقيمة الوقت بالنسبة للنقود الذي يعطى للمستثمر نتيجة تأجيلها لإنفاق دون تحمل أي مخاطرة والذي يتضمن تعويض المستثمر عن التضخم.

- المقابل لتحمل درجة متوسطة من المخاطر المنتظمة والذي يقاس بعلاوة مخاطر السوق ($R_m - R_f$)

- مقابل قيمة المخاطرة المنتظمة للأصل والمقومة بمعامل بيتا بدل المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري).

ثالثاً: نموذج التسعير بالمراجعة APT

نظرية التسعير بالمراجعة هي نظرية بديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية قدمها steevenross عام 1976 هذه النظرية تتماشى مع التقسيم الأساسي للمخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وبما أن المخاطر الغير منتظمة 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، والمنطلق الأساسي للنظرية يتشابه مع نموذج تقييم الأصول الرأسمالية من حيث تقسيم المخاطر

¹أيمن الشهاب، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية و إمكانية الاستفادة منها في سوريا)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة حلب، سوريا، 2015، ص 103.

²عيسى بدروني، حسين الأمين شريط، دراسة واقعية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم إن سي أروبية

كـنـمـوـذـج"، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، العدد 18-2017، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، ص 55

إلى مخاطر منتظمة تؤثر على جميع الأوراق المالية في السوق المالي ولا يمكن تجنبها بالتنوع ومخاطر خاصة بالشركة المصدرة وظروفها يمكن تجنبها من خلال التنوع.¹ إن مكونات نظرية تسعير المراجعة لا تختلف عن مكونات نماذج العوامل إلا أن الاختلاف الأساسي يكمن في أن نظرية التسعير بالمراجعة هي نظرية توازن شأنها في ذلك شأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أي أنها تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية و العوامل المؤثرة على هذا العائد كما هو موضح في المعادلة التالية:²

$$E(Ri)=i +I_1'I_1+I_2'I_2+I_3'I_3+I_n'I_n+i$$

حيث تمثل:

$E(Ri)$: معدل العائد المتوقع على الورقة المالية (i)

i : العائد المتوقع على الورقة المالية غير المرتبط بالعوامل .

I_1, I_2, I_3 : العوامل المشتركة لكل الأوراق المالية وعددها n .

i : العائد المتوقع على الورقة الإضافي المرتبط بها.

$I_1'I_1, I_2'I_2, I_3'I_3 \dots I_n'I_n$: معاملات حساسية العائد المتوقع للورقة (i) للعوامل.

المبحث الثاني: ماهية الأوراق المالية

لقد أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي حيث تعتبر حلقة الوصل بين المشاريع والاستثمارات ومدخرات الأفراد، كما تعتبر السوق المنظمة لتداول مجموعة من الأوراق المالية سنتطرق إليها بالتفصيل في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية

يمكننا تقديم مجموعة من التعريفات للأوراق المالية كما يلي:

الأوراق المالية هي عبارة صكوك في ملكية جماعية لشركة من الشركات أو حقوق ناتجة عن عملية قرض أجرتها إحدى الشركات أو الشخصيات الاعتبارية العامة، بحيث يكون لحملة تلك الصكوك حقوق والتزامات متساوية.³

وتمثل الورقة المالية التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل ظروف محددة سلفاً.⁴

¹ سليمان حشايشي، مرجع سبق ذكره، ص 64_65.

² مصطفى عبد اللطيف، عبد الله غيشل، قياس العائد والمخاطرة باستخدام نموذج التسعير بالمراجعة لبورصة الكويت، مجلة إضافات

اقتصادية، المجلد 3، العدد 1، مخبر التنمية الإدارية لارتقاء المؤسسات الاقتصادية، غرداية، الجزائر، 2019، ص 190_191.

³ سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل

شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص 15.

⁴ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 12.

تمثل الورقة المالية السلعة (الأصل) الذي يجري تداوله بيعا وشراء في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، من هنا تبرز ضرورة دراسة الأوراق المالية جزء مهما من دراسة الأسواق المالية، والورقة المالية (Security) تمثل حقا قانونيا لحاملها (أو المسماة له) في أصل رأسمالي (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار (Issuer).

لغرض التبسيط فإن المقرض يحصل على ضمان (Security) من المقرض كما هو شأن المصرف مثلا لغرض التصرف به عند حلول أجل الاستحقاق وعدم وفاء المقرض بوعده، والتصرف بالضمان يمكن المقرض الحصول على أصل القرض والدخل المتوقع منه خلال مدة الاستحقاق.¹

أسواق الأوراق المالية:

توجد أسواق الأوراق المالية لتجميع بين المشتريين والبائعين الأوراق المالية فهي: الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية. ويمكن التفرقة بين أسواق الأوراق المالية بصورة متعددة منها ما سبق ذكره عن الأسواق المالية الأولية والثانوية، والتفرقة الأساسية هنا تستند على شخصية عارض الأهم للبيع: هل هو المصدر الأساسي لها أم هو شخص آخر امتلك الأسهم بالشراء من فترة؟ وجدير بالذكر أن السوق الأولية يمكن تصنيفها إلى إصدارات جديدة موسمية وغير موسمية ويقصد بالإصدارات الجديدة الموسمية تلك الإصدارات الإضافية من الأوراق المالية المتواجدة فعلا، في حين تشير الإصدارات الجديدة غير الموسمية إلى الإصدارات العامة الأولية من الأوراق المالية (أي تصدر أول مرة وتعرض للاكتتاب العام).

يرتبط التصنيف الآخر لأسواق الأوراق المالية بالمدى العمري للأصول المالية وتتضمن أسواق النقد الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاما واحدا أو أقل، في حين تتضمن أسواق رأس المال الأصول المالية التي يزيد عمرها عن عام واحد وعلى هذا الأساس يتم تداول أذن الخزنة في سوق النقد وتداول سندات الخزنة في سوق رأس المال.²

أسس الاستثمار بالأوراق المالية:

نظرا لطبيعة الأوراق المالية وما توفره من مزايا للمستثمر فإن الأخير يجب أن يكون على دراية بشؤون البورصة ومتابعتها، هذا بجانب اعتماد الأسس الآتية لتحقيق التخصيص الكفء لموارده المالية.

1. العائد Return : يتضمن المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن استهلاكه الحالي أو السيولة النقدية الفائضة والعائد يتضمن شقين سنوي وقد يكون ثابت مثل فوائد أدوات المديونية أو متغير مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية وعائد رأسمالي قد يكون ربح أو خسارة.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 85.

² محمد الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 15.

2. المخاطرة Risk: هي احتمالات تحقق الخسائر المصاحبة للاستثمار أو هي اختلاف العائد المتوقع عن المتوقع من قبل المستثمر ويحاول المستثمر قدر الإمكان تجنب المخاطر أو الحد من أثارها.¹
3. التوقيت Timing: هو الفترة الزمنية للاحتفاظ بالأوراق المالية طبقاً لأهداف المستثمر فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة (التركيز على العائد السنوي) أو الفترة قصيرة (التركيز على الأرباح الرأسمالية).

تحليل الأوراق المالية:

يشير تحليل الأوراق المالية إلى الخطوة الأولى في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية حيث يتم تقييم وتحليل الأوراق المالية الفردية وتحتاج عملية تقييم خصائص الأوراق المالية إلى دراسة خصائص الاستثمارات المختلفة والعوامل التي تؤثر عليها ثم يتم اختيار أحد التقييم المتعارف عليها لتحديد سعر الورقة المالية أي قيمتها الحقيقية (المحورية) Intrinsic Value وتتوقف القيمة الحقيقية للورقة المالية على كل من التدفقات النقدية المتوقعة ودرجة الخطر المرتبطة بهذه التدفقات لذلك فإن العائد والخطر يمثلان المحددات الرئيسية التي يجب التنبؤ بها للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

هنا لا بد من ملاحظة أن عملية التقييم تزداد درجة صعوبتها بالنسبة للأسهم العادية بصفة خاصة حيث يجب على المستثمر أن يعمل على دراسة حالة الاقتصاد والصناعة والشركة نفسها قبل التوصل إلى تقديرات دقيقة عن العوائد المتوقعة من السهم ودرجة خطورته (وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي)، كذلك فإن المستثمر يجب أن يأخذ في الاعتبار أيضاً مدى كفاءة السوق Market Efficiency ففي السوق الكفاء يؤدي وصول المعلومات إلى سرعة استجابة الأسعار لهذه المعلومات وبالتالي تمثل أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية في كل وقت.²

المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية

تشهد الأسواق المالية اليوم تنوع في الأوراق المالية المتداولة فيها، لكل منها خصائص وآجال وعوائد خاصة، لهذا لا بد من التعرف على أهم الأوراق المالية

أولاً: الأسهم العادية

هي أكثر الأوراق المالية شيوعاً والسهم العادي يعطي لحامله حقا (حصّة) في ملكية الشركة وهذه الحصّة تحدد بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها إلى عدد الأسهم المصدرة، والسهم ليس له مدة استحقاق ولا يعد بتوزيع نسبة ثابتة مقارنة بالسند.³

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، 2004، صص 23_24.

² المرجع السابق، صص 25_26.

³ نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية: دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006-2007، صص 37.

كما يمكن تعريف الأسهم العادية بأنها تمثل صك إثبات ملكية المساهم في رأسمال الشركة، ويترتب على ملكية المساهم للأسهم حقوق والتزامات اتجاه الشركة.¹

وبشكل عام فهي تمثل وثيقة ملكية لها ثلاث قيم، القيمة الأولى وهي القيمة الاسمية للسهم وهي القيمة المدونة على شهادة السهم، والقيمة الثانية هي القيمة الدفترية وهي تمثل قيمة حقوق الملكية، لا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة ولكن تتضمن قيمة الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة الثالثة فهي: القيمة السوقية والتي تتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية وهي قيمة قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.²

أ- خصائص الأسهم العادية:

لأسهم العادية مجموعة من الخصائص نذكر منها:³

1. خاصية حق المطالبة بالمتبقي: وتشير إلى اعتبار حملة الأسهم آخر الطوائف في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة.

2. خاصية المسؤولية المحدودة: أي أن حملة الأسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة، بخلاف الوضع في شركات الأشخاص والمنشآت الفردية، إذ يمكن استيفاء ماتبقى من ديون الشركة أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.

3. القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق رأس المال تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وخاصية التداول هي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة.

4. الأسهم المتساوية: التساوي في القيمة الاسمية التي تصدر بها الأسهم، فلا يجوز نظاماً أن يكون لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر.

5. التصويت الإلزامي: لكل سهم صوت واحد بالنسبة لكل منصب في مجلس الإدارة، فمثلاً إذا كان هناك سبعة مناصب يتم شغلها في مجلس الإدارة فإن المساهم الذي لديه 100 سهم يجوز له الاقتراع بمائة صوت لكل مرشح من المرشحين السبعة المختلفين وطبقاً لهذا النظام، فإن أغلبية المساهمين يمكنهم تحديد تكوين مجلس الإدارة.

ثانياً: الأسهم الممتازة

¹ بن حاسين بن أمير، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2003-2004، ص 35.

² محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الالكترونية، جامعة الملك فيصل، لندن، 2019، الناشر: kutub Ltd-شركة بريطانية، ص 25.

³ فطوم حوحو، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالي السعودي، مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 38_39.

السهم الممتاز هو السهم الذي يختص دون غيره من الأسهم ببعض المزايا ويطلق عليه اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية.¹ وتعرف أيضا بأنها الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوق أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو يتبقى لحملة الأسهم أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.

1. خصائص الأسهم الممتازة

للسهم الممتازة مجموعة من الخصائص نذكر منها:²

1. لها نسبة محددة من الأرباح بغض النظر عن قرار التوزيع من عدمه.
2. انخفاض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.
3. ارتفاع تكلفتها على الشركة المصدرة لعدم إمكانية خصم توزيعات من الوعاء الضريبي .
4. تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات.
5. الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة.
6. الحق أحيانا في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة.

2. أنواع الأسهم الممتازة

تنقسم الأسهم الممتازة لمجموعة من الأنواع هي:³

1. أسهم ممتازة مجمعة للأرباح أو غير مجمعة للأرباح: وتعني الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح المجمعة معا وإذا لم تكفي تجمع على أرباح السنة التالية وهكذا. أما الأسهم الممتازة الغير مجمعة للأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها.
2. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء وغير القابلة للاستدعاء: الأسهم القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم والسندات فهي من ناحية يتم ردها وفقا لما هو محدد في نشرة للاكتتاب وهي خاصية من خصائص الدين وهي نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية من خصائص الأسهم العادية وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مثبتة للأرباح.
3. أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح : تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من

¹شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، ص24.

²مصطفى يوسف كافي، تحليل و إدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للنشر والتوزيع ، ط1، سوريا، 2009، ص 156.

³ طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، كلية التجارة جامعة عين شمس، الدار الجامعية، مصر، 2007 ،صص13_14.

الحد الأدنى المقرر بينما يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة.

4. أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل: أحيانا تعطى للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب.

ثالثا: السندات

إن أهم المنتجات التي تمثل ديننا على الشركة هي السندات بمختلف أنواعها، والسند هو "ورقة متداولة تمثل ديننا طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أية هيئة أخرى وهو جزء من الدين الكلي لها. وعليه فإن السندات هي تلك الأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات (أو الحكومة) للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، عندما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع، وخاصة المتعلقة منها بتوسع تلك الشركات.¹

أ- خصائص السندات

للسندات مجموعة من الخصائص نذكر منها:²

- يعطي السند الحق للاستيلاء على فوائد سنوية ثابتة بالإضافة إلى ذلك يجوز بصورة استثنائية أن يشترط استيلاء حامل السند زيادة على الفائدة الثابتة نسبة مئوية من الأرباح، ويسمى في هذه الحالة السند المشترك في الأرباح دون أن يعد حامله لهذا السبب مساهما إذ يشترطان لا يسمح له بالتدخل في الإدارة.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- يعتبر حامل السند دائما بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة ولا تغير ميعاد استحقاق الفوائد، ويستوفي حملة إسناد الفرد فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم لم ترحح .
- يترتب عن كون السند عبارة عن فرض يقدمه الشخص إلى الشركة اشتراك حملة السندات مع الدائنين عند إفلاس الشركة ويتقدم حملة الأسهم في استقاء قيمة إسنادهم من أموال الشركة عند تصفيتها.
- لا يحق لحملة الإسناد التدخل في الدعاوي القائمة ما بين الشركة والغير مالم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة.
- يكون السند طويل الأجل في حين الأوراق التجارية قصيرة الأجل.

رابعا: المشتقات المالية

تعرف عقود المشتقات المالية على أنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء مخاطر مالية محدد (مثل مخاطر أسعار الفائدة، والعمل، وأسعار الأسهم والسلع، الائتمان... الخ) أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل

¹ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، ط1، 2002، ص 44.

² شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 26_27.

التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار وتستخدم المشتقات لعدد من الأغراض تشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر والمراجحة بين الأسواق وأخيراً المضاربة¹.

أ- أنواع المشتقات المالية

يمكن تقسيم المشتقات المالية إلى:²

1. **العقود المستقبلية:** هي عبارة عن عقود تتيح لحاملها المجال لشراء أو بيع كمية محددة من السلع أو الأسهم أو المعادن أو العملات.... الخ ، يكون متفق عليها بسعر يسمى السعر المستقبلي Futur Price وفي تاريخ محدد مسبقاً أيضاً، وهو استحقاق العقد Contract Maturity وعلى هذا يسمي بالعقد المستقبلي، وهي تتميز بالتزام الطرفين تنفيذ العقد.

2. **الخيارات:** هي نوع آخر من الأدوات المالية المشتقة ولكنها توفر لحاملها الحق في التنفيذ وليس الالتزام، كما تمكنه من شراء أو بيع مجموعة من الأصول المالية بتاريخ محدد مسبقاً وبسعر محدد.

3. **عقود المقايضة:** قد تختلف قليلاً عن العقود المستقبلية وكذا الخيارات بأنها التزم يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد

ب- خصائص المشتقات المالية:

للمشتقات خصائص عديدة منها:³

- يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي.
- تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف أو سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى.
- تشتق قيمة العقود من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل سعر الصرف.
- لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات ميدانية.

المطلب الثالث: قياس عوائد الأوراق المالية

يقوم قرار الاستثمار في الأوراق المالية على ركيزة أساسية وهي مقدار العائد الذي يتوقع ويحتمل تحقيقه وفي هذا المطلب سنتطرق لطرق قياس عوائد الأوراق المالية.

العائد return : يمكن تعريف العائد باختصار أنه : المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته. كما يمكن تعريفه على أنه قدرة الدينار في المشروع على توليد أرباح

¹ حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012 ، ص55.

² سمية بلعوج، الأدوات المالية المشتقة وفوائد تطبيقها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان 2006-2007، ص ص50_51.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص398.

صافية للمستثمرين، ويهدف ذلك المقياس التحديد الكفاءة الإدارة، ويتم استخراجها عن طريق المعادلة التالية:¹

$$\text{العائد على الاستثمار} = \text{صافي الربح} / \text{مجموع الأموال المستثمرة}$$

كما يعرف على أنه مقدار الزيادة والإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار ويمكن حساب العائد من خلال ما يلي²:

$$\text{العائد} = \text{الثروة في نهاية الفترة} - \text{الثروة في بداية الفترة}$$

يمكن التمييز بين عدة أنواع من العوائد وذلك حسب التصنيف فهناك العائد الفعلي، العائد المتوقع، العائد المطلوب وعائد فترة الاحتفاظ

العائد المتوقع Expected Return: هو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من

وقوع ذلك العائد فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية، وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي

سيديره الاستثمار في ورقة معينة وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة³

كما يعرف بأنه العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع

معين، ولذلك يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه لا يتم إلا في المستقبل، ويحسب من خلال جداء كل

من العائد المحتمل للمشروع في احتمال حدوثه ويعبر عنه رياضياً كما يلي:⁴

$$\text{العائد المتوقع} = \text{مجموع العائد المحتمل} * \text{احتمال حدوثه}$$

العائد المطلوب Required return: هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع

مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو الأداة المستثمر فيها، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر

عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطرة هنا مخاطرة نظامية

التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، ويرضى المستثمر بالاستثمار الذي يكون معدل العائد

المتوقع أعلى من معدل العائد المطلوب.⁵

العائد الفعلي Actual return: هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات

الاستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً منهما،

وتعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالسهم، ويعتبر

هذا النوع من العوائد مهما للمستثمر لأنه يوفر له مصدر دخل جاري، وأيضاً لا تخضع العوائد الرأسمالية

¹ نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مقبول للنشر، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، جوان 2018، ص52.

² محمد البشير مبيروك، نعمان محصول، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة مخاطر الواقع والآفاق، 25-26 نوفمبر 2008، جامعة الشلف، ص4.

³ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص32.

⁴ سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص 262.

للضرائب إلا في حالة تحققها، حيث لا تدفع الضرائب عن الاستثمار نتيجة زيادة أسعار الأصول، بل تدفع الضريبة فقط عند بيع الأصل.¹

هناك أيضا العائد لفترة الاحتفاظ بالنسبة لأسهم، حيث يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو المستثمر الذي لديه محفظة مالية خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية. ويتكون هذا العائد من جزئين رئيسيين هما :

- الأرباح الرأسمالية وتمثل الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع.
 - التدفقات النقدية الجارية وتمثل التوزيعات النقدية للأرباح، ويمكن قياس عائد فترة الاحتفاظ كالتالي:²
- عائد فترة الاحتفاظ = (التدفقات النقدية الجارية + (سعر البيع - سعر الشراء) / (تكلفة الشراء * 100%)

المبحث الثالث: الدراسات السابقة لمتغيرات الدراسة

حسب اطلاعنا لمجموعة من الدراسات السابقة التي أجريت حول نفس موضوع دراستنا وجدنا مجموعة من الدراسات منها:

المطلب الأول: الدراسات التطبيقية حول المخاطر المالية (النظامية)

1. دراسة محمد سلطان محمد الرفاعي: تحديد النموذج الأمثل لتقدير المخاطر المنتظمة (بيتا) في بورصة عمان للأوراق المالية (1995_2000) مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في التمويل والمصارف بجامعة البيت (2001)، تكمن مشكلة هذه الدراسة في تقدير معامل المخاطر المنتظمة (بيتا) وهدفت إلى البحث عن أفضل نموذج لتقدير معامل المخاطر المنتظمة (بيتا) في بورصة عمان للأوراق المالية وتم استخدام أربعة نماذج تقديرية استخدمت بشكل واسع في تقدير بيتا وهي طريقة المربعات الصغرى العادية وطريقة ديمسون وطريقة سكولز وويليامز وطريقة مارش التي استخدمت كأساس للمقارنة ولتجنب أي تحيز ممكن في عوامل تقدير الانحدار قام الباحث باستخدام خمس مؤشرات سوقية كعوامل مستقلة هي المؤشر السوقي البسيط والمؤشر السوقي بالوسط الهندسي ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالقيمة والمؤشر السوقي حسب طريقة الداوجونز ومؤشر المحفظة المثلى. أما بالنسبة للعامل التابع فقد تم الاعتماد على متوسط سعر السهم بدلا من سعر الإغلاق في حساب عائد أسهم الشركات وذلك لأن متوسط سعر السهم يعكس المتوسط الحقيقي لسعر السهم خلال الشهر.

وتوصلت الدراسة إلى أن اختيار مؤشر السوق كمتغير مستقل في تقدير بيتا يلعب دورا أساسيا في مدى دقة وكفاءة التقدير حيث تبين أن مؤشر الرقم القياسي المرجح بالقيمة الذي يعتمد في بورصة عمان يؤدي إلى تقديرات متحيزة وغير كفوءة على العكس تماما عند استخدام المؤشر السوقي المرجح بالأسعار حسب طريقة الداوجونز المقترح من قبل الباحث والذي أعطى نتائج أقل تحيزا وأكثر كفاءة في التقدير و يعود ذلك إلى أن

¹ قط سليم، مرجع سبق ذكره، ص 262.

² عادل سلمان، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي: دراسة حالة ماليزيا، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير، بسكرة، 2013-2014، ص 157.

المؤشر الأخير كان أكثر تمثيلاً للسوق من غيره من المؤشرات السوقية الأخرى التي استخدمت في تقدير بيتا.

توصلت الدراسة إلى أن طريقة المربعات الصغرى العادية قد أعطت أفضل نتائج التقدير من حيث التحيز والكفاءة إذا ما تم مراعاة البيانات المستخدمة في التحليل وظروف هذه السوق ومن خلال هذه النتيجة تم التوصل إلى عوائد الأسهم الفعلية غير متوافقة مع عوائدها المطلوبة حسب المخاطر النظامية التي تتعرض لها وهذا يدل على عدم كفاءة أسعارها.

خرجت هذه الدراسة بعدة توصيات كان أهمها ضرورة تطوير الرقم القياسي المستخدم في البورصة أو استبداله إذ أنه بالإمكان الوصول إلى مؤشر يعكس تماماً حقيقة ما يجري في البورصة وذلك من خلال اعتماد المؤشر السوقي المرجح بالسعر حسب طريقة الداوجونز خاصة أن بورصة عمان تقوم بنشر الأرقام التي وجد الباحث منها هذا المؤشر كما وتوصي الدراسة أن على إدارة بورصة عمان أن تراعي توفير هذا المؤشر ومتوسط سعر سهم ومعامل بيتا جنباً إلى جنب مع الأسعار وأحجام التداول وغيرها من البيانات التي تمكن المستثمرين الحاليين والمرتقبين من التعرف على أحوال البورصة ومساعدتهم في الحصول على معلومات دقيقة تساعدهم في توجيه استثماراتهم بصورة دقيقة وكفوءة.

2. دراسة عبد الرؤوف خليل محمد رابعة: تطوير نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار

في بورصة عمان باستخدام منهجية شرطية لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة، أطروحة دكتوراه فلسفة في التمويل (2006) من بين أهداف الدراسة اختبار مدى فعالية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (capm) في تحديد العلاقة بين المخاطر والعوائد في بورصة عمان وذلك من خلال التعرف على قدرة بيتا على قياس المخاطر النظامية في البورصة وذلك باستخدام عينة مكونة من أربعين شركة مدرجة في البورصة واستخدام مؤشري الأسعار المرجح بالقيمة السوقية وغير المرجح وقد اختبرت الدراسة العلاقة بين المخاطر والعوائد لتحديد إذا كانت قيم بيتا تفسر الاختلافات في العوائد المحققة للأسهم وذلك باستخدام ثلاث منهجيات هي المنهجية التقليدية وفقاً لدراسة (pettingilh 1995) المنهجية الشرطية باستخدام المتوسطات المتحركة للعوائد ونتائج هذه الدراسة تؤيد استخدام بيتا في تقدير المخاطر النظامية في بورصة عمان وكذلك استخدام بيتا المقدر من خلال المتوسط المتحرك للبيانات التاريخية للعائد وكذلك لزيادة قابليتها على تقييم المخاطر.

ومن أهم التوصيات التي جاء بها الباحث في الدراسة هو دعوة مديري محافظ الاستثمار والمستثمرين عموماً إلى استخدام بيتا في قراراتهم الاستثمارية من خلال تقدير هذا المعامل واستخدامه في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (capm) الأمر الذي من شأنه أن يوفر مرجعية موضوعية لتسعير الأسهم في بورصة عمان مع الإشارة إلى ضرورة عدم المبالغة في الاعتماد على بيتا بحيث يتم إهمال المعلومات المتوفرة عن الورقة المالية إذ لا بد من متابعة المعلومات المتوفرة وأخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري.

3. **دراسة بورفاق ميمون:** قياس درجة انتقال المخاطر النظامية باستعمال نموذج (1.1) VEACHGARCH دراسة حالة الأزمة المالية العالمية 2008، مقال منشور في مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية 2019، تدور إشكاليته حول إمكانية قياس درجة انتقال الخطر النظامي، تم تطبيق نموذج (1.1) VEACH GARCH على مردوديات مؤشرات البورصة لخمس دول متقدمة تمثلت في الولايات المتحدة الأمريكية مصدر الأزمة بريطانيا، فرنسا، ألمانيا واليابان وتبين أن هناك اختلاف في درجة انتقال المخاطر النظامية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي الدول الأخرى.
4. **دراسة قريسي ياسين:** تقدير درجة عدوى المخاطر النظامية بين أهم الساحات المالية خلال جائحة كورونا باستعمال نموذج BEKK GARCH، مقال منشور في المجلة الجزائرية للعلوم الاجتماعية و الإنسانية (2021)، تدور إشكاليته حول مدى قدرة النماذج القياسية على تقدير درجة انتقال المخاطر النظامية بين أهم الساحات المالية خلال جائحة كورونا، تهدف هذه الدراسة إلى اختبار درجة انتشار المخاطر النظامية بين الأسواق المالية الخاصة بالصين، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، منطقة اليورو واليابان خلال فترة جائحة كورونا، حيث تبين وجود علاقة طردية بين عوائد مؤشرات البورصة وتقلباتها والتقلبات التي تحدث لمؤشر إحدى البورصات تؤثر على تباين مؤشرات البورصات الأخرى ومن النتائج التي توصلت إليها من خلال استخدام نموذج BEKK GARCH هو وجود تباين مشترك شرطي معنوي بين عوائد هذه الأسواق المالية فيما بينها، كما يزداد هذا الارتباط خلال فترة جائحة كورونا ويختلف هذا الارتباط من دولة إلى أخرى حسب قوتها الاقتصادية.
5. **دراسة أسامة عزمي سلام:** العوامل المؤثرة في المخاطر النظامية لأسهم شركات قطاع الصناعة السعودي، مقال منشور في مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية (2021)، تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر مؤشرات مالية تتعلق بسيولة وربحية ومديونية الشركات الصناعية السعودية على المخاطر النظامية لأسهم تلك الشركات ممثلة بمعامل بيتا لتلك الأسهم وتوصلت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثيراً ذا دلالة إحصائية لكل من متوسط نسبة الدين ومتوسط نسبة التداول ومتوسط معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الصناعية السعودية على المخاطر النظامية لأسهم تلك الشركات ممثلة بمعاملات بيتا لتلك الأسهم حيث فسر النموذج الخطي المتعدد ما يزيد عن 51% من التغيرات الحاصلة في المخاطر النظامية لأسهم تلك الشركات و من بين أهم التوصيات التي جاء بها الباحث هو بالأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل المؤثرة في بيتا أسهم الشركات الصناعية التي حددها نموذج هذه الدراسة عند اتخاذ قرار الاستثمار من حيث مراعاة محددات المخاطر النظامية (مديونية الشركة وسيولتها ومعدل العائد على حقوق مالكيها) والتي بدورها تؤثر في معدل العائد المطلوب على الاستثمار (معدل الخصم) والذي يؤثر بدوره في قيمة الاستثمار المتوقعة.

المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية حول عوائد الأوراق المالية

1. **دراسة انس احمد علي اللطيف:** العوامل المفسرة لعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية -دراسة قياسية-، مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماجستير في التمويل والمصارف بجامعة أل البيت (2006)، تدور إشكاليته حول مدى قدرة كل من عوامل (حجم الشركة، نسبة E/Pratio ، الرفع المالي، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية) في تفسير معدل العائد على الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ومدى إمكانية استخدامها كمقياس بديل عن المخاطر النظامية في الدلالة على معدل العائد على الأسهم، وهدفت هذه الدراسة إلى البحث عن مدى كفاءة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير معدل العائد على الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد تم التوصل إلى أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لا يعمل بشكل جيد في سوق فلسطين للأوراق المالية ومن أهم التوصيات التي تم ذكرها أنه يجب على المستثمرين في سوق فلسطين يجب عليهم التركيز على عاملي حجم الشركات ونسبة (E/P Ratio) عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية لما لهما من تأثير كبير وواضح في تفسير معدل العائد على الأسهم والدلالة عليه.
2. **دراسة نعمان محصول:** تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير بجامعة جيجل (2006_2007)، تدور إشكالية البحث حول أساليب الاستثمار في الأوراق المالية كبديل جديد للوظائف التقليدية في البنوك التجارية وكيف يتم تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية وفق العائد والمخاطرة ، وقد هدفت هذه الدراسة إلى التعرف أكثر على محفظة الأوراق المالية ومختلف أساليب الاستثمار، ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها أنه في البنك الخارجي الجزائري وتحت سلطة نيابة المديرية العامة للمالية توجد مديرية الخزينة والسوق تتوفر بها مصلحة محفظة الأوراق المالية ومصلحة الوساطة في عمليات البورصة هاتين المصلحتين تتوليان جميع المهام المتعلقة بتسيير محفظة الأوراق المالية داخل البنك وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها تم تقديم مجموعة من التوصيات أهمها أن تسيير المحفظة المالية في البنوك التجارية يتطلب إتباع خطوات علمية متعارف عليها، حتى وإن كانت تختلف من بنك لآخر، إلا أنها تبقى المسار الأساسي لتسيير المحفظة.
3. **دراسة قط سليم:** مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل بجامعة محمد خيضر بسكرة (2015_2016)، وتدور إشكالية هذه الدراسة حول السوق القياسية لتوفير مناخ استثمار بمعدلات عائد جيدة وبأقل مخاطرة، سوق الأوراق المالية المعاصرة أما سوق الأوراق المالية الإسلامية وقد هدفت هذه الدراسة للمفاضلة بين أسواق الأوراق المالية المعاصرة وأسواق الأوراق المالية الإسلامية، وقد تم التوصل لمجموعة من النتائج أهمها أن كلا السوقيين يحقق عوائد جيدة ومخاطر قليلة ولكن جوهر الاختلاف بينها هي الضوابط الشرعية كما أن سوق الأوراق المالية الإسلامية يعد أكثر استقراراً من حيث العائد والأقل مخاطرة، ومن خلال النتائج تم تقديم مجموعة توصيات من بينها

الاستفادة قدر الإمكان من المتخصصين الماليين العاملين في المؤسسات المالية التقليدية، و إدراجهم للعمل في المؤسسات المالية الإسلامية وأسواق الأوراق المالية الإسلامية وذلك بالتنسيق مع الفقهاء المختصين في المعاملات المالية الإسلامية.

4. دراسة نعمان محصول و نور الدين محرز: تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مقال في مجلة دراسات العدد الاقتصادي(2018)، تدور إشكالية الدراسة حول كيفية تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، حيث هدفت هذه الدراسة لشرح معنى الاستثمار ففي الأوراق المالية بشكل مفصل كما تفصل في أنواع العوائد الموجودة وطرق التمييز بينها، وتوصلت في الأخير إلى أنه يعد من الضروري الاعتماد في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية(CAMP) وضرورة التقييم الدوري لأداء المحفظة للعمل على تحسينه.

5. دراسة صالح أمين: أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير بجامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل (2018/2019)، تدور إشكالية الدراسة حول تأثير تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، وقد هدفت الدراسة إلى تحديد أثر تكلفة الأموال الخاصة كمدد بالغ الأهمية من محددات اختيار الهيكل المالي، وقد تم التوصل لمجموعة من النتائج أهمها أن دخول المؤسسة إلى البورصة يعتبر حدثاً مهماً في حياتها وأن البورصة هي المكان الأمثل لتقييم المؤسسة.

المطلب الثالث: الدراسات التي جمعت بين المتغيرين

1. دراسة يوسف خروبي: تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير بجامعة قاصدي مرباح ورقلة (2011_2012) تدور إشكالياتها حول مدى إمكانية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية في سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (2006_2009) وهدفت هذه الدراسة إلى تفسير وتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة وقد تم التوصل إلى أن العائد والمخاطرة مرتبطان ببعضهما البعض وأن مدير المحفظة يولي هذه العلاقة أهمية كبيرة لأنها تشكل تفضيلات المستثمر في بناء المحافظ المالية ومن أهم التوصيات التي تم ذكرها أن العائد والمخاطرة مرتبطان ببعضهما البعض وأن مدير المحفظة يولي هذه العلاقة أهمية كبيرة لأنها تشكل تفضيلات المستثمر في بناء المحافظ المالية.

2. دراسة خالد أمين أحمد: تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم المتداولة في بورصة عمان- دراسة حالة في قطاع الصناعة-، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في تخصص الإدارة المالية بجامعة العلوم المالية والمصرفية(2012)، تدور إشكالياتها حول هل توجد علاقة بين عوائد أسهم شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان وكل من (المخاطر

النظامية والرفع المالي والرفع التشغيلي ومرات تغطية الفوائد) لهذه الشركات، وهدفت هذه الدراسة إلى تقييم العلاقة بين عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان ومجموعة من النسب والمؤشرات المالية، وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والعائد السنوي لأسهم هذه الشركات، وقد تم تقديم مجموعة توصيات أهمها ضرورة اهتمام المستثمرين والمدراء الماليين بدراسة اتجاهات المؤشرات والنسب المالية في الشركات الصناعية خصوصا وكل الشركات عموما عند اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية انطلاقا من التأثير الذي أظهرته بعض النسب والمؤشرات المالية على عوائد الأسهم.

3. دراسة سلماني عادل: دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي -دراسة حالة ماليزيا-، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية بجامعة محمد خيضر بسكرة (2013_2014) تدور إشكاليته حول العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي وهدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أداء الاستثمار -الأسهم-، من أهم نتائج هذه الدراسة أنه هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة لديه ومن بين التوصيات المقدمة نذكر أنه يجب العمل على أن تكون سوق الأوراق المالية الإسلامية سوقا مستقلة عن نظيرتها، وذلك بأدواتها وعملياتها ووسطائها وهيئات ولجان الرقابة فيها، ولا مانع من أن تكون هناك هيئة عليا للرقابة على السوقين معا.

4. دراسة عبد اللطيف مصطفى وعبد الله عنيشل: العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب، مقال منشور في مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية (2017) تدور إشكاليته حول مدى مساهمة معامل بيتا في دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية في بورصة الدار البيضاء المغرب حيث شملت هذه الدراسة 21 شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في الواقع العملي ومدى قدرة نموذج CAMP وخاصة الجانب المتعلق ببيتا Beta من تفسير العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية وتوصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية هي علاقة طردية إيجابية في بورصة المغرب سواء على الأسهم أو المحفظة المالية ومن بين أهم التوصيات المقدمة نجد أنه يجب على المتعاملين في البورصة إدراك حقيقة أن العلاقة بين العائد والمخاطرة أثمرها على اتخاذ قرارا الاستثمار في الأوراق المالية وأن تغيرات عائد السوق له أثر قوي على عائد السهم أو المحفظة المالية.

5. دراسة بديار أمينة و بكرتي لخضر: العلاقة بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم في البورصة دراسة قياسية لحالة بورصة الدار البيضاء (2008_2016)، مقال منشور في مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE (2018) تدور إشكاليته حول مدى تأثير تقلب عائد السوق على عوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء، هدفت هذه الدراسة إلى اختيار العلاقة بين العائد والمخاطر تضمنت عينة البحث

عددا من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء وتوصلت هذه الدراسة إلأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين تقلبات عائد السوق وبين تقلبات عوائد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء وقد تم إدراج مجموعة من التوصيات أهمها إعادة هذه الدراسة عندما يصبح عدد الشركات كبيرا مما يمكن الباحثين من تكوين محافظ متنوعة .

6. **دراسة عبد الله عنيشل:** نمذجة قياسية للعائد والمخاطرة لبورصتي المغرب والكويت -دراسة مقارنة لنموذجي (CAPM) و (APT) خلال الفترة (2012-2017)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير جامعة غرداية (2017_2018) وتدور إشكاليته حول مدى فعالية (CAPM) و (APT) في تقدير العائد والمخاطرة في بورصتي المغرب والكويت على مستوى القطاعات في ظل تقلبات العائد خلال الفترة (2012_2017) وتهدف هذه الدراسة إلى اقتراح نموذج لقياس العائد والمخاطرة بالاعتماد على نموذجي تسعير الأصول الرأسمالية CAMP ونموذج التسعير بالمراجعة APT وقد توصلت إلى أن نموذج التسعير بالمراجعة أفضل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وذلك على مستوى أغلب القطاعات المدروسة لبورصتي المغرب والكويت وبناء على النتائج المتوصل إليها فقد تم تقديم مجموعة توصيات أهمها أنه يجب تطوير نماذج اتخاذ القرار لاسيما المبنية على طرق علمية لدى المتعاملين والمحللين .

7. **دراسة محفوظ بصيري وفريدة سليمان:** تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية :-دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2013-2017)، مقال منشور في مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية (2019)، وتدور إشكالية الدراسة حول تأثير المخاطر النظامية على العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأوراق المالية الجزائرية، تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الكشف عن مدى توافق سوق الأوراق المالية في الجزائر مع النظرية المفسرة للعلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية، ومن أهم النتائج المتوصل لها أن سوق الأوراق المالية في الجزائر لا تتوافق مع هذه العلاقة على الأكثر، كما أن الاستثمار في المعدل الخالي من المخاطرة أفضل من الاستثمار في بورصة الجزائر لأن عائده أكبر، من أهم التوصيات المقدمة ضرورة تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال تشجيع دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على اعتبار أن عدد المؤسسات المدرجة في السوق سيخف من نسبة المخاطر ويزيد من إمكانية التنوع في الاستثمارات وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة سيولة السوق.

المطلب الرابع : ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

رغم أن الدراسات السابقة تناولت بعضها المخاطر النظامية إلا أنه لم يتم الإحاطة بموضوع المخاطر النظامية بصفة شاملة ودقيقة حيث أن الباحثين ركزوا على المخاطر بصفة عامة وأهملوا تأثير المخاطر النظامية على عوائد الأوراق المالية.

تم الاعتماد في دراستنا على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من أجل الوصول إلى تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية. كما أن الإطار المكاني والزمني للدراسة بحيث تم تطبيقها على مستوى بورصة الجزائر والتي كانت الدراسات على مستواها قليلة جدا أما بالنسبة للفترة الزمنية فقد كانت خلال السنوات (2017 إلى 2022).

كذلك عينة الدراسة تمثلت في الشركات الأربعة المدرجة في بورصة الجزائر وهي: أليانس للتأمينات، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، صيدال، بيوفارم. ومن حيث منهجية معالجة الموضوع تم الاعتماد على نموذج الانحدار البسيط في تقدير معاملات بيتا لأسهم المؤسسات ثم الانحدار المتعدد من أجل تحليل العلاقة بين المخاطر النظامية و عوائد الأسهم.

خلاصة الفصل

كخلاصة يمكن القول بأن المستثمر يمكن أن يجد في الأوراق المالية ضالته وملجأه لتفريغ فوائضه المالية وتحقيق العوائد المالية التي يحتاجها، و هذا لما تحقق من عوائد مختلفة و متنوعة تختلف حسب طرق حسابها، ولكنه يتعرض في المقابل خلال استثماره فيها لمجموعة من المخاطر النظامية لها طرق تقديرية مختلفة تتعلق هذه المخاطر بالسوق و النظام الاقتصادي ككل، من بينها الحروب، التضخم، الانقلابات... الخ. ولذلك وجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار والعمل على تحقيق التوازن بين العوائد التي يريد تحقيقها و المخاطر التي ستواجهه.

الفصل الثاني

تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية في بورصة الجزائر

تمهيد

بعد استكمالنا للجانب النظري للدراسة و الذي عالج الإطار النظري لعوائد الأوراق المالية و المخاطر النظامية، بالإضافة إلى النماذج الممثلة للعلاقة بين العائد و المخاطرة و كذلك تطرق لبعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، وسعياً لتحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة، و للإجابة على الإشكالية تم تخصيص هذا الجزء من الدراسة للجانب التطبيقي بإسقاط الجانب النظري عليه و تطبيقه على بورصة الجزائر و للإمام أكثر بالجانب التطبيقي و لاختبار مدى صحة فرضيات الدراسة، قسم هذا الفصل إلى مبحثين كالآتي:

- الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة
- عرض و مناقشة نتائج الدراسة و تحليلها

المبحث الأول: طريقة و أدوات الدراسة

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى توضيح منهجية الدراسة وكذلك طريقة جمع البيانات من خلال اختيار المجتمع والعينة وكذلك مصادر جمع المعلومات بالإضافة إلى الأدوات المستخدمة ومحددات الدراسة.

المطلب الأول: طريقة الدراسة

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري الإحاطة بمجتمع وعينة الدراسة ومنهجية الدراسة وكذلك الأساليب الإحصائية المستعملة لحساب النتائج.

أولاً: مجتمع الدراسة:

بما أن دراستنا تنحصر في الفترة الممتدة من مارس 2017 إلى مارس 2022 وهذا حسب المعلومات المتوفرة في بورصة الجزائر فإن مجتمع الدراسة يتكون من (04) شركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة سالفة الذكر.

❖ نظرة عامة حول بورصة الجزائر:

أ. نبذة تاريخية:

تعتبر البورصة العمود الفقري لسوق الأوراق المالية ونظرا للمشاكل الكبيرة التي شهدتها الجزائر في مطلع الثمانينات كان لا بد لها من إنشاء بورصة خاصة بها لمسايرة ومواجهة هذه الصعوبة والتي رافقتها مجموعة من الإصلاحات تمثلت في سوق رأس المال وهذا ما سنسلط الضوء عليه.

نشأة بورصة الجزائر:

برزت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي أعلن عنها في أواخر الثمانينات وبالضبط في سنة 1988، من خلال إصدار عدة قوانين خاصة مثل القانون رقم 88-3 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة والذي ترتب عليه تقسيم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية إلى عدة أسهم وزعت بين صناديق المساهمة وبالتالي تحولت الشركات العامة إلى شركات مساهمة، وقد أظهر ذلك حاجة ملحة لإنشاء بورصة في الجزائر، وقد اصدر في سنة 1993 المرسوم التشريعي رقم 93-08 والذي جعل من الشركة ذات الأسهم شخصا قانونيا يمكنه التسعير في البورصة، وقد جاء المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 لينظم سير عملها حيث قسمها إلى هيئتين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة ولقد كان الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر في 17 ديسمبر 1997، حيث كان مقرها بالغرفة الوطنية للتجارة في الجزائر العاصمة¹.

ب. تعريف البورصة:

¹إلياس الأزهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي-دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، مذكرة شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013 ص 53.

عرف **محمد يوسف ياسين البورصة** بانها: "سوق منظمة تعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية ويعمل في هذا السوق اشخاص مختصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية ولا يجوز ان تتم العمليات في هذا السوق إلا بواسطة وسطاء رسميين وفي الشكل المحدد قانونا وتتصف هذه العمليات بالصبغة التجارية علما أنه لا يكتسب أي من البائع أو المشتري للأوراق المالية هذه الصفة لمجرد دخوله في إحدى عمليات البورصة"¹.

وعرفها آخرون بأنها: "أسواق لتداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات تصدرها الشركات أو الحكومات بين مجموعة من السماسرة ومندوبيهم والوسطاء ويتم التعامل بالبيع والشراء على هذه الأوراق في ساعات محددة"².

ج. أسواق بورصة الجزائر:

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

❖ سوق سندات رأس المال: يتكون من³:

1. السوق الرئيسية الموجهة للشركات الكبرى: ويوجد حاليا أربعة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات ومؤسسة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني.

الجدول رقم (1): الشركات المدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية

عدد الاسهم	القيمة الاسمية دج	القطاع / الفئة	اسم الشركة	الرمز في البورصة	رمز ISIN
9 287 217	200	التأمينات	أليانس للتأمينات	ALL	DZ0000010037
6 000 000	250	الفندقة	م.ت.ف. الأوراسي	AUR	DZ0000010029
10000000	250	الصناعة الصيدلانية	صيدال	SAI	DZ0000010003
25521875	200	الصناعة الصيدلانية	بيوفارم	BIO	DZ0000010052
1 702 989	100	سياحة	أوم انفست	AOM	DZ0000010060

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، www.sgbv.dz، تاريخ الاطلاع 2022/04/15

2. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة وقد تم إنشاء هذه

¹ مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للنشر والتوزيع، سوريا دمشق، 2009، ص 17
² عبد القادر احمد محمد صباغ، **قيد الأوراق المالية في البورصة**، ط1، المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2018، ص36.
³ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz، تاريخ الاطلاع عليه 2022/05/16.

السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق ل 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم وAOM invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

❖ سوق سندات الدين: ويتكون من¹:

1. سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

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

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم :

الشكل رقم (1): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz

¹الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع عليه 2022/05/16.

د. الهيئات المكونة لبورصة الجزائر:

هناك مجموعة من الهيئات أنشئت بهدف إدارة و تنظيم العمليات في البورصة وتسهيل عمليات البيع والشراء خاصة بالنسبة للمستثمرين و تتمثل هذه الهيئات في¹:

- **لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB:** تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة، وتم تعيين أعضائها بتاريخ 27 ديسمبر 1995 وبدأت هذه اللجنة ممارسة نشاطها الفعلي في فيفري 1996.
- **شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV:** لقد أنشئت شركة تسيير بورصة القيم من أجل إعطاء ومنح الاقتصاد الجزائري مكانة تعكس أبعاده الداخلية والخارجية، فمنذ أن أنشئت في 25 ماي 1995 وهي تهتم بالتنسيق بين التنظيمات العملية والتقنية الضرورية للصفات الخاصة بالقيم المنقولة بهدف السماح بفتح رأس مال الشركات الوطنية الخاصة لتنظيمها على شكل أسهم SPA والتصرف بكمية من أصول هذه الشركات وضمان التمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العام الوطني.
- **الوسطاء في عملية البورصة IOB:**

الوسيط المالي: نصت المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بالقانون رقم 03/04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالي."

مركبي البورصة: مركبي البورصة هو مستشار مرافق، يجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات بورصة أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات التمويل والقانون واستراتيجية الأعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفا به ومسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. و يتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مركبي بورصة، سواء بالنسبة لعملية الإدراج وكذا طوال فترة حياتها داخل سوق البورصة.

- **شركة المؤتمن المركزي للسندات:**

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون 05 بنوك والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليون دينار جزائري وتتمثل وظائفه في فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم

¹ حنان شلغوم، تفعيل بورصة الجزائر بين الواقع و المأمول، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 02_جوان 2021، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، ص ص 664_665.

ماسكي الحسابات حافظي السندات (TTC) المتدخلين إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال ...) وكذلك التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية (ISIN الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).

هـ. شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

وتتمثل شروط الإدراج في بورصة الجزائر في¹:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (spa).
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول
- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة الى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

و. معوقات قيام بورصة الجزائر:

تواجه بورصة الجزائر العديد من المعوقات والعراقيل يمكن ذكرها كما يلي:

¹الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz ، تم الاطلاع عليه في: 2022/04/16.

1. معوقات اقتصادية: ويمكن تبيانها على النحو التالي¹:

- **التضخم:** يدفع التضخم بذوي الدخل الثابتة الى اللجوء مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على الاستهلاك للحفاظ على مستوى الاستهلاك الضروري لهم، وقد شهدت الجزائر في السنوات الأخيرة ارتفاعا في معدلات التضخم، وهذا يؤثر سلبا على المستثمرين والأفراد نحو توجه الاستثمار في البورصة.
- **توجه المدخرين والمستثمرين للنظام المصرفي:** النظام المصرفي في الجزائر يعتبر قطبا جذابا للمستثمرين والمدخرين، حيث يجدون فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فهذا السوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء أو مخاطرة باهظة.
- **هيمنة القطاع العام:** حيث يمثل القطاع العام ما يقارب 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- **قلة المؤسسة المدرجة:** ما يلاحظ في الجزائر هو محدودية المؤسسات المدرجة، لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تُدرج في السوق محدودة جدا، هذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة في الجزائر.
- **ضعف الفرص المتاحة للتنويع:** سوق الأوراق المالية في الجزائر هو حديث النشأة، ولا يتميز بالتنوع، فهو يعتمد عمى ثلاثة أصناف من الأوراق المالية فقط، ذلك ما يجعله يفتقر للكفاءة التقنية، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية.
- **ضعف الحوافز الجبائية:** يتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، بالإضافة إلى خضوع التوزيعات عند تحويلها لحسابات المساهمين للضريبة على الدخل الإجمالي مما يدفع المستثمرين إلى التهرب.
- **غياب الشفافية:** تنشأ من غياب نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها .
- **قوة السوق الموازية:** وهي سوق مكونة من مؤسسات ويد عاملة غير مصرح بها، حيث تتميز بارتفاع أسعار المنتجات المعروضة بها، إضافة إلى عدم دفع الضرائب، وتحقق هذه المؤسسات مداخيل كبيرة والتي تؤثر على الاقتصاد من أوجه عديدة.

2. المعوقات السياسية و القانونية:

بالرجوع إلى القانون، فإن من شروط قبول قيد الشركة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم، إلا أنّ أغلب شركات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات

¹فاطمة الزهراء سعدي، بلال فراحي، آليات تنشيط و تطوير بورصة الجزائر (الأداء، المعوقات والحلول)،مجلة آفاق علمية، المجلد 03

العدد03، مخبر الاقتصاد الكلي والمالية الدولية، جامعة المدية، 2021، ص ص، 671-673.

ذات شخص واحد، أضيف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاث سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول للبورصة.

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

وفي وقتنا الحالي لا تزال التشريعات القانونية تمنح كل الصلاحيات لوزير المالية في تعيين وعزل واستخلاف المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة، وفي استبعاد الممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء، كما أن الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية في التداول، تبين رغبة السلطات الجزائرية المستمرة في المحافظة على الملكية العامة للشركات العمومية¹.

3. المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية

حيث تتمثل في²:

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

ثانيا: عينة الدراسة

تمثلت عينة الدراسة في أربع شركات من أصل الخمسة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. وقد تم اختيارها بناء على توفر المعلومات حولها، خلال الفترة الممتدة من مارس 2017 إلى مارس 2022 و المعروفة بنجاحها الاقتصادي وهي³:

- مؤسسة تسيير فندق الاوراسي

¹ عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS في المالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص ص 126 125.

² جدار رياض، واقع ودور بورصة الجزائر في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والحلول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 8/ 1، جامعة البليدة، 2017، جوان، ص 40.

³ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz. تاريخ الطلاع عليه: 2022/05/17.

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، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983. وسنقوم بعرض بطاقة تعريفية لهذه المؤسسة كالتالي:

- الاسم: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.
- المنشأ: المؤسسة القابضة العامة للخدمات.
- رأس المال الاجتماعي: 1.500.000.000 دينار جزائري او ما يعادل 6000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1200000 سهم تمثل 20% من رأس المال.
- سعر العرض: 400 دينار جزائري.
- فترة العرض: من 15 يونيو 1999 الى 15 يوليو 1999.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: الراشد المالي.
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة sogefi، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف soficop، وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

• أليانس للتأمينات

هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري انشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأس مالها الى 800 مليون دينار جزائري خلال عام 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 للاذخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 10/30/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين وفي نوفمبر 2010 شرعت اليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب وانصب مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم، في مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر تم ادراج سند رأس المال لشركة اليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011 وقد سعر الادراج ب 830 دينار جزائري، وسنقوم بعرض بطاقة تعريفية لهذه المؤسسة كالتالي:

- الاسم: أليانس للتأمينات
- رأس المال الاجتماعي: 2205714180 دينار جزائري، موزعة على 5804511 سهم بقيمة إسمية قدرها 380 دينار جزائري.

- الكمية المعروضة: 1804511 سهم تمثل 31% من رأس المال.
- سعر الإصدار: 830 دينار جزائري.
- فترة الاكتتاب: من 2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: القرض الشعبي الجزائري (CPA)
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي ان بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر.

● صيدال

تأسست الصيدلة المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي اسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسوية المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلة في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين في سنة 1971 ثم 1975 (وحديتي "بيوتيك" (biotic) و "فارمال" (pharmal)).

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم وغيرت اسمها في سنة 1982 لتصبح صيدال وصارت مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم. وسنقوم بتقديم بطاقة تعريفية لهذه المؤسسة كالتالي:

- الاسم: المجمع الصناعي صيدال.
- المنشأ: القابضة العامة للكيمياء والصيدلة.
- رأس المال الاجتماعي: 2.500.000.000 دينار جزائري او ما يعادل 10000000 سهم بقيمة إسمية قدرها 250 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة 2000000 سهم تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي.
- سعر العرض: 800 دينار جزائري.
- فترة العرض: من 15 فبراير 1999 الى 15 مارس 1999.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المؤسسة المالية العامة sogefi.
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامة sogefi، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف soficop و شركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

● BIOPHARM

مختبر صيدلاني جزائري ، وهو مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في قطاع الأدوية في أوائل التسعينيات ولديها اليوم وحدة إنتاج تلبى المعايير الدولية وشبكة توزيع لتجار الجملة والصيدليات و بعد عملها في عقدين من النشاط المكثف ، وصلت BIOPHARM إلى مرحلة مهمة في تطورها تتطلب إعادة هيكلة وقد بدأت BIOPHARM من خلال تكييف هيكلها التنظيمي تدريجيًا كمجموعة حول أعمالها المختلفة¹:

- إنتاج الأدوية من خلال BIOPHARM، والتي تظل النواة المركزية للمجموعة.
- توزيع المنتجات الصيدلانية بالجملة من خلال BIOPHARM DISTRIBUTION .
- التوزيع في الصيدليات من خلال بيوبيور .
- الترويج الطبي والمعلومات ، من خلال HHI (معلومات صحة الإنسان).
- الخدمات اللوجستية لصناعة الأدوية من خلال BIOPHARM LOGISTIC

ثالثًا: منهجية الدراسة والمتغيرات المستخدمة

تهدف هذه الدراسة لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، ومعرفة مدى تأثر عوائد هذه الأسهم بتقلبات عوائد السوق. أي أننا سنحاول معرفة ما إذا كان معامل بيتا الذي يقدمه هذا النموذج هو العامل الوحيد الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند اختيار مخاطر السهم، وبمعنى آخر إن العائد الرأسمالي المتحقق عن الاستثمار بسهم معين يتحدد بمعامل بيتا لذلك السهم ولا توجد أي عوامل أخرى تؤثر في للعائد، أي أن مخاطر الأسهم تتحدد بالمخاطر النظامية. ولتحليل العلاقة والإجابة على الفرضيات المطروحة سابقا تم إتباع المراحل التالية:

المرحلة الأولى: حساب العوائد الشهرية

▪ حساب العوائد الشهرية للشركات المدرجة R_{it} : من أجل احتساب العوائد الشهرية للشركات تم الاعتماد على أسعار الإغلاق الشهرية للشركات للفترة من مارس 2017 إلى مارس 2022، تجدر الإشارة أنه لم يتم أخذ توزيعات الأرباح بعين الاعتبار كونها منعدمة أو تمثل نسبة ضئيلة جدا، وقد تم حساب العوائد الشهرية للشركات حسب الصيغة الآتية:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

R_{it} : عائد سهم الشركة i خلال الشهر t .

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i خلال الشهر t .

$P_{it} - 1$: سعر إغلاق سهم الشركة i خلال الشهر $t - 1$.

¹ الموقع الرسمي لشركة بيوفارم www.biopharm.dz تم الاطلاع عليه في: 2022/05/16.

- **حساب العوائد الشهرية لمؤشر السوق Rm :** من أجل احتساب العوائد الشهرية لمؤشر السوق تم الاعتماد على الرقم القياسي غير المرجح للفترة من مارس 2017 إلى مارس 2022، ومما يذكر بأن الأرقام القياسية لبورصة الجزائر لا يتم تعديلها عند قيام الشركات بالتوزيعات النقدية، لذلك فإن احتساب العوائد الشهرية على هذه الأرقام يتوافق مع العوائد الشهرية التي تم احتسابها سابقا على الأسهم كون التوزيعات النقدية لا يتم أخذها بعين الاعتبار في الحالتين. وقد تم حساب العوائد الشهرية لمؤشر السوق حسب الصيغة الآتية:

$$Rm = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

حيث أن:

Rm : عائد السوق للشهر .

I_t : قيمة الرقم القياسي بنهاية للشهر t .

I_{t-1} : قيمة الرقم القياسي بنهاية الشهر $t-1$.

- **حساب العائد الشهري الخالي من المخاطر Rf :** لتحليل العلاقة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP، لابد من اختيار عائد يسمى العائد الخالي من المخاطر والذي يتحقق عندما يكون معامل بيتا الأسهم هو صفر، ونظرا لغياب السندات الحكومية قصيرة الأجل سوف نأخذ معدل العائد على الودائع في الجزائر وهو 1.75 حسب إحصائيات صندوق النقد الدولي، وتحسب بالعائد الشهري لابد من اختيار عائد يسمى العائد الخالي من المخاطر والذي يتحقق عندما يكون معامل بيتا الأسهم هو صفر، ونظرا لغياب السندات الحكومية قصيرة الأجل سوف نأخذ معدل العائد على الودائع في الجزائر وهو 1.75 حسب إحصائيات صندوق النقد الدولي، وتحسب بالعائد الشهري عليها كالاتي:

$$Rf_t = \frac{N_t}{12}$$

حيث أن :

Rf_i : معدل الفائدة الخالي من المخاطر الشهر i

N_t : معدل الفائدة السنوي للسنة t .

المرحلة الثانية: تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية

من أجل تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للشركات عينة الدراسة المدرجة في البورصة نتبع الخطوات التالية :

- **حساب معامل β لمختلف الشركات :** عن طريق عمل انحدار بسيط بين العوائد الشهرية لكل سهم و بين العوائد الشهرية لمؤشر السوق (الأرقام القياسية لبورصة الجزائر) حسب النموذج الآتي :

$$R_i - R_f = \alpha + (R_m - R_f) \cdot \beta + \varepsilon \dots (1)$$

حيث :

R_i : العائد الشهري للسهم i .

R_m : العائد الشهري للسوق.

R_f : العائد الشهري الخالي من المخاطر.

α : ثابت النموذج والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج CAMP على السهم i .

β : معامل بيتا الذي يقيس المخاطر النظامية للسهم i .

ε : معامل الخطأ والذي يمثل تغيرات في عائد السهم التي لم يفسرها التغير في عائد السوق.

- استخراج σ_{ε}^2 تباين معامل الخطأ: بعد احتساب معامل بيتا من خلال استخدام النموذج أعلاه (1) تم استخراج تباين معامل الخطأ (σ_{ε}^2) والذي يمثل تباين الفرق بين العائد الفعلي المتحقق للسهم i وبين العائد الذي يتم احتسابه على النموذج أعلاه (العائد المتوقع) (1)
- حساب متوسط العائد الإضافي لكل سهم ER_i : يمثل متوسط الفروقات الشهرية بين عائد السهم والعائد الخالي من المخاطر و يتم احتسابه من خلال الصيغة الآتية:

$$ER_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n (R_{it} - R_{ft})$$

حيث ان:

ER_i : متوسط العائد الإضافي الشهري للسهم i .

R_{it} : العائد للشركة i للشهر t .

R_{ft} : العائد الخالي من المخاطرة للشهر t .

N : فترة الدراسة (61 شهرا)

في النهاية يكون لدينا المتغيرات الثلاثة التالية: معامل بيتا، تباين معامل الخطأ، متوسط العائد الإضافي و 4 مشاهدات، بعد ذلك نقوم بعمل انحدار خطي متعدد المتغيرات الثلاثة باستخدام برنامج Eviews حسب النموذج التالي:

$$ER_i = \alpha_1 + \alpha_2 \beta_i + \alpha_3 \sigma_{\varepsilon i}^2 + \varepsilon_i \dots (2)$$

ER_i : متوسط العائد الإضافي الشهري للسهم i (متغير تابع)

β_i : معامل بيتا للسهم i (متغير مستقل)

$\sigma_{\varepsilon_i}^2$: تباين معامل الخطأ (متغير مستقل)

ε : معامل الخطأ الذي يمثل التغيرات في عائد السهم والتي لم تفسرها متغيرات النموذج.

عند تطبيق النموذج أعلاه، إذا ثبت إحصائياً أن قيم α_1 و α_3 تساوي صفر وأن α_2 تختلف عن الصفر فإن ذلك يعني أن معامل بيتا هو الوحيد الذي يفسر اختلاف العوائد بين الأسهم، أي أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ينطبق على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة. أي أن معامل بيتا هو المؤثر الوحيد في عوائد الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أدوات الدراسة

أولاً: مصادر جمع البيانات الدراسية

لقد تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الأولية والثانوية ذات العلاقة المباشرة:

- **المصادر الأولية:** وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة وتتمثل في البيانات التي تم الحصول عليها من المواقع الالكترونية ومن بينها الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، موقع البنك المركزي الجزائري، والمعلومات المتعلقة بعينة الدراسة هي كالاتي:
- أسعار الإقبال والافتتاح بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من مارس 2017 الى مارس 2022.

- معدل العائد على الودائع في الجزائر.

- أسعار الإغلاق الشهرية لمؤشر السوق للفترة الممتدة من مارس 2017 إلى مارس 2022.

- **المصادر الثانوية:** وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في إعداد الجانب النظري من الدراسة حيث تنوعت بين الكتب و المجالات العلمية والمذكرات، وكذلك الأبحاث والدراسات السابقة المتعلقة بالمخاطر النظامية أو نموذج تقييم الأصول المالية.

ثانياً: الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

يمثل النموذج الإحصائي المستخدم في الدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط بالنسبة لحساب β للمؤسسات، كما تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد من أجل تحليل العلاقة بين عوائد الأسهم والمخاطر النظامية، ومن أجل ذلك فقد تم استخدام برنامج Eviews9 لتنفيذ نماذج الانحدار.

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة وتحليلها

بعد أن حددنا في المبحث السابق الطريقة المتبعة في الدراسة من خلال تقديم مجتمع وعينة الدراسة وكيفية اختيارها وتوضيح متغيرات الدراسة، طرق جمعها، وكيفية قياسها وتلخيص المعطيات المجمعّة إضافة إلى التعريف بالأدوات المستعان بها والمتمثلة في مصدر المعلومات والأدوات المختارة في تحليل نتائج الدراسة.

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى عرض نتائج الدراسة بطريقة متسلسلة وفق مجموعة من الخطوات تهدف إلى الإجابة على فرضية الدراسة، بعد ذلك تحليل هذه النتائج وفق تسلسلها.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة وتحليلها

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة من الضروري عرض النتائج لتسهيل عملية التحليل، وهذه النتائج تتمثل في معامل بيتا لأسهم الشركات، نتائج اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على سوق الجزائر.

أولاً: نتائج تقدير معامل بيتا للشركات :

بتطبيق نموذج الانحدار حسب الصيغة رقم(1)

$$R_i - R_f = \alpha_1 + (R_m - R_f) \cdot \beta + \varepsilon$$

واعتماداً على الملحق رقم (1) تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم(2): نتائج تقدير معاملات بيتا

الشركة	معامل بيتا β	σ	σ^2
أليانس للتأمينات ALL	0.956650	0.068285	0.0047
فندق الأوراسي AUR	0.97113	0.022741	0.00052
مؤسسة بيوفارم BIO	0.010204	0.037335	0.0014
مجمع صيدال SAI	0.954053	0.131312	0.0172

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النتائج المبينة بالملحق رقم(1)

تبين من اختبار العلاقة بين العائد والخطر وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ما يلي:

- أن كل الشركات المدرجة كان معامل بيتا لها أصغر من الواحد الصحيح ($|\beta| < 1$)، مما يعني أن تقلبات العوائد لهذه الأخيرة ضعيفة حساسية مقارنة بتقلبات عوائد السوق.
- أظهرت النتائج أن معامل بيتا كان موجبا لمعظم الشركات (3 شركات من أصل 4) وعلى أساس ذلك يمكن أن نستخلص أن هناك علاقة طردية بين تغيرات عوائد السوق وتغيرات العوائد لأغلب الشركات المدرجة في البورصة.

ثانياً: نتائج حساب العائد المتوسط $E(R)$

الجدول رقم(3): نتائج العائد المتوسط للشركات عينة الدراسة

SAI	ALL	AUR	BIO	$E(R)$
-0.036404	-0.020696	-0.016834	0.000729	العائد المتوسط

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج 9 eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط العائد بالنسبة لمؤسسة الأوراسي واليانس وصيدال سالب، في حين متوسط العائد الشهري لبيوفارم موجب.

ثالثا: نتائج نموذج الانحدار

تم حساب معامل بيتا بناء على مؤشر عائد السوق، وتباين معامل الخطأ للشركات محل الدراسة بناء على العوائد الإضافية الشهرية، ومتوسط الفروقات الشهرية بين عائد السهم والعائد الخالي من المخاطر خلال الفترة الممتدة من مارس 2017 إلى مارس 2022، وبعد ذلك تم تطبيق نموذج الانحدار للشركات حسب الصيغة التالية:

$$ER_i = \alpha_1 + \alpha_2 \beta_i + \alpha_3 \sigma_{\varepsilon_i}^2 + \varepsilon_i$$

الجدول رقم (4) : نتائج نموذج الانحدار للشركات

المعامل	OLS
α_1	0.002642 t=3.634638 p=0.1709
α_2	-0.018972 t=-20.20331 p=0.0315
α_3	-1.223681 t=-20.87170 p=0.0305
F-statistic	683.6950
Probability	0.027033
Adjusted-R ²	0.999269

0.997808	R-Squared
----------	-----------

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على النتائج المحصلة باستخدام برنامج Eviews والمبينة بالملحق رقم (2).

1- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يتم اختبار المعنوية الكلية للنموذج باستعمال اختبار فيشر F ويستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة X والمتغير التابع Y، ويعتمد على نوعين من الفروض - فرضية العدم H_0 : وتتص على انعدام العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots وبين المتغير التابع أي $H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$.

- الفرضية البديلة H_1 : وتتص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

$$H_1 : \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq 0$$

الصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

$$F_{n-k-1}^{\alpha} < F_{cal}$$

وبعد احتساب قيمة F نقارنها مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية α و $n - k - 1$ للسط والمقام ومستوى معنوية 5 % فإذا كانت القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية ترفض H_0 وتقبل H_1 اي ان العلاقة المدروسة معنوية وهناك على الاقل متغير مستقل واحد من المتغيرات X_K ذو تأثير على Y .

أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية فان ذلك يعني قبول H_0 أي أن العلاقة الخطية

المدروسة غير معنوية أي أنه ليس ثمة تأثير من أي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع

$$F_1^{0.05} = 200 < F_{cal} = 683.69$$

وعليه نرفض فرضية العدم H_0 ، ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، ما يعني انه يوجد على الاقل متغير واحد ذو تأثير على المتغير التابع (عائد الاسهم - العائد الخالي من المخاطرة)، وأن للنموذج معنوية كلية، أي أن معادلة التمثيل لنموذج الانحدار جيدة.

2- اختبار معنوية معالم النموذج

$$H_0 : \alpha_i = 0 \quad \text{فرضية العدم}$$

$$H_1 : \alpha_i \neq 0 \quad \text{فرضية البديلة}$$

$$i = 1, 2, 3 \quad \text{حيث أن:}$$

نقوم باختبار فرضية العدم (H_0) لجميع قيم المعاملات بمقارنة قيم مقياس ستودينت (t) المتحصل عليها مع

(t) الجدولة عند مستوى الثقة $\alpha = 5\%$ مع العلم أن: $n=4, k=2$ حيث أن:

$$t_{n-k-1}^{\frac{\alpha}{2}} > t_{aical}$$

المعلمة α_1 : (المتغير الثابت)

$$t_1^{0.025} = 12.71 > t_{cal} = 3.634$$

وعليه نقبل فرضية العدم والمعلمة α_1 ليس معنوية احصائية عند مستوى الثقة $\alpha = 5\%$

المعلمة α_2 : (المعامل β)

$$t_1^{0.025} = 12.71 < t_{cal} = |-20.20|$$

وعليه نرفض فرضية العدم والمعلمة α_1 ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى الثقة $\alpha = 5\%$

المعلمة α_3 : (المعامل σ^2 للتباين)

$$t_1^{0.025} = 12.71 < t_{cal} = |-20.87|$$

وعليه نرفض فرضية العدم والمعاملة α_3 لها معنوية احصائية عند مستوى الثقة $\alpha = 5\%$

التعليق:

من خلال النتائج المتحصل عليها والمبينة ضمن الجدول رقم (3) يظهر أن النموذج الذي تم تطبيقه ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% وذلك من خلال قيمة اختبار Fisher المحسوبة والبالغة 683.6950، كذلك فإن النموذج نجح في تفسير حوالي 99.92% من التغيرات في البيانات التغيرات هي قيمة مرتفعة أي أن المتغيرات التفسيرية (β و σ^2) فسرت بشكل كبير الإختلاف في عوائد الاسهم والباقي نسبته ضئيلة مايقارب 0.08% لم يتم إدخالها في النموذج مثل حجم الشركة، نسبة مضاعف سعر السهم ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

بالنسبة للمعامل α_1 (ثابت النموذج) لم يكن له دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 5% وهذا حسب اختبار Student في حين أن المعامل α_2 (بيتا)، والمعامل α_3 (تباين معامل الخطأ) هو ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% حسب اختبار Student.

المطلب الثاني: مناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد التطرق في المطلب السابق إلى عرض النتائج سنقوم في هذا المطلب بمناقشة النتائج المتوصل إليها من خلال تفسير جدول معامل بيتا و جدول نموذج الانحدار للشركات.

من خلال تحليل و تفسير الجدول رقم (3) تبين لنا:

– أن العلاقة بين بيتا و العائد اتخذت اتجاهها إيجابيا في كل الشركات المدرجة محل الدراسة، أي أن أسهم هذه الشركات تتحرك في نفس اتجاه تحرك السوق، كما أن معامل بيتا في جميعها كان أقل من الواحد الصحيح وعليه يمكن القول أن عوائد الأسهم تتقلب بمقدار أقل من درجة تقلب عائد السوق وتكون مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق وعليه يمكن القول أن الشركات المدرجة في سوق الجزائر ذات استثمار دفاعي.

من خلال تحليل و تفسير الجدول رقم(4) تبين لنا:

متغير تباين معامل الخطأ و معامل بيتا يساهمان في تفسير الفروقات في العوائد بين الأسهم، وعليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير قابل للتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. لأن معامل بيتا ليس هو المفسر الوحيد للتغيرات في العوائد. وعليه الفرضية الأولى منفية.

أن معامل بيتا له دلالة إحصائية على مستوى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، كما أن هذه العلاقة سالبة أي أنه توجد علاقة عكسية بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم وهذا يدل على أن سوق الجزائر المالية لا تولد أثرا لعلو المخاطر من خلال جعل المستثمرين أكثر حذرا لمخاطر السوق مما يدل على قلة كفاءة تسعير السوق المالية للمخاطر التي تتعرض لها، خاصة في ظل انخفاض عوائد الأسهم مقارنة مع معدل العائد الخالي من المخاطر الذي جعل من هذه العلاقة عكسية . وعليه يمكن القول بان الفرضية الثانية والتي تنص على وجد علاقة بين معامل بيتا(المخاطر النظامية) و العائد المتوقع لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر؛ صحيحة.

إن عوائد الأسهم ترتبط عكسيا بالفروقات بين العوائد (التباين) من خلال معامل سالب ذو دلالة إحصائية و هو ما لا يتطابق مع النظرية المالية التي تنص على وجود علاقة طردية بين العائد و المخاطرة، والسبب يعود هنا في بورصة الجزائر كما قلنا سابقا أن معدل العائد الخالي من المخاطر يفوق في اغلب الأحيان معدل العائد على الأسهم مما يقلل الطلب على هذه الأوراق والذي يؤثر سلبا على قيمتها ومن ثم على العائد خاصة في ظل كون هذه الأسهم دفاعية وفي ظل قلة الأدوات المالية المتداولة، بالإضافة إلى معوقات أخرى سبق وان ذكرناها في المبحث الأول. كل هذه العوامل جعلت هذه العلاقة عكسية. أي ان الاستثمار في السوق المالي الجزائري قليل المخاطرة. وعليه فإن الفرضية الثالثة القائلة أن طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة للأوراق المالية في بورصة الجزائر، تمتاز بأنها علاقة طردية منفية.

خلاصة

هدف هذا الجزء من البحث إلى دراسة العلاقة بين العائد و المخاطر النظامية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مستعينين في ذلك على المعلومات المتوفرة لها في الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة الجزائر. ومن بين ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة انطلاقا من المعطيات التي تم معالجتها إلى وجود علاقة بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.



خاتمة

خاتمة:

يعتبر التطور الحاصل في الاقتصاد، وزيادة حركة رؤوس الأموال داخل السوق المالية، من العوامل التي أدت لزيادة اهتمام المستثمر بالاستثمار في الأوراق المالية لما تحققه من ثروة في ظل مخاطر مقبولة، وهو الهدف الذي يعمل عليها المستثمر حيث أنه يسعى دائما الى تجنب المخاطر ولن يرضى بقبول أي مستوى إلا إذا توقع الحصول على عائد كافي للتعويض عن هذا الخطر. لذلك قمنا في دراستنا بتسليط الضوء على المخاطر النظامية بصفة خاصة و عوائد الأوراق المالية، كما قمنا بتعريف نموذج تسعير الأصول لرأسمالية و أهم استخداماته باعتباره من أشهر نماذج تحديد العلاقة بين المخاطر النظامية و عوائد الأوراق المالية لنتطرق في الدراسة التطبيقية لاختبار هذا النموذج على سوق الجزائر للأوراق المالية، وهو ما يمكننا من استخلاص أهم نتائج الدراسة، اختبار فرضياتها وآفاق الدراسة كما يلي:

اولا: نتائج الدراسة

من خلال قيامنا بهذا البحث تم التوصل الى النتائج التالية:

- تنقسم المخاطر الكلية إلى مخاطر نظامية، وهي المخاطر العامة التي تمس كل الشركات والمؤسسات و تقاس عن طريق معامل بيتا، ومخاطر لا نظامية وهي التي تمس شركة بذاتها أو صناعة عن أخرى.
- يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM النموذج الرائد في عملية تقدير العلاقة بين العائد و المخاطرة.
- معدل العائد الخالي من المخاطر في بورصة الجزائر يفوق في أغلب الأحيان معدل العائد على الأسهم مما يقلل الطلب على الأوراق المالية.

ثانيا: نتائج اختبار الفرضيات

- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير قادر على تحديد و تفسير العلاقة بين العائد و المخاطرة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
- توجد علاقة بين معامل بيتا(المخاطر النظامية) و العائد المتوقع لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
- تمتاز طبيعة العلاقة بين العائد و المخاطرة بأنها علاقة عكسية.

الاقتراحات

بعد معالجة الموضوع و التعرف على جوانبه النظرية و التطبيقية و نظرا لما آلت إليه هذه الدراسة من نتائج، و بعد التعرف على السوق المالي الجزائري، و تقدير العلاقة بين العائد و المخاطرة في هذا السوق يمكن طرح الاقتراحات التالية:

- العمل على خلق الاستثمار و الادخار لدى الفرد الجزائري.
- تهيئة المناخ الاستثماري والعمل على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية للاستثمار في بورصة الجزائر، حيث لاحظنا عدم وجود استثمار أجنبي، أما المحلي فهو محدود.
- تشجيع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من الدخول إلى البورصة و ذلك من خلال تشجيع سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- إعادة النظر في سياسة التسعير في بورصة الجزائر لتحقيق عوائد تفوق معدل العائد الخالي من المخاطر.

قائمة المراجع

قائمة المراجع المعتمدة

أولا الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة ،الطبعة الأولى 2004.
2. دريد آل الشبيب ،الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
3. شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر.
4. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، كلية التجارة جامعة عين شمس، الدار الجامعية، مصر، 2007.
5. عبد القادر أحمد محمد صباغ، قيد الاوراق المالية في البورصة، الطبعة الاولى، المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة ، مصر، 2018.
6. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة لمالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009..
7. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009..
8. محمد أحمد الأفندي، مقدمة في اقتصاد الوقف الإسلامي، الطبعة الأولى، مركز الكتاب الأكاديمي للنشر، عمان، الأردن، 2021.
9. محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية و حلول الإدارة الالكترونية، جامعة الملك فيصل ، لندن، 2019 ،الناشر: e-kutub Ltd شركة بريطانية
10. محمود إبراهيم نور، وسيم محمد الحداد، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان 2012.
11. محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2007.
12. محمد الفاتح، محمود بشير المغربي، ادارة التمويل المصرفي، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي للنشر، السودان، 2020.

13. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان.
14. محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2002.
15. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
16. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007.
17. مصطفى يوسف كافي، بورصة الاوراق المالية ،الطبعة الاولى، دار مؤسسة رسلان للنشر و التوزيع،سوريا دمشق 2007.
- ثانيا: الرسائل الجامعية
أ). أطروحات الدكتوراه:
1. أيمن الشهاب، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة(بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية و إمكانية الاستفادة منها في سوريا) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة حلب،سوريا،2015.
2. حسام مسعودي، واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة 2012/2011.
3. سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة،2016/2015
4. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة فرحات عباس سطيف،2018/2017.
5. فطوم حوحو، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق المالي السعودي، مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- ب). رسائل الماجيستر:
1. إلياس الأزهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي _دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي_،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستر في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر 2013.

2. بن حاسين بن أعمر، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2004/2003
3. زهرة حمداني، إشكالية تدوير الخطر المالي و أثره على الأسواق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد، وهران، 2012/2011.
4. زوليخة بلعطار، اثر ادراج الشركات في البورصة على ادائها المالي_دراسة حالة شركة رويبة " NCA-ROUIBA"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2015/2014.
5. سمية بلعوج، الأدوات المالية المشتقة و فوائد تطبيقها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان 2007/2006.
6. سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة البنك BNP PARIBAS، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006/2005.
7. عادل سلماني، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي -دراسة حالة ماليزيا-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2013
8. عيبر بوضيف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS في المالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
9. عمر قيرة، إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة michelin-مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2007/2006.
10. نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2007/2006.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

1. <http://m.youm7.com>

2. <https://www.aljazeera.net/ebusiness>

3. www.sgbv.dz

4. www.biopharm.dz

رابعاً: المقالات و المجالات

- 1.أمنية بديار، لخضر بكرتي، العلاقة بين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم في البورصة دراسة قياسية لحالة بورصة الدار البيضاء2008/2016، مجلة اقتصاديات المال و الأعمال JFBE، العدد السابع، سبتمبر2018، الجزائر
- 2.حنان شلغوم، تفعيل بورصة الجزائر بين الواقع و المأمول ،مجلة الدراسات المالية و المحاسبية و الادارية ،المجلد 08، العدد 02_جوان 2021، جامعة قسنطينة 2، الجزائر.
3. رياض جدار ، واقع ودور بورصة الجزائر في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الحلول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية ، العدد8 / 1. جامعة البليدة 2، جوان2017
- 4.عيسى بدروني، د حسين الأمين شريط، دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر " سهم إن سي أروبية كنموذج"، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، العدد 2017/18، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر.
5. فاطمة الزهراء سعدي، بلال فراحي ،اليات تنشيط و تطوير بورصة الجزائر (الأداء، المعوقات والحلول)، مجلة آفاق علمية، المجلد 03 ، العدد03 ،مخبر الاقتصاد الكلي والمالية الدولية،جامعة المدينة،2021.
- 6.محمد البشير مبيروك، نعمان محصول، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة مخاطر الواقع و الآفاق ، 25-26 نوفمبر 2008 ، جامعة الشلف.
- 7.مصطفى عبد اللطيف، عبد الله غيشل، قياس العائد و المخاطرة باستخدام نموذج التسعير بالمراجعة لبورصة الكويت، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد3،العدد1(مارس 2019) ،مخبر التنمية الإدارية لارتقاء بالمؤسسات الاقتصادية، غرداية، الجزائر.
- 8.نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مقبول للنشر ، مجلة دراسات العدد الاقتصادي ، جامعة الاغواط ، (جوان 2018).
- 9.ياسين قريسي، تقدير درجة عدوى المخاطر النظامية بين أهم الساحات المالية خلال جائحة كورونا باستعمال نموذج Garch-bekk، المجلة الجزائرية للعلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 9،العدد1(2021)، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، الجزائر.



الملاحق

الملحق رقم 1 : نتائج تقدير معاملات بيتا للشركات

Dependent Variable: RIRFALL

Method: Least Squares

Date: 06/05/22 Time: 01:15

Sample: 1 61

Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.010803	0.008878	-1.216895	0.2285
RMRF	0.956650	0.068285	14.00974	0.0000
R-squared	0.768875	Meandependent var		-0.020696
Adjusted R-squared	0.764957	S.D. dependent var		0.142569
S.E. of regression	0.069119	Akaike info criterion		-2.473736
Sumsquaredresid	0.281869	Schwarz criterion		-2.404527
Log likelihood	77.44893	Hannan-Quinn criter.		-2.446612
F-statistic	196.2727	Durbin-Watson stat		1.996947
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: RIRFAUR

Method: Least Squares

Date: 06/05/22 Time: 01:16

Sample: 1 61

Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006792	0.002957	-2.297141	0.0252
RMRF	0.971113	0.022741	42.70256	0.0000
R-squared	0.968659	Meandependent var		-0.016834
Adjusted R-squared	0.968128	S.D. dependent var		0.128939
S.E. of regression	0.023019	Akaike info criterion		-4.672737
Sumsquaredresid	0.031263	Schwarz criterion		-4.603528
Log likelihood	144.5185	Hannan-Quinn criter.		-4.645613
F-statistic	1823.509	Durbin-Watson stat		1.631336
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: RIRFBIO

Method: Least Squares

Date: 06/05/22 Time: 01:17

Sample: 1 61

Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000835	0.004854	0.171942	0.8641
RMRF	0.010204	0.037335	0.273316	0.7856
R-squared	0.001265	Meandependent var		0.000729
Adjusted R-squared	-0.015663	S.D. dependent var		0.037498
S.E. of regression	0.037791	Akaike info criterion		-3.681261
Sumsquaredresid	0.084261	Schwarz criterion		-3.612052

Log likelihood	114.2785	Hannan-Quinn criter.	-3.654138
F-statistic	0.074702	Durbin-Watson stat	1.989289
Prob(F-statistic)	0.785565		

Dependent Variable: RIRFSAI

Method: Least Squares

Date: 06/05/22 Time: 01:18

Sample: 1 61

Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.026538	0.017072	-1.554457	0.1254
RMRF	0.954053	0.131312	7.265535	0.0000
R-squared	0.472215	Meandependent var		-0.036404
Adjusted R-squared	0.463270	S.D. dependent var		0.181427
S.E. of regression	0.132917	Akaike info criterion		-1.165951
Sumsquaredresid	1.042344	Schwarz criterion		-1.096742
Log likelihood	37.56150	Hannan-Quinn criter.		-1.138827
F-statistic	52.78799	Durbin-Watson stat		1.986641
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 2: نتائج الانحدار المتعدد للشركات

Dependent Variable: ER
 Method: Least Squares
 Date: 06/10/22 Time: 17:02
 Sample: 1 4
 Included observations: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002642	0.000727	3.634638	0.1709
BETA	-0.018972	0.000939	-20.20331	0.0315
SEGMA2	-1.223681	0.058629	-20.87170	0.0305
R-squared	0.999269	Meandependent var		-0.018301
Adjusted R-squared	0.997808	S.D. dependent var		0.015251
S.E. of regression	0.000714	Akaike info criterion		-11.53746
Sumsquaredresid	5.10E-07	Schwarz criterion		-11.99774
Log likelihood	26.07492	Hannan-Quinn criter.		-12.54751
F-statistic	683.6950	Durbin-Watson stat		2.241375
Prob(F-statistic)	0.027033			