



Université Mohamed El Bachir El Ibrahimi - B.B.A.



Université Mohamed El Bachir El Ibrahimi - B.B.A.

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

بعنوان:

فرص الاستثمار في بورصة الجزائر

-دراسة تحليلية للعائد والمخاطرة 2017/2019-

من إعداد الطالبتين:

❖ إشراق حميدة

❖ سمية بلفركوس

لجنة المناقشة

د/ أنفال بوجلال.....رئيسا

د/ صابر بن معتوق.....مناقشا

د/ موسى بن منصور.....مشرفا

السنة الجامعية: 2018/2019

كلمة شكر وتقدير

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم :

﴿من لم يشكر الناس لم يشكر الله﴾

صحيح البخاري

نحمد الله كثيرا، ونشكره شكرا جزيلا لأنه سهل لنا المبتغى

وأعانتنا على إتمام هذا العمل المتواضع

يسعدنا أن نتقدم بعميق الشكر وخالص التقدير إلى الأستاذ

موسى بن منصور

الذي أشرف علينا طيلة إنجاز هذا العمل ولم يبخل علينا بنصائحه

وإرشاداته القيمة كما تفضل علينا بوقته

وذلك رغم انشغالاته وارتباطاته

ونتمنى أن يجعل الله هذا العمل في ميزان حسناته

كما نتقدم بالشكر الجزيل للأساتذة الكرام

الذين أشرفوا علينا طيلة المسيرة العلمية

وسهر ولإيصال الرسالة العلمية للطلبة

كما لا ننسى أن نتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساعدنا

من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

شكرا لكل من شجعنا وشد من أزرنا ولو بكلمة طيبة

شكرا للجميع وجزاكم الله خير الجزاء

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته



الأمهات

بسم الله الرحمن الرحيم

"وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون" صدق الله العظيم
إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة، إلى نبي الرحمة ونور العالمين
سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.....

إلى من جرع الكأس فارغا ليسقيني قطرة حب، إلى من كلت أناهله ليقدم
لنا لحظة سعادة، إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم، إلى
من احمل اسمه بكل افتخار... أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثمارا قد
حان قطافها بعد طول انتظار

...أبي الغالي

إلى التي رأني قلبها قبا عينها، وحضنتني أحشائها قبل يديها، إلى ملاكي في
الحياة، إلى معنى الحب ومنبع الحنان، إلى التي دعائها سرنجاعي، رعاك
المولى وجزاك من الثواب أجزاه

...أمي الغالية

إلى اخواني جميعا و أبناءهم حفظهم الله.

إلى زوجي هيثم الغالي الذي كان سندا لي في اتمام هذا العمل

إلى أختي التي لم تلدها أمي سمية التي تقاسمنا هذا العمل

إلى جميع صديقاتي من الابتدائي حتى الجامعة

إشراق

الذكر

بسم الله الرحمن الرحيم

إلى من ربنتي بين يديها وجنة الفردوس تحت قدمها إلى من رضاؤها فرحتي
وحزنها دمعتي إلى التي راني قلبها قبل عينها وحضنتني أحشاؤها قبل يديها

أهدي تحيتي ومحبتي إليها أُمي العزيزة

إلى من علمني معنى الحياة أنت من أمسكت بيدي على دروبها أجذك معي في
ضيقي أجذك حولي في فرحي أجذك توفقي في رأيي حتى لو كنت على خطئي
فأنت معلمي وحببي فتنصحنني إذا أخطأت وتأخذ بيدي إذا تعثرت فتسقينني

إذا ضمأت وتمسح على رأسي إذا أحسنت أبي الغالي

إلى إخوتي ضرار وأميمة وياسر

إلى زوجي أغلى ما أملك وسندي بعد والدي بلال

إلى ينابيع الصدق الصافي إلى من معهم سعدت وبرفقتهم في دروب الحياة
الحلوة والحزينة معهم سرت إلى من كانوا معي في طريق النجاح والفلاح، إلى

من عرفت كيف أجدهم وكيف لا أضيعهم إخواني

وزملائي، إشراق، أمينة، كريمة، صبيحة إلى كل من ساعدني في إنجاح هذه

المذكورة إلى كل من نسيه قلبي وتفكره قلبي.

سمية

مقدمة

مقدمة

تختلف طبيعة وأسس التنمية الاقتصادية حسب الاطار الاقتصادي الذي تتبناه كل دولة، غير أنه مهما اختلفت المناهج والأنظمة الاقتصادية من حيث فلسفتها وأطر عملها، إلا أنها تسعى إلى تحقيق نفس الغايات وهي رفع مستوى المعيشة، وهذا لا يتحقق إلا عن طريق رفع معدل الاستثمار وتنويعه، حيث أن هذا الأخير يعتبر الركن الأساسي لعملية التنمية الشاملة والمستدامة.

فالاستثمار هو تخصيص الأموال في مجالات مختلفة بشكل يؤدي إلى تعظيم المردودية الاقتصادية والمالية، كما أنه يلعب دورا إيجابيا في تعجيل التنمية، حيث توجد عدة أنواع للاستثمار منها الاستثمار الحقيقي ويهتم بالمعدات والأدوات والآلات، والآخر الاستثمار المالي يهتم بالأوراق المالية وهو استثمار عيني يهتم بالاستثمار المباشر في الاصول واستثمار آخر غير مباشر يعرف بالاستثمار المالي، وهو من أكثر أنواع الاستثمار الحديث شيوعا بين المستثمرين، وذلك من خلال الأسهم والسندات، بل و أبعد من ذلك صار الاستثمار المالي الآن في الأسواق المالية سمي من سمات الاقتصاديات المعاصرة الذي تتسابق فيه الآن و تتسارع كل الدول .

والجزائر على غرار كثير من الدول بادرت بإنشاء سوق للأوراق المالية من خلال اصلاحات اقتصادية للتحويل نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، رغم أن بورصة الجزائر واجهت مشاكل في مرحلتها الابتدائية إلا أنها تعد مجال للتمويل والاستثمار، فرغم قلة عدد الشركات المدرجة فيها، إلا أنها ممكن أن تتيح فرص استثمارية مقبولة لأصحاب الفوائض المالية من خلال تشكيل محفظة متنوعة و متوازنة من حيث العائد والمخاطرة.

■ الاشكالية:

على ضوء ما سبق تنبثق إشكالية بحثنا هذا بصياغتها التالية:

هل استطاعت بورصة الجزائر منذ نشأتها من عشرين سنة على توفير فرص استثمارية ملائمة للراغبين في الاستثمار فيها؟.

وللتحكم أكثر في معالجة هذه الاشكالية قمنا بتفريعها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- فيما يمثل الاستثمار والاستثمار المالي؟ ما هي أهم متطلباته؟ ودوافعه؟
- ماهي الظروف التي تعمل فيها بورصة الجزائر؟ وماهي الأدوات المالية المتداولة فيها؟
- ما مدى تناسب العوائد التي تحققها الأدوات المدرجة في بورصة الجزائر مع المخاطر التي ترافقها؟ وهل توجد إمكانية تشكيل محفظة مالية متنوعة تحقق أهداف المستثمرين؟

■ الفرضيات:

- يعد الاستثمار المالي بديلا استثماريا محوريا في ظل توجه الاقتصاديات الحديثة نحو السوق المالية؛
- تعمل بورصة الجزائر في ظل ظروف صعبة نسبيا نظرا لقلة عدد الشركات فيها وقلّة الادوات المالية المتداولة فيها؛
- في ظل تشكيلة بورصة الجزائر المنوعة قطاعيا على الرغم من قلة الشركات فيها فإنه يمكن تكوين محفظة متنوعة.

■ المنهج المعتمد:

اعتمدنا في دراستنا هذه على المنهج الوصفي التحليلي لكونه المنهج المناسب من خلال تتبع واستقصاء مادة البحث وتحليلها، حيث تم التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بالاستثمار المالي وبورصة الجزائر التي تظهر في المحور الأول، وفي المحور الثاني تم اسقاط الجوانب النظرية في بورصة الجزائر ومحاولة قياس وتحليل العائد والمخاطرة فيها للوقوف على مدى قدرة بورصة الجزائر على توفير فرص استثمارية ملائمة للراغبين في الاستثمار فيها.

■ أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في إبراز الدور الذي من الممكن أن تلعبه بورصة الجزائر في منح فرص استثمارية مما يؤدي بدفع عجلة التنمية الاقتصادية وخاصة إذا ما تم تطوير وابتكار أدوات مالية جديدة ومتنوعة قادرة على تلبية الاحتياجات الاقتصادية.

■ أهداف البحث:

- الاحاطة بماهية الاستثمار، لا سيما الاستثمار المالي؛
- محاولة الاحاطة ببورصة الجزائر من حيث مكانتها والأدوات المتداولة فيها؛

- القيام بدراسة تحليلية للفرص الاستثمارية التي تمنحها بورصة الجزائر مع تحليل النتائج؛
- معرفة المكانة التي تحتلها بورصة الجزائر .

■ مبررات اختيار الموضوع:

- إن اختيارنا لهذا الموضوع لم يكن محل صدفة وإنما نتاج لمجموعة من المبررات الذاتية والموضوعية أهمها
- رغبتنا في استمرار البحث في احدى المقاييس التي درسناها، خاصة إذا تعلق الأمر ببورصة الجزائر.
- قلة البحوث المقدمة في هذا الموضوع؛
- يندرج الموضوع ضمن مجال تخصصنا.

■ صعوبات الدراسة:

- نظرا لخصوصيات موضوع الدراسة وحساسيته واجهت الدراسة جملة من الصعوبات أهمها ما يلي:
- ندرة نسبية في الدراسات التي تناولت الموضوع في الجامعات الجزائرية.

■ هيكل الدراسة:

للإجابة على الاشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية والإمام الجيد بجوانب الموضوع، اعتمدت الدراسة على فصلين، فصل نظري والآخر تطبيقي حيث تناول الفصل الأول الاستثمار المالي والمحفظة المالية من خلال التطرق إلى الإطار المفاهيمي للاستثمار المالي والمحفظة المالية، دراسات سابقة. أما الفصل الثاني فتطرقنا إلى الدراسة التحليلية للعائد والمخاطرة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2019 من خلال التطرق إلى الإطار المفاهيمي للبورصة الجزائرية، أساليب قياس وتحليل عائد ومخاطر الاستثمار في البورصة.

تمهيد

يعتبر الاستثمار المالي عملية اقتصادية تتضمن امتلاك المستثمر لأحد الأصول المالية بغية تحقيق عائد مادي كبير في المستقبل، ويدخل في عدة مجالات، كما أن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية هو محاولة الاستفادة من الزيادات في سعر مجموعة من الأسهم لشركات مختلفة بدلا من مجرد التداول في شركة واحدة فقط.

في هذا الفصل سنحاول إعطاء مفاهيم أساسية حول الاستثمار المالي والمحفظة المالية وذلك بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كالتالي:

في المبحث الأول سنقوم بالتحدث عن الاستثمار المالي بصفة عامة وذلك من خلال إعطاء تعريفا له وذكر خصائصه ودوافعه بالإضافة إلى أهدافه وتبيان أنواعه وأدواته مع التطرق إلى أسواقه، أما في المبحث الثاني سنقوم بالتطرق إلى المحفظة المالية وهذا بإعطاء مفهوم لها والتعرف على أنواعها والسياسات التي تحكم ادارتها، في الأخير وفي المبحث الثالث سنقوم بالتطرق إلى مجموعة من الدراسات السابقة.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المالي

يُعرّف الاستثمار على أنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة زمنية معينة، وربطها بأصل من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، ويصنف الاستثمار حسب المعيار النوعي إلى استثمار حقيقي واستثمار مالي، فالاستثمار الحقيقي يوفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي، أما الاستثمار المالي فهو يوفر للمستثمر حيازة أصل مالي كالأسهم والسندات، وسنتناول من خلال هذا المبحث عرض لماهية الاستثمار المالي من حيث التعريف، الخصائص، الأنواع.... من خلال المطالب التالية.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار المالي وخصائصه

أولاً: تعريف الاستثمار المالي:

الاستثمار المالي هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات، وقد تعددت تعاريفه، نذكر منها ما يلي:

✓ **الاستثمار المالي** هو الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات.....¹ الخ

✓ **الاستثمار المالي** يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الايداع وغيرها.²

✓ **الاستثمار المالي** هو عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الناس، ويمكن تمثيل هذه الحقوق بأوراق تسمى الأصول المالية.³

✓ **الاستثمار المالي** هو شراء حصة في رأسمال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الايداع، تعطي لمالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية.⁴

من خلال التعاريف السابقة يمكن صياغة التعريف الإجرائي والتالي: الاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب وجود سوق رأسمال يوفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار المالي.

ثانياً: خصائص الاستثمار المالي:

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:⁵

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2015، ص 32.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص36.

³ Elriadh.yooh.com/t983-topic

⁴ أحمد مصيبيح، الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002، ص40.

- ✓ انخفاض التكاليف: تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ معظم صفقات البيع والشراء في الأوراق المالية تتم عبر الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر التي توفر على المستثمر الكثير من النفقات؛
- ✓ التجانس: تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتهما غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية؛
- ✓ السيولة: تكون فيه الأصول المالية سهلة التداول والتحويل إلى سيولة.⁶
- ✓ التنوع: يعني تملك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة، ويعتبر مبدأ رئيسي في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية.⁷

المطلب الثاني: دوافع الاستثمار المالي وأهدافه:

أولاً: دوافع الاستثمار المالي

هناك مجموعة من دوافع الاستثمار المالي، أهمها⁸:

- ✓ توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات: إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حساً استثمارياً يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل تغير القيمة الزمنية للنقود والناجحة عن التضخم؛

⁵ عبد القادر عمران، الجودي صاطوري، مداخلة بعنوان مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة العربي تسي-تيسة-قسم العلوم التجارية، 2006/2005، ص5.

⁶ Elriadh.yooh.com/t983-topic

⁷ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص89.

⁸ آسيا زهار، دور حوكمة الشركات في ترشيد السلوك المالي للمستثمرين في الأسواق المالية، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة برج بوعرييج، 2014/2015، ص46.

- ✓ توفر مناخ اقتصادي، اجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار: وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية؛
- ✓ تعدد الأدوات الاستثمارية: والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة، الزمن، العائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث، بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

ثانيا: أهداف الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل فيما يلي:⁹

- ✓ **تأمين المستقبل:** عادة يقوم بهذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة؛
- ✓ **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى؛
- ✓ **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأسمال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل؛

⁹ عبد القادر عمران، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ص4.

✓ تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة: يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يقوموا باختيار الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقيعاتهم أو تخطئتها؛

✓ حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لأمواله المستثمرة.

المطلب الثالث: أنواع الاستثمار المالي وأدواته

أولاً: أنواع الاستثمار المالي

✓ الاستثمار المباشر: ويتمثل في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية مباشرة من قبل المستثمر، ويتحقق معها الملكية المباشرة للأوراق المالية (direct ownership) مثل امتلاك الأسهم والسندات من قبل شخص طبيعي أو معنوي.

✓ الاستثمار غير المباشر: ويتمثل في الملكية الغير المباشرة (indirect ownership) للأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار، وحدات الثقة في البنوك ومؤسسات الاستثمار المالي، أما العام السائد في سلوك المستثمرين هو الاتجاه نحو الاستثمار غير المباشر أي شراء وبيع الحصص في الصناديق الاستثمارية المشتركة والتي تمتلك محافظ مالية تديرها إدارة ذات خبرة وكفاءة على اقتناص الفرص وتقليل المخاطر.

ثانياً: أدوات الاستثمار المالي

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة لسوق المال وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة في تلك الأسواق، فهي قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين سواء عموميين أو شركات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق المنشأة المصدرة أو مشاركة في الملكية، وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من نوعين رئيسيين هما الأسهم والسندات، ونظراً للتطور الذي تشهده الساحة المالية دعت الضرورة إلى إنشاء أدوات مالية جديدة أطلق عليه -المشتقات المالية- .

تنقسم أدوات الاستثمار المالي إلى ثلاث أنواع رئيسية هي:

1- أدوات الملكية:

1- الأسهم العادية

■ تعريف الأسهم العادية:

✓ السهم هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة (هي قيمة الوجه)، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.¹⁰

✓ السهم هو عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسبيا في الشركة.¹¹

✓ هو أداة ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، حيث يحصل حاملها على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة.¹²

ومنه فالأسهم هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسبيا في الشركة، وتعد هذه الأوراق أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأسمال شركة الأموال.¹³

■ خصائص الأسهم العادية:

تتسم الاسهم العادية بمجموعة من الخصائص، منها:¹⁴

✓ حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛

¹⁰ هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، مرجع سابق، ص 92.

¹¹ موسى بن منصور، الأسواق المالية، مطبوعة محكمة في مقياس الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد البشير الابراهيمى، بيج بوعريج، 2018/2017، ص 75.

¹² Joel Priolon, les marchés financiers, paris, 2004, p 04.

¹³ حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي تبسي، تبسة 2004 ص 17

¹⁴ هوشيار معروف، مرجع سابق 2015، ص 94

الفصل الأول: مدخل للاستثمار المالي والمحفظة المالية

- ✓ أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام؛
- ✓ لا يجوز لحامل السهم الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، وإذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال؛¹⁵
- ✓ ليس هناك ما يضمن استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق في حالة الإفلاس؛
- ✓ ليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً وتقرر توزيعها.

■ مزايا الاستثمار بالأسهم العادية:

يوجد العديد من المزايا التي يتمتع بها الاستثمار بالأسهم العادية، أهمها:¹⁶

- ✓ تحقيق أرباح رأسمالية وأرباح جارية؛
- ✓ ارتفاع درجة السيولة لسهولة تداولها في السوق الثانوي؛
- ✓ سهولة تنفيذ الصفقات ونقل الملكية وانخفاض تكاليف التداول؛
- ✓ تتمتع بارتفاع العائد مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.

■ عيوب الاستثمار بالأسهم العادية:

بالرغم من وجود عدة مزايا للاستثمار، إلا أنها لا تخلو من عدد من العيوب منها:¹⁷

- ✓ ارتفاع درجة المخاطرة؛
- ✓ تذبذب العائد وعدم ثباته، سواء العائد الجاري أو الرأسمالي؛
- ✓ يعتبر استثمار غير جيد في حالة الكساد، إذ أن عدم بيع المنتجات وانخفاض الأسعار يحقق خسارة للشركة، وبالتالي تقل أرباح حامل السهم عكس السندات التي لها عائد ثابت؛
- ✓ صعوبة التقييم.

¹⁵ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2011، ص20.

¹⁶ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2010-1430هـ، ص108.

¹⁷ <http://elriadh.yoo7.com/t983-topic>

1-ب الأسهم الممتازة

رغم ان الأسهم العادية تمثل غالبية حصص المساهمين وتعبر عن الحالة الطبيعية لاهتمامات الشركة، إلا أن هناك بجانبها أسهم ممتازة التي يجري اصدارها لمواجهة ظروف معينة أو لإشباع حاجات محددة أو إنجاز برامج جديدة، وعليه نتطرق إلى الأسهم الممتازة.

■ تعريف الأسهم الممتازة:

✓ هو حق ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة السهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدره، وعلى الرغم من أنه غير قابل للاستدعاء، فقد ينص على استدعائه في وقت لاحق، ولحاميل السهم الممتاز أولوية على حامل السهم العادي في حالة التصفية، كما له الحق في التوزيعات السنوية بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية.¹⁸

✓ تمثل هجينا من الأسهم العادية والسندات ويمكن ادراجها ضمن أوراق الملكية¹⁹

✓ هي تلك الأسهم التي لها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل الأسهم العادية.²⁰

■ خصائص الأسهم الممتازة:

تتسم الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص، نذكر منها:²¹

✓ الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة: إلا أنها تأتي بعد أصحاب الديون من حيث الأولوية؛

✓ خاصية التجميع: أي تجميع الأرباح وبالتالي عدم توزيع الأرباح لسنة أو أكثر، مما يؤدي بالشركة المصدره إلى دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين؛

¹⁸ سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الاسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2016/2015، ص 89

¹⁹ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص 4.

²⁰ خيرة الداوي، تقييم أداء وكفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2012/2011، ص 33.

²¹ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك--BNP PARIBAS، مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري -قسنطينة، -2007-2006، ص 13.

- ✓ إمكانية الاستدعاء والاستبدال: بالرغم من أن الأسهم الممتازة تعتبر مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق، إلا أن الشركة بإمكانها استرداد تلك الأسهم، وهذا إما بشرائها أو استبدالها بأسهم عادية؛
- ✓ إمكانية مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح: أي مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح المتبقية، وهذا بعد حصول كل من حملة الأسهم العادية وحملة الأسهم الممتازة على أرباحها.

■ مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بمجموعة من المزايا، أهمها²²:
- ✓ تحقيق معدل عائد شبه مستقر؛
- ✓ الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة بحملة الأسهم العادية؛
- ✓ توفر، في حالة الأسهم الممتازة التراكمية، فرصة تعويض الأرباح عن السنوات التي لم يتم فيها التوزيع.

■ عيوب الاستثمار في الأسهم الممتازة:

- يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمجموعة من المخاطر، أهمها²³:
- ✓ معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل؛
- ✓ التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند؛
- ✓ لا يوجد التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز في بعض الأحيان، حيث يتوقف ذلك على تواجد صافي الدخل، وقرار الإدارة بإجراء التوزيعات وتوافر السيولة الكافية لأداء التوزيعات، حيث أن التأخير أو عدم إجراء التوزيعات على هذه الأسهم لن يؤدي إلى تصفية الشركة.

²² موسى بن منصور، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 87.

²³ المرجع نفسه، ص 88.

2- أدوات المديونية

السندات

■ تعريف السندات:

هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (المصدر للسند) تقديم مدفوعات الى المقرض (المحفظ بالسند) والتي هي فائدة، تدفع خلال عدد معين من السنوات وإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية، وعليه فإن الفائدة هي التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص.²⁴

- ✓ هو قرض ممثل في أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول تمثل ديناً على مصدرها وحققاً لمالكها في الحصول على دفعات مالية محددة (في الزمن والقيمة) وله في نهاية المدة الحصول على قيمة القرض.²⁵
- ✓ هو صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للجهة المقرضة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دين في الوقت المحدد لانتهاء مدة القرض.²⁶

■ خصائص السندات:

للسندات عدة خصائص نذكر أهمها:²⁷

- ✓ السندات أدوات تعاقدية بين المصدر والمستثمر تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة؛
- ✓ تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة؛
- ✓ تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية، وهما أدنى عند بيعها بخصم وبتقييم أعلى عند بيعها؛
- ✓ تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد؛

²⁴ عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص 70.

²⁵ الملتقى الدولي السادس عشر حول-الضمانات القانونية للاستثمار في الدول المغاربية-يومي 23/22، فيفري 2016 جامعة محمد خيضر بسكرة، ص 214.

²⁶ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مرجع سابق، ص 13.

²⁷ عبير بوضياف، مرجع سابق، ص 72.

✓ قرض السندات قرض جماعي فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدى.

مزايا الاستثمار في السندات:

يوجد العديد من المزايا التي يتمتع بها الاستثمار بالأسهم العادية، أهمها:²⁸

- ✓ تخفيض المخاطرة بالتنوع، يفضل غالبية المستثمرين أن يكون لديهم محفظة استثمارية متنوعة لتقليل نسبة المخاطر، وتتكون هذه المحفظة من سندات وأسهم وودائع مصرفية مثلة بنسب معوية متفاوتة في المحفظة؛
- ✓ الدخل الدوري، السندات لها دخل يمكن توقعه وهو عبارة عن العائد الدوري أو الكوبون بالإضافة إلى رد القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق؛
- ✓ أداة استثمار آمن، عادة ما يكون الاستثمار في السندات خاصة الحكومية منها آمناً، أي قليل المخاطر نظراً لما تتميز به الجهات الحكومية من جدارة ائتمانية؛
- ✓ العائد المناسب، يمكن أن يختار البعض الاستثمار في السندات نظراً لما تقمه من عائد معقول بالمقارنة باستثمارات أخرى.

عيوب أو مخاطر الاستثمار في السندات:

بالرغم من وجود عدة مزايا للاستثمار، إلا أنها لا تخلو من عدد من العيوب منها:²⁹

- ✓ مخاطر ائتمانية، وهي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة المصدر على السداد؛
- ✓ مخاطر الاسترداد، وهي مخاطر مرتبطة بعد القدرة على استرداد قيمة السند في الوقت المحدد؛
- ✓ مخاطر السعر، وهي المخاطر عن تغير أو انحراف الأسعار بسبب تغيرات في أوضاع البورصة وأسعار الفائدة؛
- ✓ ويقوم المستثمر بتقدير تلك المخاطر قبل شراء السند؛
- ✓ مخاطر السيولة، ويقصد بها مدى قابلية السندات للبيع في البورصة، وتظهر في حالة تقلب أحوال البورصة وانسحاب صناع السوق في البورصة؛

²⁸ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2010-1430هـ، ص108

²⁹ <http://elriadh.yoo7.com/t983-topic>

✓ مخاطر النقد الأجنبي، وهي المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف في حالة الاستثمار في السندات الصادرة بالعملة الأجنبية.

3- المشتقات المالية

✓ المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين، في تاريخ محدد وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل العقد قد يتعلق بأصل مالي أو مبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.³⁰

✓ المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات عقود الخيار، والعقود المستقبلية وعقود المبادلات.³¹

✓ هي أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصل نقدي ويمكن شرائها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى.³²

✓ هي عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع). لتنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية.³³

■ خصائص المشتقات المالية:

من خلال التعريف السابقة يمكن حوصلة المشتقات المالية فيما يلي:

✓ طبيعة العمليات خارج الميزانية: حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كأسهم والسندات تداخل الميزانية كأصول أو خصوم، مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها

³⁰خليدة بلعدي، دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي دراسة تحليلية 2012-2014، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة العقيد أكلي محمد أولحاج جامعة -البويرة-، 2014/2015، ص26.

³¹<http://www.chourok.net/vb/showthread.php?t=1304612> مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ص

³²عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص81.

³³جمال عبد الخضر، المشتقات المالية، مجلة إضاءات، العدد الثاني، معهد الدراسات المصرفية-الكويت، 2009-2010، ص2.

بعكس الأدوات المالية التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عف الرقابة عليها؛

✓ **التعقيد:** نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا؟ من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وآثار مشتقات خاصة مما يعرضها لنتائج مخيمة؛

✓ **السيولة:** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا انه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها؛

✓ **عدم وضوح القواعد المحاسبية:** حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي ليوافقه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.³⁴

■ أنواع المشتقات المالية:

يمكن التمييز بين أربع أنواع للمشتقات المالية:³⁵

³⁴ محمد خميسي بن رجم، مداخلة بعنوان المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2009، ص2.

³⁵ خيرة الداوي، تقييم أداء وكفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2012/2011، ص38.

✓ **العقود الآجلة:** تعرف بأنها اتفاق على استلام أصل مستقبلاً بشروط محددة في الوقت الراهن، حيث يتم الاتفاق بين الطرفين عبر التفاوض ولا وجود لغرفة مقاصة كما أن السوق الثانوية فيها محدودة الحجم. وبالتالي فالعقود الآجلة هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل (سلعي أو مالي) وذلك:

- في تاريخ محدد مستقبلاً.
- وفق سعر محدد ومتفق عليه في نص العقد.

يكون عادة طرفي العقد هما مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها، بحيث ندعو الطرف الذي يوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد ولقاء سعر متفق عليه في نص العقد بصاحب المركز طويل الأجل. أما الطرف الذي يقبل بيع الأصل في نفس التاريخ ومقابل نفس السعر.

✓ **العقود المستقبلية:** إن هذه العقود تتشابه مع العقود الآجلة في كونها اتفاق بين طرفين على أن تتم التسوية مستقبلاً، إلا أنها تختلف عنها في كونها تتداول في الأسواق النظامية مما يجعلها معيارية. وتعتبر العقود المستقبلية من أبرز إبداعات الأسواق المالية ومزاياها تفوق مزايا العقود الآجلة فيما يتعلق بأنواع معينة من الأصول. وبشكل عام تفضل العقود الآجلة على العقود المستقبلية فيما يتعلق بتبادل العملات، أما المستقبلية فتفضل بالأنواع الأخرى من الأصول.

وفي الحقيقة إن أقل من 2% من العقود المستقبلية تنتهي بالتسليم الفعلي، في حين أن جميع العقود الآجلة تنتهي بالتسليم، ويرى العديد من المهتمين بالعقود المالية المشتقة أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة يتم تداولها في الأسواق النظامية فقط وأشهرها بورصة شيكاغو التجارية.

فالعقود المستقبلية هي اتفاق معياري بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الطرف الآخر كمية محددة من أصل محدد في تاريخ لاحق مستقبلي.

✓ **عقود المبادلات:** تعتبر عقود المبادلات من أهم العقود المشتقة للتحوط تجاه تقلبات أسعار الفائدة ويتم تداولها فقط في الأسواق غير النظامية (OTC).

تعرف عقود المبادلات بأنها استلام سلسلة من الدفعات في تواريخ محددة مقابل تسليم سلسلة من الدفعات للطرف الاخر وفق تواريخ زمنية محددة أيضا في متن العقد.

✓ **عقود الخيارات:** عقد الخيار هو عقد مالي مشتق يعتمد بشكل أساسي على اعطاء مشتري العقد خيار أو حرية التنفيذ.

ويعد من أبرز ما تتميز به عقود الخيارات في الوقت الراهن هو امكانية التعاقد عليها في الأسواق النظامية والأسواق غير النظامية بسرعة أكبر.

■ استخدامات المشتقات المالية:

للمشتقات المالية دور فاعل في المجتمعات، إذ تساهم في تحسن المجتمع في تزويده بتوزيع ممتاز للموارد، ودقة أكثر في معلومات الاسعار التي تساعد على اتخاذ قرار اقتصادي صحيح من خلال توقعات أسواق المشتقات. وتتمثل استخدامات المشتقات المالية في:³⁶

✓ التغطية ضد المخاطر:

تمثل وظيفة التغطية أهم الوظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية

✓ أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

من أبرز وظائف عقود المشتقات انها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

✓ إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين:

يدخل المضارب طرفا في العقد لغرض تحقيق الربح، وليس لغرض تأمين تملك الأصل، إذ أن هذه مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلا، أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سيأخذ في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار.

✓ إدارة وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

³⁶ حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2011، ص335.

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات على مستوى الأسواق الحاضرة المتنافسة فيه وتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق اذ تجعل السوق أكثر كفاءة، كما يساهم التعامل بالعقود أيضا على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه.

✓ سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

وهذا نظرا لمرونتها فضلا عن سيولتها المتميزة.

✓ تحقيق سمة الكمال للسوق: حيث يتحقق الكمال للسوق لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي

تناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة، فبفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات والأوراق المالية المتداولة في السوق الحاضر، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر.

المطلب الرابع: أسواق الاستثمار المالي:

الأسواق المالية هي المكان أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع فيه طلبات بيع وطلبات شراء الأدوات المالية، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التبادل في الأسواق المالية.

ويشمل مفهوم الأسواق المالية على نوعين من الأسواق هما : أسواق النقد وأسواق رأس المال .

وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساسا في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين، وفي طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين، وفي نوع الأدوات المالية التي يتم تداولها³⁷.

أولا: أسواق النقد

تتعامل أسواق النقد بالأدوات المالية قصيرة الأجل أي التي تقل فترة استحقاقها عن السنة، وتشكل المصارف التجارية المؤسسات المالية الرئيسية العاملة في أسواق النقد، إضافة إلى شركات صرافة العملات والوكلاء المتخصصين في التعامل بأذونات الخزينة من الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد نجد : الودائع المصرفية(ودائع لأجل وودائع الادخار)، شهادات الإيداع ، القبولات المصرفية، وأذونات الخزينة.

³⁷ سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية-دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006/2005، ص6.

ويعتبر المصرف المركزي أهم المؤسسات المشاركة في سوق النقد كونه السلطة النقدية التي تضع وتدبر السياسة النقدية بما يتناسب مع الأوضاع الاقتصادية وأهداف السياسة النقدية.

ثانيا: أسواق رأس المال

تسمى أيضا-للتدقيق-بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تمييزا لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية التي سبق إن تعرضنا لها. على العموم يمكن القول أن سوق رؤوس الأموال هي (تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل إذ تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب. أو قد تجمع تلك الموال في صورة دين وذلك بطرح سندات).

نفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومة عندما تريد أن تتزود بالأموال لتغطية العجز أو لتمويل مشاريع جديدة أو لأي غرض اخر، تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات خاصة الإنتاجية منها تتوفر على معدات وتجهيزات معمرة، أي الأصول الثابتة التي يجب تمويلها برؤوس الأموال دائمة أو طويلة الأجل، وهنا تكمن أهمية سوق رؤوس الأموال في تزويد الشركات بما تحتاجه من أموال لشراء وسائل إنتاج مختلفة. وبصفة أخرى يمكن إعطاء مفهوم رؤوس الأموال على انه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال حيث يتكون هذا السوق من شكلين هما:

- **أسواق حاضرة:** وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (سهم، سندات) أحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فورا عند إبرام الصفقة وذلك بعد أن يرفع قيمة الورقة أو جزء منها.

- **أسواق آجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيف أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه المدخرات نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة في الأسهم.

المبحث الثاني: مفاهيم وأساسيات المحفظة المالية

المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية وأهداف الاستثمار فيها

إن الاستثمار في الأوراق المالية ما هو إلا تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن للحصول على تدفقات نقدية مستقبلا، أي أن المستثمر يخصص جزءا من المال، يتاجر به على أمل الحصول عائد في المستقبل، وهذا الاستثمار إما أن يكون استثمارا فرديا، أي شراء ورقة أصل مالي واحد فقط أو استثمارا متعددًا ويطلق عليه المحفظة المالية، وفي هذا المبحث نتطرق إلى مفهوم المحفظة المالية وأهم العناصر المتعلقة بها.

أولا: تعريف المحفظة المالية

- ✓ هي مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم أو السندات والهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.³⁸
- ✓ هي مجموع الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي بحوزة المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.³⁹
- ✓ المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وبحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجموع يضم موجودات محفظة السوق وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرها.⁴⁰
- ✓ هي عبارة عن سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة، يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن.

³⁸ تاريخ الاطلاع 12 ديسمبر 2018، الساعة 20.00 www.djelfa.info

³⁹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005، ص 267

⁴⁰ بن عمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013،

ثانياً: أهداف الاستثمار في المحفظة المالية:

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هنا يتطلب عملية موازنة بين المخاطرة والعائد المتوقع، أي المفاضلة بين القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم من جهة، وبين مختلف مستويات المخاطرة من جهة أخرى.⁴¹

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى مخاطرة معين أو تحقيق أقل مستوى مخاطرة ممكن عند مستوى معين من العائد، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن توليفة (مخاطرة/عائد) ممكنة.

وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمرين، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من المخاطرة وذلك للحصول على أكبر قدر من العوائد، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

- ✓ **تعظيم الربح:** أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولوية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة؛
- ✓ **تحقيق أمان مستقبلي:** وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن؛
- ✓ **تحقيق النمو:** أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر في المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها؛
- ✓ **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:** لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير؛

⁴¹ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك الجزائري، مرجع سابق، ص13.

✓ **مواجهة الالتزامات المستقبلية:** أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية المحتملة وفي الواقع فإن الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل منها وفقا لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية والسياسات التي تحكم ادارتها

أولا: أنواع المحافظ الاستثمارية

تتمثل أنواع المحافظ الاستثمارية فيما يلي⁴²:

✓ **محفظة الدخل:**

وتركز على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، وعادة ما تكون هذه الأسهم تتمثل في الأسهم الحكومية أو من أسهم الشركات المعروفة باستقرار أسعارها في السوق، وكذا عدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح، كما يفضل هذا النوع من المحافظ صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على دخل هذه الاوراق المالية أو المستثمرين المحافظين الذين لا يجذبون المخاطرة.

✓ **محفظة النمو:**

تركز محفظة النمو على أدوات استثمارية تحقق إيرادات استثمارية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة. وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نموا في مبيعاتها، وبالتالي في إيراداتها على مر السنوات. كما أن محفظة النمو عادة ما تخصص في صناعات معينة كالاستثمار في أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية... الخ. التي تتميز بنمو مبيعاتها.

✓ **المحفظة المتوازنة:**

وهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة الى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات، وفي الوقت نفسه المحافظة على رأسمال المستثمر

⁴² سامية فقير، مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2017/2018، ص25.

✓ **المحفظة المختلطة:** وتتركز على التوزيعات النقدية للأرباح، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها. وبالتالي تنوع هذه المحفظة ما بين الاستثمارات التي تؤدي إلى توزيعات نقدية عالية واستثمارات تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية.

ثانياً: السياسات التي تحكم إدارة المحفظة

تنقسم سياسات الاستثمار إلى الآتي⁴³:

1- سياسة استثمارية متحفظة أو دفاعية (Conservative or Defensive)

تهدف هذه السياسة لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك يعتمد في الدرجة الأولى على السندات والأسهم المختارة حيث لا مخاطرة بها وأن معدل الفائدة محدد والعائد ثابتا وكما هو معروف يمكن أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة، حيث إن هذه الشركات لا تتأثر كثيراً في التغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق المال وخصوصاً سوق الأوراق المالية. ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد وركود حيث أن أسهم الشركات الكبيرة والقوية يكون تأثيرها قليلاً بالتغيرات الاقتصادية لذا سيكون هبوط أسعارها أقل بكثير من هبوط أسعار الشركات النامية.

2- سياسة استثمارية هجومية Aggressive Policy:

تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباحاً عالية ولكن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية بسبب تأثيرها الشديد في المتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقاً في اتخاذ قراراته خوفاً من الوقوع في الخسائر، ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج والازدهار حيث أن الأسهم الخطرة تحقق أرباحاً أعلى، وذلك لأنها سريعة التأثير في التغيرات الاقتصادية، فهي تحقق أرباحاً عالية في حالة الراج كما وتحقق أرباحاً قليلة أو خسائر في حالة الكساد.

⁴³غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر-2014، ص25.

3- السياسة المتوازنة Balance Policy:

تجمع هذه السياسة بين تحقيق عنصر الأمان وجني أرباح رأسمالية، وتتكون المحفظة عند إتباع تلك السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وأدوات استثمارية طويلة الأجل كالسندات. إن اختلاف أنواع الأدوات الاستثمارية الداخلة في المحفظة يتوقف على الفلسفة التي يتبناها المستثمر أو مدير المحفظة والتي لا تخرج عن الثلاث سياسات السابق الإشارة إليها.

المطلب الثالث: مقومات تكوين المحفظة المالية

يحكم تشكيل المحفظة الاستثمارية مجموعة من العوامل والتي يجب مراعاتها لتحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمار، تتمثل هذه العوامل في كل من العائد، المخاطرة والتنويع.

أولاً: العائد

- ✓ ويعرف العائد على الاستثمار على أنه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال، بحيث يشمل هذا العائد الأرباح الصافية لعملية الاستثمار بالإضافة إلى القيمة الاضافية المحققة زائد الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه.
- ✓ هو المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه على الاموال التي ولدته.⁴⁴
- ✓ هو المكافئة الاضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه على اشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر، لذا فهو أحد اهم متغيرات العملة الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو نقصانها.⁴⁵
- ✓ هو قدرة الوحدة النقدية في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، إذ يهدف ذلك القياس في تحديد كفاءة الادارة، ويتم استخراجها وفق العلاقة التالية:

العائد على الاستثمار = الربح الصافي / مجموع الاموال المستثمرة

⁴⁴ نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية-دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري-مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006/2007، ص54.

⁴⁵ راضية كروش، التنوع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماستر في علوم التسيير، -جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-، 2011/2012، ص24.

أشكال عوائد الاستثمار:⁴⁶

- ✓ **توزيعات الأرباح:** إذا كانت هذه الاستثمارات تمثل حقوقاً من أموال الملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة المصدرة للسهم، لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين.
- ✓ **الفوائد:** إذا كانت الاستثمارات تمثل اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت هذا السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، وبالتالي يحصل حامل السند على الفائدة المتفق عليها مع الشركة.
- ✓ **الأرباح الرأسمالية:** تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الاستثمارات المالية، فحامل السهم أو السند إذا ما استطاع بيع السهم أو السند بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون قد حقق ربحاً رأسمالياً.

أنواع عائد الاستثمار:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع لعائد الاستثمار⁴⁷:

- ✓ **العائد الفعلي (العائد المحقق):** وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة امتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، وقد يكون العائد الفعلي عائداً إيرادياً أو رأسمالياً أو مزيجاً بينهما؛
- ✓ **العائد المتوقع:** وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نتيجة استثماره في مشروع معين، ويتم قياس العائد المتوقع يضرب كل عائد محتمل في احتمال حدوثه؛
- ✓ **العائد المطلوب:** وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو الأداة الاستثمارية محل الاستثمار، وهو يمثل أدنى عائد يعوّض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة له.

⁴⁶ سامية فقير، مطبوعة بيداغوجية، مرجع سابق، ص 27

⁴⁷ موسى بن منصور، مطبوعة محكمة في مقياس إدارة المحافظ المالية، جامعة برج بوعرييج، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، 2013/2014، ص 6.

ثانياً: المخاطرة

- ✓ تعرف المخاطرة بأنها إمكانية التعرض إلى الخسارة أو الضرر أو المجازفة، ومن هنا فإن المخاطرة تتضمن احتمالية حصول أحداث غير مرغوب فيها.⁴⁸
 - ✓ تعرف المخاطرة في قاموس webster بأنها مجازفة، أو خطر، أو تعرض لخسارة أو إصابة.⁴⁹
 - ✓ هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن العائد المتوقع من الاستثمارات. وفي حالة الاستثمارات
 - ✓ الخالية من المخاطرة يتساوى العائد المتحقق مع العائد المتوقع.⁵⁰
 - ✓ هي احتمال تقلب العوائد المستقبلية للقرارات المالية، فالقرارات المالية تؤثر في احتمال تقلب العوائد التي يحققها المستثمر.⁵¹
 - ✓ هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناءً لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع.⁵²
- أنواع المخاطر الاستثمارية:

يمكن تصنيف المخاطرة من منظور الفكر المالي على أساس أسبابها، إلى نوعين أساسيين هما: المخاطر الغير المنتظمة والمخاطر المنتظمة؛

✓ المخاطر النظامية أو المنتظمة: ⁵³

يطلق على المخاطر المنتظمة عدة تسميات متعدد منها: مخاطر السوق، والمخاطر الغير قابلة للتنوع، والمخاطر التي لا يمكن تجنبها والمخاطر العامة، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالة الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة، ومن ثم

⁴⁸ جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والمالية، المجلد 14، العدد 38، 2016، ص 250.

⁴⁹ أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية-النظرية والتطبيق العملي-، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 227.

⁵⁰ محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2007، ص 420

⁵¹ المرجع نفسه، ص 421.

⁵² محمد مطر إدارة الاستثمارات-الاطار النظري والتطبيقات العملية-، دار وائل للنشر، الطبعة السابعة، جامعة الشرق الأوسط، 2015، ص 52.

⁵³ نعمان محصول ونور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02

جوان 2018، ص 65.

فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد وأرباح الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال، ولا توجد وسيلة لحماية المخاطر الناجمة من الظروف السابقة، ولكن يجب على المستثمر أن يعرف مدى تأثير الأوراق المالية التي يملكها بهذا النوع من المخاطر.

- المخاطر غير النظامية أو غير المنتظمة:⁵⁴

وهي عبارة عن المخاطرة المتبقية التي تنفرد بها مؤسسة بنكية أو صناعة ما، أو هي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، فالتغيرات مثل إضراب العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين والدعاوى القضائية، تسبب قابلية عوائد مؤسسة ما للتباين ويكون هذا التباين غير مستقل عن العوامل المنتظم مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات والأسواق والأوراق المالية الأخرى.

نظرا لأن المخاطرة غير النظامية، تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما أو عدد قليل من المؤسسات، لذلك يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى يمكن كتابتها في شكل معادلة □ :

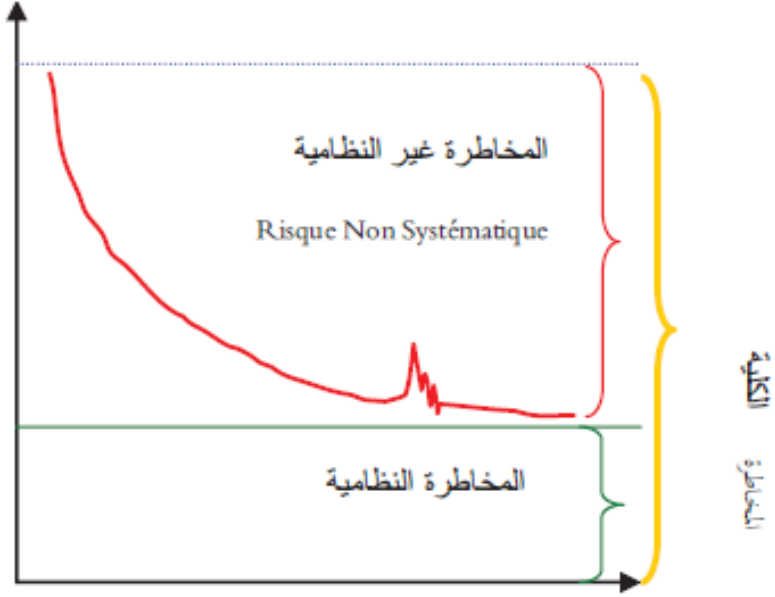
$$\text{المخاطرة الكلية} = \text{المخاطرة النظامية} + \text{المخاطرة غير نظامية}$$

النصيب الأكبر من المخاطرة الكلية، يعود إلى المخاطرة النظامية لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل ويصعب التنبؤ بها ومواجهتها. يمكن التقليل من المخاطرة غير النظامية وذلك عن طريق التنويع، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالمخاطرة النظامية.

⁵⁴ بلخير لعروسي، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار وفق نموذج MEDAF، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، علوم تجارية، جامعة قاصدي مراح-ورقلة-، 2016/2015، ص8.

الشكل رقم: 1 أنواع المخاطرة و حالات التنويع و عدم التنويع

العائد المتوقع



- على المستثمر في حالة التنويع بالنسبة للمخاطرة العامة أن يركز تنبؤه على حركة السوق وخاصة المخاطر الاقتصادية العامة ومخاطر السوق المالية مثل (التغير في سعر الفائدة والتغير في أسعار الصرف ومخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد).
- كذلك إذا توقع صعود السوق فعليه زيادة المحفظة من الأوراق المالية ذات بيتا المرتفعة والعكس صحيح.

العلاقة بين العائد والمخاطرة:

- يرتبط عنصرا العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطرة والعكس صحيح، وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين تجاه المخاطرة، فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأول المالية إنما يسعى المقارنة بين العائد والمخاطرة، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له:⁵⁵
- تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة؛

⁵⁵عبد القادر عمران، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ص38.

- تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

المطلب الأول: الدراسات المتعلقة ببورصة الجزائر

إن موضوع هذا البحث من الموضوعات التي لفتت اهتمام الباحثين، وهناك العديد من الدراسات التي ركزت على هذا الموضوع من عدة جوانب مختلفة، وقد تم تصنيف الدراسات التي اطلعنا عليها إلى دراسات تمت على مستوى بورصة الجزائر وأخرى تمت على مستوى البورصات الأخرى، ومن أهم الدراسات التي اطلعنا عليها مايلي:

1- دراسة هشام دغموم، واقع نمو و تطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1999-2016، مقال مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 33-2016.

هدف هذا البحث إلى تقييم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر (سوق رأس المال في الجزائر)، ومدى قدرتها على لعب الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة على الشركات والمشروعات الاستثمارية التي تسهم في تحقيق التنمية والازدهار؛ ولقد توصل من خلال هذا البحث إلى:

- أن بورصة الجزائر تمتاز بقلّة عدد الشركات المدرجة بها، وهو ما جعلها تشهد ركودا كبيرا في نشاطها وتنمو بمعدل بطيء جدا، وتمتاز بالتذبذب في معاملاتها، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولتها بشكل كبير، وبالتالي فهي بعيدة كل البعد عن فعالية سوق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية في المجتمع الجزائري لدى أصحاب الأموال؛
- قيمة التداول على مستوى بورصة الجزائر، تظهر الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد الجزائري وهذا بسبب صغر حجم التداول؛
- ضعف القدرة الشرائية لدى الجمهور وبالتالي قلة المدخرات الفردية.

وقام بوضع العديد من الاقتراحات لتطوير وتنشيط بورصة الجزائر، منها: عمل خطة اعلامية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار المالي في بورصة الجزائر من خلال تصميم موقع الكتروني لنشر البيانات، العمل على

تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للبورصة ودراسة امكانية تقديم بعض المزايا والاعفاءات الضريبية لأدوات الاستثمار المالي، وتشجيع نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه.

2- دراسة صالح بزطوط، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة العربي بن مهيدي-تبسة-، 2014/2013.

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على كيان اقتصادي حديث النشأة بالجزائر، جاء لتحقيق أهداف يتغيها المشرع من وراء ذلك منها على الخصوص :

- البحث في خصوصية النظام القانوني والتنظيمي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر؛
- إسقاط بعض المفاهيم العامة لعناصر البورصة على التشريع الجزائري، لاستنتاج مدى التزام المشرع بالمعايير الدولية ووضوح الرؤية لديه؛
- محاولة تبسيط صورة العلاقة التي تربط المتدخلين الأساسيين في سوق الأوراق المالية، والمتعاملين الاقتصاديين؛
- محاولة توضيح الجانب الإيجابي للدخار في البورصة، ودوره في حلول المشاكل المالية سواء بالنسبة للدولة، شركات المساهمة، والمؤسسات المتوسطة والصغيرة؛
- وبناء على ما سبق توصلت هذه الدراسة إلى مايلي:
- وجود البورصة جزء لا يتجزأ من المنظومة الاقتصادية الوطنية وأدائها يعكس صورة الاقتصاد الوطني الذي يواجه تحديات كبيرة .
- وجود بدائل أخرى للتمويل أكثر مرونة على غرار القروض البنكية.
- فشل بورصة الجزائر في تقييم أداء الشركات المدرجة وهذا ما حصل مع شركة رياض سطيف التي انسحبت في 2006 و أربك هذا الانسحاب العديد من المؤسسات التي كانت ترغب في الإدراج .
- غياب الثقافة البورصة في الجزائر سواء الأفراد أو المؤسسات إضافة إلى الإحراج الذي بسببه الاستثمار في البورصة حيث ينظر العديد إلى مقصورة البورصة على أنها مكان للتداول والمعاملات الربوية.

3- دراسة بلعزوز بن علي، نعاس مريم نجاة، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2011-2016)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد10، جوان 2016.

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العائد والمخاطر ولتحديد فيما إذا كان هنالك أثر للمخاطر النظامية(السوق) على أسهم بورصة الجزائر، وكذلك مدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطر مقابل توظيفاتهم الاستثمارية، وقد طبقت هذه الدراسة على مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2011/05/23 إلى 2016/05/18، حيث استخدمت الدراسة اختبار نموذج الانحدار الذاتي مشروط بعدم تجانس الأخطاء المعمم GARCH. وقد بينت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين العوائد والمخاطر في بورصة الجزائر لمدة الدراسة، فارتفاع وانخفاض مؤشر البورصة مرتبط بارتفاع وانخفاض التذبذب بالعوائد، أي أن زيادة المخاطر تقود إلى زيادة في مقدار علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون بتعويضهم عن مقدار المخاطر الاضافية التي يتعرضون لها.

خلص البحث إلى امكانية بناء محفظة استثمارية مثلى في بورصة الجزائر باستخدام برجة SOLVER، والتي سمحت بالحصول على مخاطرة تقدر ب0.475 بالمئة وعائد يقدر ب0.0097 بالمئة. ومنحنى الكفاءة الحدي.

المطلب الثاني: الدراسة المتعلقة بالدول العربية الأخرى

1-سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة مجموعة من أسواق رأسمال العربية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري-قسنطينة-، 2010/2009.

هدفت هذه الدراسة الى محاولة معرفة ما اذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم.

و قد شملت هذه الدراسة ست أسواق رأس مال عربية حيث تم في مرحلة أولى استخدام مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة سوق رأس المال في هذه الأسواق كما تم استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق رأس المال في شكلها الضعيف في مرحلة ثانية.

وأخيرا تم دراسة الارتباط بين مؤشر السوق ومجموعة من العوامل الاقتصادية من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في محاولة لقياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة.

ولقد خلصت هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج اذ تبين وباستعمال مؤشرات السوق أن معظم أسواق رأس المال محل الدراسة تملك القدرة على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، بالشكل الذي يساهم في اتساع السوق واتجاهه نحو الكفاءة ورغم تفاوت هذه القدرة من سوق الى اخر فان بورصة الجزائر تبقى عاجزة عن تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار، وهو ما يعني أن الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة.

كما اتضح من خلال قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار في كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، بالشكل الذي يعكس كفاءة هذه الأسواق في صيغتها الضعيفة، و هو ما لم يتحقق في كل من بورصة مصر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة الجزائر. بينما تبين أن كل الأسواق غير كفؤة في صيغتها المتوسطة وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين مؤشرات السوق والعوامل الاقتصادية، أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيير في العوامل الاقتصادية محل الدراسة .

2- دراسة فراس خضير الزبيدي د. مؤيد محمد علي، تقييم العلاقة بين العائد و المخاطرة في الاسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية- المجلد 16، العدد2، سنة2014،

هدفت هذه الدراسة الى تقدير العلاقة بين العائد و المخاطرة الكلية للاستثمار بالأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية وتقدير درجة حساسية الاستثمارات ككل (معامل المخاطرة المنتظمة) وتقدير معدل العائد المطلوب على كل سهم من الأسهم المتداولة في السوق ومن ثم تقدير مدى اختلاف اسعار الاسهم السوقية عن الأسهم المطلوبة. ولغرض تحقيق اهداف الدراسة اعتمد الباحثان نظرية اختيار الاستثمار والتي تركز على العائد المتوقع والمخاطرة الكلية وكفاءة الاستثمار وكذلك الى نظرية تسعير الاموال

الرأسمالية التي تربط بين العائد المطلوب على الاستثمار ومخاطره المنتظمة وبالتالي اثر ذلك على اسعار الاسهم الحقيقية .

وقد تكونت عينة الدراسة من 45 شركة مسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية ويشكل هذا الحجم نسبة 46.875% من حجم السوق وقد توصلت الدراسة الى جملة نتائج منها وجود تباين شديد في العوائد المتحققة على الاستثمارات كذلك فان العلاقة النظرية بين العائد والمخاطرة غير متوفرة في سوق بغداد للأوراق المالية اضافة لذلك فان الاستثمارات التي تحقق اقل عائد هي الاقل مخاطرة وأن أكبر هذه الاستثمارات عائدا هي الأكبر مخاطرة.

المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

من خلال الدراسات السابقة التي تمت على مستوى بورصة الجزائر، منها من اهتمت بتقييم درجة نمو بورصة الجزائر ومدى قدرتها على عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، ومنها اهتمت بالبحث في النظام القانوني والتنظيمي لبورصة الجزائر، وأخرى اهتمت باختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة خلال الفترة 2016/2011، ولكن في دراستنا الحالية قمنا بدراسة تحليلية لعائد ومخاطر الاستثمار على مستوى نفس البورصة، ولكن فترة دراستنا حديثة جدا مقارنة بالدراسات الأخرى التي كانت خلال فترات بعيدة .

أما فيما يتعلق بالدراسات المتعلقة بالبورصات الأخرى، فمنها من سلطت ضوء دراستها على مختلف الدول العربية، بما فيها بورصة الجزائر لدراسة أثر كفاءة السوق على القيمة السوقية للأسهم، بينما توصلت إلى أن بورصة الجزائر تبقى عاجزة عن تشجيع الاستثمار، ومنها من قامت في دراستها على تقدير العلاقة بين العائد والمخاطر الكلية للأسهم المتداولة في سوق بغداد ، حيث تم استخدام العديد من الأساليب والنماذج الاحصائية المتعارف عليها في قياس و تحليل العوائد والمخاطر بالنسبة لكل سوق مالي، بينما في دراستنا هذه بالرغم من أنها تدرس العلاقة بين العائد والمخاطر في السوق المالي الجزائري، إلا أننا استخدمنا الطرق التقليدية المتعارف عليها لأن النماذج الأخرى لا تتماشى مع ظروف بورصة الجزائر نظرا لقيمها القليلة .

خلاصة:

من خلال ما سبق تناوله نستنتج ما يلي:

- الاستثمار المالي هو شراء حصة في رأسمال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الايداع تعطي لمالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية، ويتميز الاستثمار المالي بمجموعة من الخصائص والسمات أهمها انخفاض التكاليف، التجانس، السيولة والتنوع، هذا ما يجعله يحقق مجموعة من المزايا مثل تقليل المخاطر عن طريق التنوع في الأوراق المالية، وأيضاً الاستثمار في الأوراق المالية يتميز بمجموعة من المزايا والعيوب.

- المحفظة المالية هي سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة يتم اختيارها وتنوعها من مختلف الأنشطة الصناعية و التجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن، ويتمثل الهدف من الاستثمار في المحفظة بالنسبة لأي مستثمر هو تعظيم الربح، تحقيق أمان مستقبلي ومواجهة الالتزامات المستقبلية، وهناك عدة أنواع من المحافظ المالية أهمها محفظة النمو، محفظة الدخل والمحفظة المختلطة، تحكمها سياسات مختلفة، وتتمثل مقومات المحفظة المالية في العائد والمخاطرة اللذان يمثلان وجهها الاستثمار.

الفصل الثاني:

دراسة تحليلية للعائد والمخاطر في بورصة الجزائر
خلال الفترة 2017-2019

المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر

المطلب الأول: مفهوم بورصة الجزائر ونشأتها

بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000. تعرفها المادة 01 منه: تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخريين من القانون العام والشركات ذات الأسهم.

■ مراحل إنشاء بورصة الجزائر:

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، إن رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية قسم لعدد من الأسهم وتوزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم (S.P.A) تسيير حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988.

إن نظام شركات المساهمة لا يمكن تصورها دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم. هذه السوق ماهي إلا البورصة.¹

ومرت هذه العملية بثلاث مراحل هي:²

المرحلة التقريرية:

تمتد هذه المرحلة من 1990 إلى 1992، حيث ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990م وينص المرسوم رقم 101/90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990م على امكانية مفاوضة قيام الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 102/90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990م أنواع

¹ شمعون شمعون، البورصة : بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، بوزريعة- الجزائر، 2005، ص 79

² نورة أعبيد، فاطمة الزهراء عيدون، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2015/2005-المعوقات والآفاق-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2016/2017، ص 33.

شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضاتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئات مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار انشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة وهي شركة القيم المتداولة وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر بمبلغ 320,000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ويديرها مجلس إدارة متكونة من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الامكانيات للرقى والازدهار، ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى 9,320,000,00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية، وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

المرحلة الابتدائية:

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى :

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار. وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر .

في إطار هذا المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:
القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي. (2)

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين: (1)

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

• مرحلة الانطلاق الفعلية: (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة.

(2) لمياء قاسم شاوش، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية ، جامعة البلديّة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، السنة الجامعية 2005/2004 ، ص 160.

(1) المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996،⁽³⁾ إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي .

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم ، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997م، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدرش سوق للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية .
ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مروراً بالبورصة وهي:

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

3COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d'alger , collection guides plus , 96 , p 06.⁰

المطلب الثاني: إجراءات الدخول لبورصة الجزائر و شروط الادراج فيها أولاً: إجراءات الدخول لبورصة الجزائر

طبقاً لأحكام المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993، فإن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)، تكون مكلفة بتنظيم إجراءات الدخول، وفي هذا الاتجاه فإن القانون العام يحدد ثلاثة نماذج أو أنواع من الاجراءات الكلاسيكية :

- ✓ الاجراء العادي، يطبق على الأوراق المالية الشبيهة بالأوراق المسعرة من قبل، وكذلك بالنسبة للسندات،
- ✓ إجراء العرض العام للبيع بالسعر الأدنى،
- ✓ إجراء العرض العام للبيع بالسعر المحدد.

الفرق الأساسي بين هاذين النوعين من العرض العام، هو أنه في الأول يتم تحديد السعر مسبقاً، أما في الثاني فيتم تحديد السعر بالمزايدة.

يتكفل القانون العام للبورصة بتحديد طرق أو كينيات إعلام الجمهور عند الدخول إلى البورصة، وكذلك المبادئ العامة التي تنظم مختلف إجراءات الدخول، إذ تحدد شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) الطرق العملية لسير هذه الإجراءات.

كما تجدر الإشارة إلى أن الأمر 97-12 الصادر في 12 مارس 1997 المعدل والمكمل للأمر رقم 95-22 الصادر في 26 أوت 1995، و المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية قد نص على ما يلي:

1- أن المؤسسة التي تقوم بتنفيذ عملية الخوصصة مكلفة بأن تقدم للحكومة إجراءات العرض العام (المادة 9)،

2- كيفية التنازل يمكن أن تنفذ بصورة خاصة عن طريق اللجوء إلى السوق المالي -عن طريق الدخول إلى البورصة - أو عن طريق العرض العام للبيع بالسعر المحدد(المادة 15). هذا الأخير الذي سيقصر على عدد محدود من المستثمرين.

إن تحقيق المنشأة لشروط الدخول إلى البورصة، يحتم عليها من أجل إدراج أو تسجيل اسمها في التسعيرة الرسمية المرور بمراحل تعتبر ضرورة حتمية للدخول إلى بورصة القيم، لذلك سنحاول إيجاز هذه المراحل من خلال ما سيأتي.

ثانيا: شروط الإدراج و القبول في بورصة الجزائر:

أ- شروط القبول

تتمثل شروط القبول في بورصة الجزائر فيما يلي:

- ✓ يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم؛
- ✓ أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار(5000000)؛
- ✓ أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- ✓ أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا 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 إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداها 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 الادراج؛
- ✓ ينبغي أو توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين(150) مساهما كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ب- مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الادراج في البورصة و الخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر،

مهما كان شكله قبل عملية الادراج، و تتضمن المراحل التالية:

1- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الادارة أو مجلس الادارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية.

2- الإعداد القانوني للشركة و الأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، و ذلك لأن الشركة كثيرا ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

3- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير اخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة، ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو اصدار الأسهم.

4- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطا في عمليات البورصة قائدا للفريق، وتمثل مهامه في مساعدتها و مرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الادخار، ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الاخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معا نقابة التوظيف التي تتيح انتشارا أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية. وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، ذلك لمدة خمس سنوات (5) بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول و ضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الافصاح عن المعلومات.

5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع مذكرة إعلامية لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة(العدد، السعر، الشكل القانوني...).

- 6- الانضمام إلى المؤتمن المركزي: قبل اجراء عملية الادراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام الى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة اصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة اصدار سندات.
- 7- حملة التسويق: سعيًا لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الاعلام المختلفة (الاذاعة ، التلفزيون والصحف....)
- و توزيع الدلائل والمذكرات الاعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.
- 8- بيع السندات: يتم البيع عموما من خلال الشبكة المصرفية ، اذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.
- 9- كشف النتائج: في حال استفاء شروط الادراج في التسعيرة، يتم الاعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور واذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.
- 10- تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، و ذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج.

■ مرحلة الإدراج:

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن القبول (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة، تنشر شركة تسير بورصة القيم إعلانا في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعيرة الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تنشر نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

■ مرحلة ما بعد الإدراج:

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق:

- 1- عقد السيولة: يسمح للشركات من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي

يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

2- نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفا التأثير بشكل كبير على سعر السندات، ويتعين عليها أيضا إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا ايداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.³

المطلب الثالث: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والهيئات المكونة لها

أولا: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر:

يوجد في بورصة الجزائر مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الاقتصادي، وذلك بعد أن تحصلوا على تأشيرة القبول من لجنة البورصة، وهذا من الدعوة العامة للادخار أي فتح رأسمال المؤسسات، وهذه المؤسسات المدرجة خلال الفترة 2017-2019 هي:

■ مجمع صيدال:

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الكبرى في الجزائر، والرائدة في الإنتاج الصيدلاني، الشيء الذي أكسب المجمع ميزات تنافسية عدة، ولقد مر مجمع مثله مثل العديد من المؤسسات العمومية بمراحل عدة حتى وصل إلى ما هو عليه الآن، هذه المراحل جاءت لتلبية متطلبات الإصلاحات التي قامت بها الدولة في ذلك الوقت، يعتبر مجمع صيدال ثاني مؤسسة دخلت البورصة في سبتمبر 1999، طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال اجتماعه المنعقد في 18 جوان 2002 وفي إطار عملية الخوصصة، وطبقا للأمر رقم 22/95 بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخوصصة المقرر من طرف الحكومة، أيدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 22/06/1998 القرار رقم

³ بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، <http://www.sgbv.dz/ar/> تاريخ الاطلاع 03 جويلية 2019.

04 لاقتراح مجلس الإدارة الذي يسمح للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة، إذ أن حصة رأسمال المتنازل عنها هي 20 % من رأس المال وتمثل 2,000,000 سهم بسعر محدد 800 دج.⁴

■ مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 02 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة بتسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات حتى عام 1983 في ذلك العام وضمن إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية، ثم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أبريل 1983)، وعدل الفندق في 12 فيفري عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأسمال قدره 40 مليون دينار، وصار إسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وفي جويلية 1999 فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ القرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% رأس المال الاجتماعي المقدر ب 1,500,000,000 دينار جزائري.

■ شركة أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة مملوكة للقطاع الخاص ذات أسهم برأسمال وطني، تأسست في 30 جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 والصادر عن وزارة المالية والمتعلقة بفتح سوق التأمينات، وبعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (المرسوم رقم 122/05) انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بدأت الشركة بمزاولة نشاطها برأسمال ابتدائي قدره 500 مليون دينار جزائري، وفي اواخر سنة 2009 بلغ رأس المال الاجتماعي للشركة 800 مليون دينار جزائري، ونتيجة لرغبة الشركة في رفع رأسمالها إلى 2,2 مليار دينار جزائري لجأت إلى عملية اكتتاب عام تمهيدا لإدراج حصة من أسهمها في بورصة الجزائر، على أن تبدأ فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر إلى غاية 01 ديسمبر 2010، وقد حدد سعر الاكتتاب ب 830 دينار للسهم الواحد، وتعتبر شركة أليانس أول مؤسسة ما القطاع الخاص تدخل إلى البورصة،

ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها مقدار 1,4 مليار دينار جزائري، وتسعى هذه الشركة إلى تحقيق جملة من الأهداف من بينها:

- ✓ رفع رأسمال الشركة تطبيقا لشروط قانون التأمينات 2009؛
 - ✓ توسيع قاعدة الشركة بمساهمين جدد عن طريق الادخار العام؛
 - ✓ اقتسام الثروة الناجمة عن العملية من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للادخار؛
 - ✓ المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص.
- شركة أن- سي -أروبية:

هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849,195,000 دينار جزائري، وقد تأسست سنة 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية وفي سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة من الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية إلى أن سي أروبية، وفي أبريل 2013 شرعت المؤسسة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصبت مبلغ العرض على 25% من رأس المال أي ما يعادل 849,195,200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم، الكمية المعروضة 2122988 سهم تمثل 25% من رأس المال وسعر الاصدار 400 دينار جزائري أما فترة الاكتتاب من 07 أبريل إلى 09 ماي 2013.

■ شركة بيوفارم:

انضمت مؤسسة "بيوفارم"، يوم 2016/04/19 رسميا إلى البورصة بعد عقد أولى جلساتها لتسعير أسهمها، حيث تحاول المؤسسة الناشطة في مجال صناعة الأدوية فتح سوق استثماراتها تماشيا والتحول الاقتصادي الذي تعيشه الجزائر، قدر رأسمالها الاجتماعي بـ 5.104.375.000 دينار جزائري موزعة على 25.521.875 سهم عادي بقيمة اسمية للسهم قدرها 200 دج.

■ شركة أو أم انفست:

انضمت مؤسسة أو أم انفست بتاريخ 10 أكتوبر 2018، إذ تعد شركة أو أم انفست الشركة الأولى التي تم إدراجها في قسم -سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة- لبورصة الجزائر، والتي نشأت من تحويل شركة ذ م

م (hotel thermal S.T.A.S) حيث يقع مقرها الاجتماعي في بلدية بوحنفية ولاية معسكر، تمحورت نشاطاتها حول:⁵

- ✓ تطوير سياحات الحمامات المعدنية؛
- ✓ تطوير الوجهة السياحية بامتياز؛
- ✓ تحديث وتجديد المنتجات الصحية لتعزيز صناعة السياحة في الجزائر.

ثانيا: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر:

تتمثل هيئات بورصة الجزائر فيما يلي:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة⁶ COSOB

هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها، وتتكون من رئيس وستة أعضاء، يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات، ويمارس مهمته كامل الوقت، وهي تتناوب مع أية إنابة انتخائية أو وظيفة حكومية، أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم أو الابداع الفني أو الفكري.

ولقد زود المشروع اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، سلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق.

أ- **السلطة التنظيمية:** تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع

إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي:

- ✓ القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات -حافظي السندات؛
- ✓ واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية؛

⁵<https://www.cosob.org/ar/visa-aom-invest-spa/>

⁶ نورة أعبيد، عيدون فاطمة الزهراء، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف-المسيلة-، 2016/2017، ص 37.

✓ تسيير حافظة القيم المنقولة؛

✓ قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤمن المركزي على السندات؛

✓ القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛

✓ شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

ب- سلطة الاعتماد والتأهيل: تعتمد اللجنة على:

✓ الوسطاء في عمليات البورصة؛

✓ شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك؛

✓ تؤهل ماسكي الحسابات-حافظي السندات؛

ج- سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق:

تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد خصوصا من:

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق؛

- امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.

- حسن سير السوق؛

وتؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة لإجراء التحقيقات لدى شركات أو

مؤسسات مالية معينة على القيم المنقولة.

2- شركة ادارة بورصة القيم المنقولة SGBV

تأسست شركة إدارة بورصة القيم المنقولة سنة 1993 وهي مسؤولة عن تنفيذ الاجراءات العملية والتقنية

الضرورية للمبادلات على القيم، وتعرف بأنها شركة إدارة بورصة القيم، وهي شركة ذات أسهم مملوكة

للسواء الماليون، حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 93-10 الصادر سنة 1993 والمتمثلة في:

✓ التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة؛

✓ تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض؛

✓ تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة؛

✓ وضع نشرة رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

3- المؤتمن المركزي على السندات

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (5 بنوك) والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري وتمثل وظائفه في:

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

✓ تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال.⁷

4- الوسطاء في عمليات البورصة

وهم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

5- المصدرون

وهم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للدخار.

المبحث الثاني: أساليب قياس عائد ومخاطر الاستثمار في البورصة

أولا: أساليب قياس عائد الاستثمار في البورصة⁸

✓ العائد الفعلي (real return):

يمكن حساب العائد المحقق للأصل المالي الواحد (سهم، سند...) بما يعرف معدل عائد الاحتفاظ لاعتبار أن هذا المقياس من أكثر المقاييس التي تهم المستثمر في المحفظة، وذلك باستخدام الصيغة التالية:

⁷ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصوصية -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب-، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة، 2010-2011، ص

⁸ موسى بن منصور، مطبوعة محكمة في مقياس إدارة المحافظ المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة برج بوعريش، 2014/2013، ص9.

■ بالنسبة للأسهم:

$$Ra = \frac{Dt + (Ps - Pb)}{Pb}$$

حيث:

Ra: معدل العائد الفعلي للسهم؛

Dt: الأرباح الموزعة للسهم خلال فترة الاحتفاظ؛

Ps: سعر بيع السهم؛

Pb: سعر شراء السهم.

■ بالنسبة للسندات:

$$RT = \frac{It + (Ps - Pb)}{Pb}$$

RT: معدل العائد الفعلي للسند؛

It: الفوائد المحصلة للسند خلال فترة الاحتفاظ؛

Ps: سعر بيع السند؛

Pb: سعر شراء السند.

أما بالنسبة للمحفظة المالية فالعائد الفعلي هو مجموع العوائد الفعلية للأصول المكونة لها، بذلك فهي تساوي إلى مجموع حاصل ضرب العائد الفعلي لكل أصل في وزنه النسبي داخل المحفظة، وتعطى بالصيغة التالية:

$$Rp = \sum_{i=1}^N Wi \times Ri$$

Rp: معدل العائد الفعلي للمحفظة؛

Wi: الوزن النسبي للأصل i داخل المحفظة؛

Ri: معدل العائد للأصل i؛

N: عدد الأصول (الأوراق المالية) المكونة للمحفظة.

✓ العائد المتوقع (Expected Return):

يقاس العائد المتوقع بالأمل الرياضي أو التوقع الرياضي، أي من خلال تحديد حاصل ضرب العوائد المحتملة للأصل في احتمالات حدوثها.⁹
وذلك باستخدام الصيغة التالية:

$$E(Ra) = \sum_{i=1}^N Ri \times Pi$$

حيث:

$E(Ra)$: العائد المتوقع للأصل المالي (A)؛

Ri : العائد المتوقع في الظرف أو الحالة الاقتصادية (i)؛

Pi : احتمال تحقق العائد المتوقع في الظرف أو الحالة الاقتصادية (i)؛

N : عدد الظروف أو الحالات الاقتصادية الممكنة.

أما بالنسبة للعائد المتوقع للمحفظة يقاس كذلك بالأمل الرياضي أو التوقع الرياضي، وذلك من خلال تحديد مجموع حاصل ضرب العائد المتوقع لكل أصل مالي من أصول المحفظة في وزنه النسبي داخل هذه المحفظة، ويعطى بالصيغة التالية:

$$E[Rp] = \sum_{i=1}^N Wi \times E[Ri]$$

✓ العائد المطلوب:

يقاس العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وذلك باستخدام الصيغة التالية:¹⁰

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

$E(Ri)$: معدل العائد المطلوب؛

Rf : معدل العائد الخالي من المخاطر؛

⁹ موسى بن منصور، مرجع سابق، ص 10.

¹⁰ موسى بن منصور، مرجع سابق، ص 12.

β_i : معامل قياس المخاطر المنتظمة؛

R_m : معدل عائد السوق؛

β : معامل المخاطر المنتظمة.

أما بالنسبة للعائد المطلوب بالنسبة للمحفظة المالية، فيحسب بالعلاقة التالية:

$$E(R_p) = [R_f + (R_m - R_e)] \times W_i$$

✓ عائد السوق:

إن تحليل العائد لمحفظه مالية يستدعي الاهتمام بمتغير آخر هو عائد السوق، ويشير هذا العائد إلى عائد محفظة السوق التي تعبر عن تلك المحفظة التي تتميز بالتنوع إلى أقصى حد خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالحد الأقصى للتنوع أن يتم استغلال جميع الفرص المتاحة للتخلص من المخاطر غير المنتظمة، وبذلك فإن محفظة السوق تتضمن جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وعليه فإن عائد السوق هو عائد مختلف الأصول المتداولة في هذه السوق، ويمكن التعبير عنه رياضياً بالصيغة التالية:

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

ثانياً: أساليب قياس مخاطر الاستثمار في البورصة

تعتبر المخاطر من المواضيع التي يصعب قياسها بشكل دقيق ويتضح ذلك من مفهوم المخاطر والذي يعني عدم التأكد أو عدم انتظام العوائد، ويعتبر التباين والانحراف المعياري أقرب مقياس للمخاطر الكلية، أما المخاطر المنتظمة والتي تقع على السوق ككل فيتم قياسها عن طريق معامل بيتا وبالتالي يمكن تحديد معايير قياس المخاطر بشكل عام كالآتي:¹¹

■ التباين والانحراف المعياري:

¹¹قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار مرجع سابق، ص67

يعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطرة الكلية (المخاطر المنتظمة+ المخاطر غير المنتظمة) حيث يقيس انحراف عوائد الاستثمار عن وسطها الحسابي، فتوزيع العوائد على الاستثمارات في الأوراق المالية يميل معظمها إلى أن يكون متماثلاً حول المتوسط الحسابي، ويمكن التعبير عن التباين والانحراف المعياري رياضياً كالآتي:

$$VAR = \frac{\sum(R - \bar{R})^2}{N - 1}$$

حيث أن:

VAR : التباين؛

R : العائد على الاستثمار؛

\bar{R} : المتوسط الحسابي لعائد الاستثمار؛

N : عدد السنوات.

بينما يمكن قياس الانحراف المعياري وفق المعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{VAR}$$

حيث:

δ : الانحراف المعياري، وهو يمثل الجذر التربيعي للتباين.

■ معامل بيتا:

يعتبر معامل بيتا من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق)، فهو يقيس مدى تأثر عائد الشركة بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق والذي يمكن الحصول عليه من خلال سوق الأوراق المالية، ويقصد بعائد السوق المتوسط الحسابي لعوائد جميع الشركات الموجودة في السوق، فإذا كان معامل بيتا يساوي 1، فهذا يعني بأن تغير عائد الشركة يكون مطابقاً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق وتتطابق

مخاطر الشركة مع مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا أكثر من 1 فسوف يكون التغيير في عائد الشركة أكبر من التغيير في عائد السوق وتكون مخاطر الشركة أكبر من مخاطر السوق، وإذا كان معامل بيتا أقل من 1 فعندها تكون مخاطرة الشركة أقل من مخاطرة السوق.¹²

ويمكن التعبير عن بيتا رياضيا كالتالي:

$$\beta = \frac{COV(Rj. Rm)}{VARm}$$

حيث:

β : معامل بيتا؛

$COV(Rj. Rm)$: التباين المشترك بين عائد الشركة وعائد السوق؛

$VARm$: تباين السوق.

■ معامل الاختلاف:

يحسب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري δ على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) وذلك حسب المعادلة التالية:¹³

$$CV = \frac{\delta Ri}{Ri}$$

المبحث الثالث: قياس وتحليل عائد ومخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر

المطلب الأول: قياس وتحليل عوائد بورصة الجزائر

¹²الياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية/بالتطبيق في سوق عمان المالي، جامعة الموصل مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد4، العدد7، 2011، ص318.

¹³موسى بن منصور، مطبوعة محكمة ادارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص14.

سنقوم في هذا المطلب بقياس كل من العائد الفعلي، المتوقع والمطلوب بالنسبة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وكذا عائد السوق (البورصة)، ثم تحليل قيم العائد وتطورها خلال فترة الدراسة التي تشمل 36 شهرا الأخيرة من جانفي 2017 إلى جوان 2019.

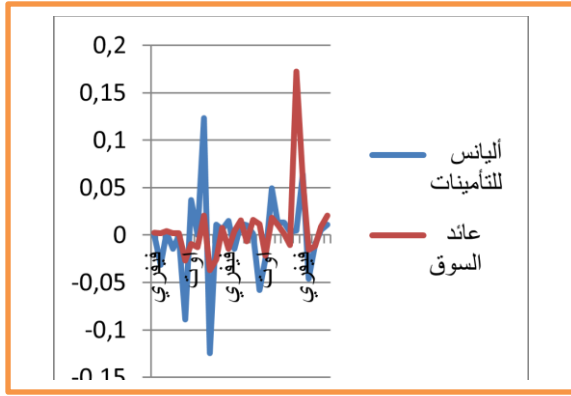
أولا: قياس العائد

أ- العائد الفعلي والمتوقع

بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر التي تم الحصول عليها من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر¹⁴ قمنا بقياس العائد الفعلي باستخدام العلاقة التالية: (السعر الحالي-السعر السابق)/السعر السابق، والعائد المتوقع تم قياسه بحساب متوسط العوائد الفعلية لكل مؤسسة، بالإضافة إلى عائد السوق الذي يعبر عن متوسط عوائد الشركات المحققة في كل شهر، وفق الجدول الآتي:

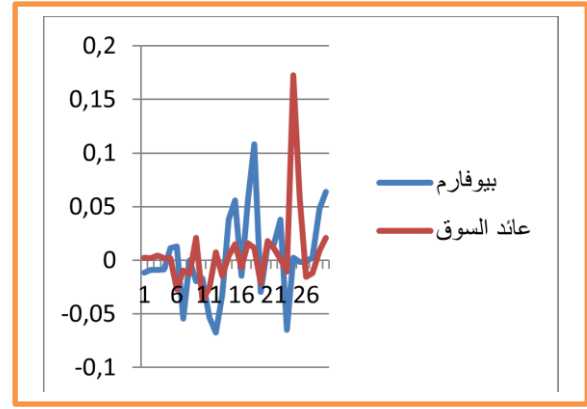
¹⁴ <http://www.sgbv.dz/ar/>

الشكل-2-: تطور العائد الفعلي لشركة أليانس للتأمينات مقارنة بعائد السوق



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول -1-

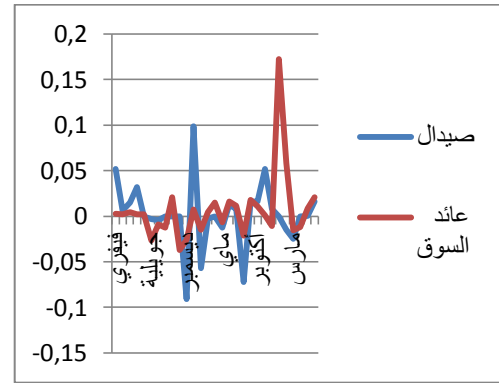
الشكل-1-: تطور العائد لشركة بيوفارم مقارنة بعائد السوق



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول -1-

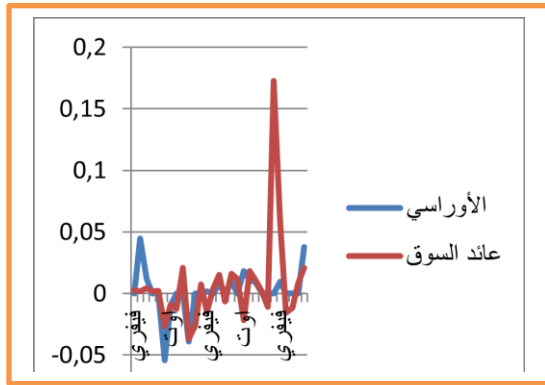
نلاحظ من خلال الشكل البياني لعوائد كل من شركة أليانس للتأمينات والسوق أن تذبذب العوائد يتماشى باتجاه واحد تقريبا أي إذا كان عائد السوق موجب يكون عائد الشركة موجب والعكس صحيح ولكنه بنسب متفاوتة، ونرى أن هذا التفاوت دائما مع شركة أليانس للتأمينات أي أنها دائما تكون صاحبة الأعلى والأدنى قيمة إذ نرى أنها حققت أقصى نسبة عائد بلغت قيمته 0.037 في شهر أوت في حين كانت نسبة عائد السوق 0.0093- وأدنى قيمة لها قدرت ب 0.1245- في شهر نوفمبر، بينما بلغت نسبة عائد السوق قيمة 0.0369- وبالتالي نرى أن شركة عوائد أليانس للتأمينات وعوائد السوق تسري في نفس الاتجاه، أي إذا كانت عوائد السوق موجبة تكون عوائد الشركة موجبة وإذا كانت سالبة تكون كذلك عوائد الشركة، أما بالنسبة لشركة بيوفارم والسوق فنلاحظ من المنحنى كذلك تذبذب في قيم العائد الفعلي المحقق من شركة بيوفارم، حيث حققت أدنى نسبة عائد قدرها 0.00674-، في شهر جانفي 2018 بالمقابل بلغ عائد السوق 0.0074 في نفس الفترة، أما في جويلية من نفس السنة فحققت الشركة أكبر نسبة عائد بلغت 0.1018 وهي أقصى نسبة بمقابل عائد سوق قدره 0.0116 في نفس الفترة، وهنا حققت الشركة عائدا يفوق متوسط عائد السوق مما يدل على تفوق هذه الشركة في هذه الفترة، أما في باقي فترة الدراسة حققت الشركة عوائد موجبة وأخرى سالبة؛

الشكل-3-: تطور العائد لشركة الأوراسي مقارنة بعائد السوق



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول -1-

الشكل-4-: تطور العائد لشركة أن سي روية مقارنة بعائد السوق



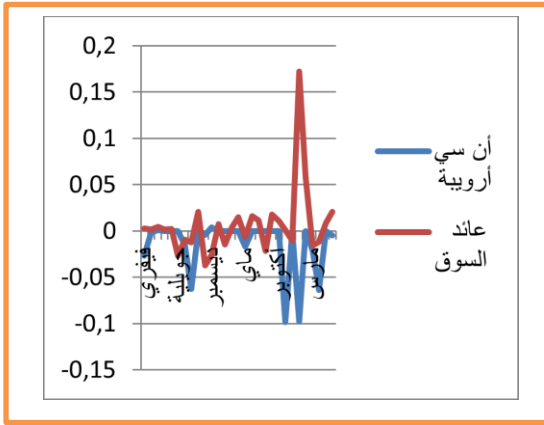
المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول -1-

ومن جهة أخرى فيبين منحني شركة صيدال والسوق أن الشركة حققت عوائد موجبة خلال السبعة أشهر الأولى من فترة الدراسة، ثم بدأت بالانخفاض المستمر بتحقيق عوائد سالبة حتى بلغت أدنى نسبة هي -0.0909 في شهر ديسمبر 2017، بالمقابل بلغ عائد السوق نسبة سالبة -0.0259 ، ثم ارتفع العائد مباشرة إلى أقصى نسبة له بلغت 0.0987 ، في شهر جانفي 2018 مقابل عائد سوق قدر ب 0.0074 ، مما يدل على أن شركة صيدال حققت أكبر عائد في تلك الفترة.

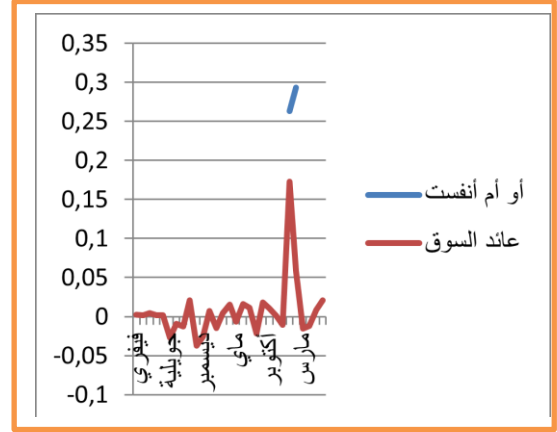
أما بالنسبة لمنحني شركة الأوراسي والسوق نرى أن تذبذب النسب مستمر، حيث نجد أن عائد شركة الشركة حققت أقصى نسبة قدرت ب 0.0447 ، في شهر مارس حيث كان عائد السوق في ذلك الحين يقدر ب 0.0018 ، وبالتالي فالشركة حققت عوائد تفوق مع متوسط عوائد الشركات الأخرى، لترجع مرة أخرى إلى حالة التذبذب من شهر مارس إلى شهر جويلية ليبلغ عائد الشركة أدنى قيمة له قدرت ب -0.0543 ، حيث كان عائد السوق أيضا بمعدل سالب قدر ب -0.0267 ، وبالتالي فإن عائد الشركة يتماشى وعائد السوق إلا أن عائد الشركة أقل لتستمر العوائد في تذبذب طيلة الفترة الممتدة إلى شهر جانفي 2019 حيث بلغ عائد السوق أقصى قيمة له قدرت ب 0.1725 ، في المقابل كان عائد الشركة منعدما، أي أن الشركة لم تحقق أي عوائد مقارنة بالسوق؛

الفصل الثاني: دراسة تحليلية للعائد والمخاطرة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2019/2017

الشكل رقم 6-: تطور عائد شركة بيوفارم مقارنة بعائد السوق



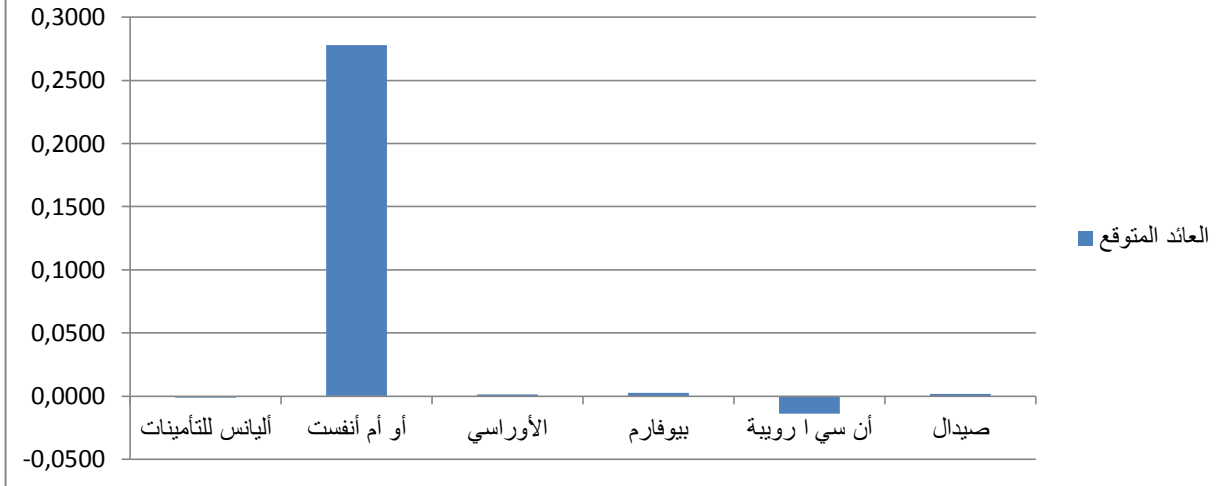
الشكل رقم 5-: تطور عائد شركة أو أم أنفست مقارنة بعائد السوق



بينما يبين منحنى شركة أن سي أروبية والسوق ن أن الشركة حققت عوائد سالبة في مجملها، إلا أنها حققت في شهر ديسمبر 2017 نسبة عائد إيجابي بلغ 0,0041، في حين كان عائد السوق يقدر بـ -0,0259.

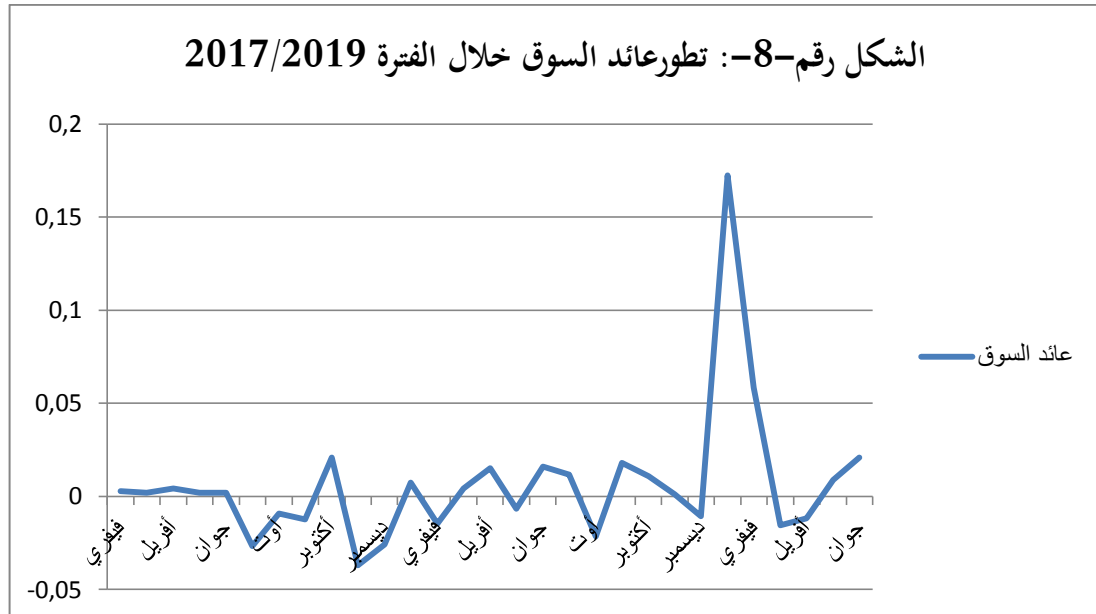
أما بالنسبة لشركة أو. أم. أنفست نلاحظ المنحنى أن عائد الشركة يكاد لا يظهر نظرا لمدة دخول الشركة للسوق القصيرة حيث بلغت هذه المدة 3 أشهر فقط وبالتالي لا يمكننا اعتمادها في التحليل، ومع ذلك نرى أن عوائد هذه الشركة في تلك الفترة كانت عوائد مرتفعة جدا وفاق عوائد السوق حيث بلغت 0,2933.

الشكل رقم-7- : تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017/2019



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول رقم-1-.

الشكل رقم-8- : تطور عائد السوق خلال الفترة 2017/2019



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول رقم-1-.

ب- العائد المطلوب:

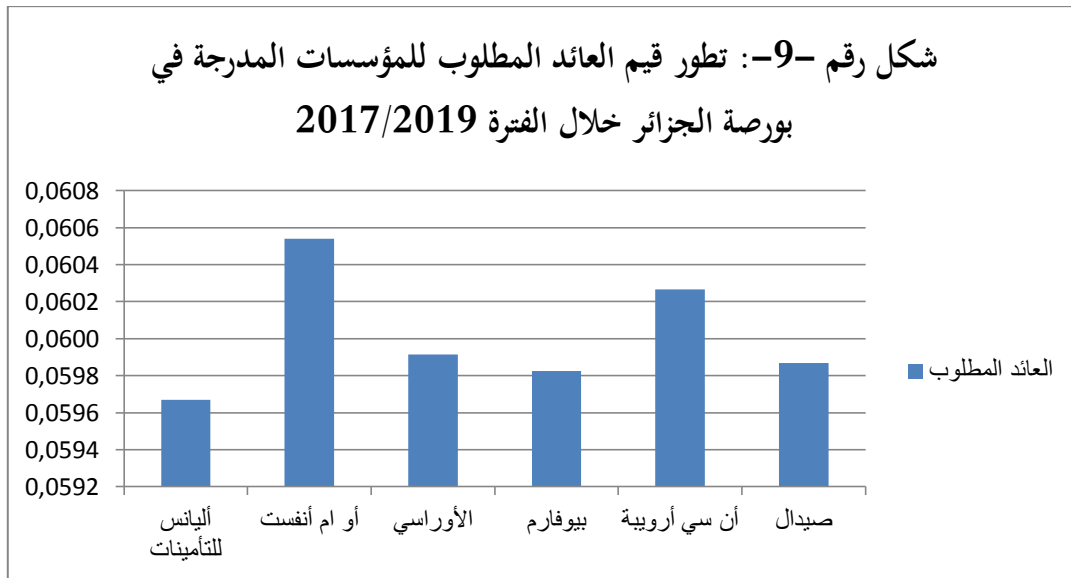
سنقوم بقياس العائد المطلوب بالاعتماد على العلاقة المذكورة أسفله، ولكن نظرا لظروف السوق (بورصة الجزائر) وفي ظل غياب أذونات الخزينة الذي من خلالها يتم استخدام معدل العائد الخالي من المخاطرة (العائد على أذون الخزينة)، وبالتالي تم الاعتماد على معطيات تحصلنا عليها من البنوك ووجدنا أن سعر الفائدة المتعامل به في حدود 6%، في حين أن قيم معامل بيتا متقارب إلى حد كبير، و R_m عائد السوق تم حسابه سابقا، وعليه تم حساب العائد المطلوب باستخدام العلاقة التالية:

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

الجدول رقم (2): العائد المطلوب للشركات المدرجة في بورصة الجزائر في الفترة (2017/2019)

الشركات	R_f	R_m	Beta	العائد المطلوب
أليانس للتأمينات	0,06	0,037	0,0144	0,0597
أو ام أنفست	0,06	0,037	-0,0234	0,0605
الأوراسي	0,06	0,037	0,0038	0,0599
بيوفارم	0,06	0,037	0,0076	0,0598
أن سي أروبية	0,06	0,037	-0,0116	0,0603
صيدال	0,06	0,037	0,0058	0,0599

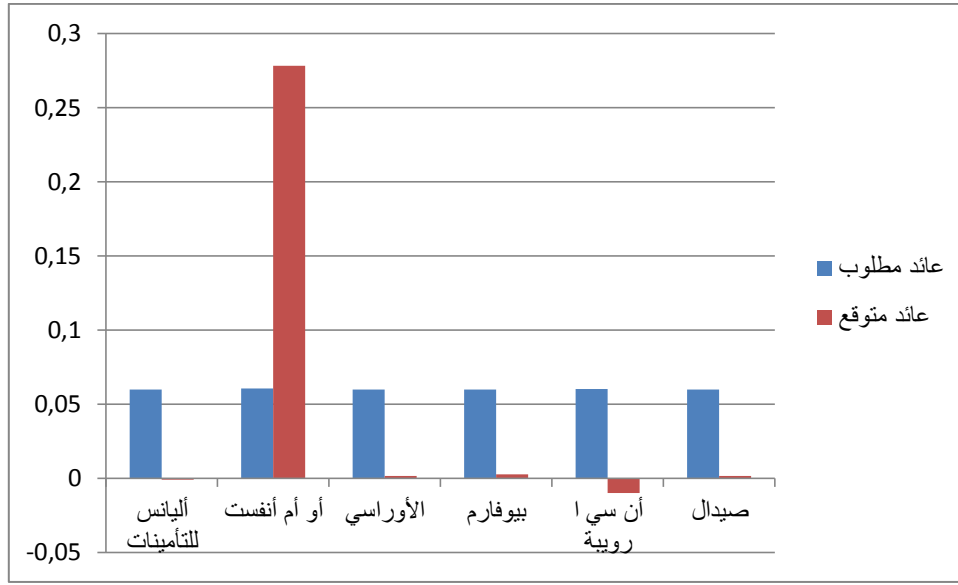
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النتائج المحسوبة سابقا



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

بالاعتماد على نتائج الجدول والشكل أدناه نلاحظ أن قيم العائد المطلوب للشركات عينة الدراسة متقاربة إلى حد ما فهي تتراوح بين 0.597 إلى 0.603،

الشكل رقم -10-: تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة مقارنة بالعائد المطلوب منها خلال الفترة 2019/2017



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدولين السابقين

من خلال الشكل أعلاه والمقارنة بين العائد المطلوب لكل شركة وعائدها المتوقع يمكن أن نلاحظ بروز عائد شركة أم انفست يفوق العائد المطلوب منها بشكل كبير وهذا يبرر دخولها الحديث لبورصة الجزائر وعدم تجانس معطياتها مع بقية الشركات الأخرى.

بينما كل الشركات الأخرى كان عائدها المطلوب يفوق بكثير عائدها المتوقع ولو بنسب متفاوتة، وإن كانت أن سي أروبية هي التي سجلت أكبر فجوة بين عائدها المطلوب وعائدها المتوقع وهذا ما يعكس عدم جاذبية كل الشركات باستثناء شركة أم انفست للمستثمرين.

المطلب الثاني: قياس وتحليل مخاطر بورصة الجزائر

أولاً: قياس المخاطرة

يتم قياس المخاطر الكلية التي يتم حسابها بدلالة الانحراف المعياري للعوائد المحققة من طرف كل شركة والذي يمثل جذر التباين، والمخاطر المنتظمة من خلال حساب معامل بيتا الذي يعبر عن مدى حساسية عوائد الشركة تجاه عائد السوق، والذي يتم حسابه بقسمة التباين المشترك بين عوائد الشركة وتباين عائد السوق، وفق العلاقة التالية:

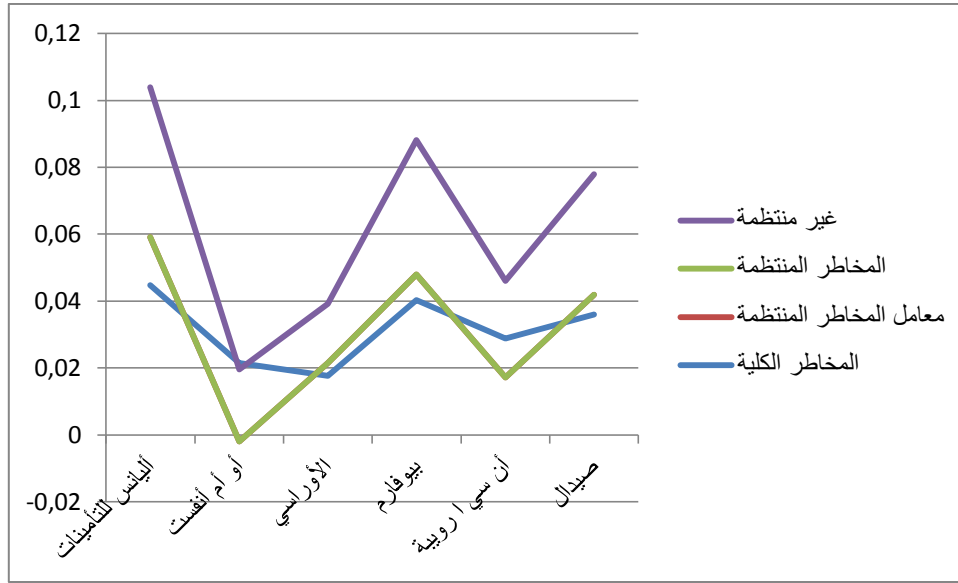
$$\beta = \frac{COV(R_j, R_m)}{VAR_m}$$

الجدول رقم 3: نتائج حساب المخاطر الكلية، المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

الشركات	المخاطر الكلية	β	β^2	المخاطر المنتظمة	المخاطر غير المنتظمة
أليانس للتأمينات	0,0447213	0,0144	0,0002	0,0000074	0,0447139
أو أم أنفست	0,0214622	-0,0234	0,0005	0,0000185	0,0214437
الأوراسي	0,01773809	0,0038	0,00001	0,00000037	0,01773772
بيوفارم	0,04029553	0,0076	0,00005	0,00000185	0,04029368
أن سي ا روبية	0,0288006	-0,0116	0,0001	0,0000037	0,0287969
صيدال	0,03605551	0,0058	0,00003	0,00000111	0,0360544
VARm	0,037				

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على تقارير بورصة الجزائر الشهرية والنتائج السابقة.

الشكل رقم 11: يمثل قيم المخاطر المنتظمة، غير المنتظمة، الكلية، معامل بيتا



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

تشكيل المحفظة المالية:

المحفظة الممكن تشكيلها في بورصة الجزائر تكون مكونة من كل أو بعض الأسهم المدرجة فيها بأوزان نسبية معينة، بحيث تحقق عائد موجب بمخاطر قليلة خاصة وأن الاستثمار في شركة واحدة غير جذاب بناءً على النتائج المحسوبة سابقاً ومن خلال المقارنة بين العائد المطلوب والمتوقع لكل شركة.

وتتم عملية تشكيل المحفظة بمكوناتها وأوزانها باتباع الخطوات التالية:

أ- تحديد الأسهم الممكن إدراجها في المحفظة:

✓ تحديد علاوة المكافأة إلى المخاطرة باستخدام العلاقة التالية:

$$T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

جدول رقم-4:- تحديد علاوة المكافأة للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر

	Ri	Rf	β	T
أليانس للتأمينات	-0,0011	0,06	0,0144	-4,2382816
أو أم أنفست	0,2781	0,06	-0,0234	-9,31835845
الأوراسي	0,0015	0,06	0,0038	-15,482826

بيوفارم	0,0025	0,06	0,0076	-7,56040766
أن سي ا روية	-0,014	0,06	-0,0116	6,39719492
صيدال	0,0017	0,06	0,0058	-10,0799131

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النتائج السابقة

بعد القيام بحساب علاوة المكافئة إلى المخاطرة، سنقوم بترتيب القيم المحصل عليها تنازليا من الأكبر إلى الأصغر.

✓ تحديد معدل القطع وفق الصيغة التالية:¹⁵

$$C^* = \frac{\delta m^2 \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - R_f)\beta_i}{\delta i^2}}{1 + \delta m^2 \sum_{i=1}^n \frac{\beta_i^2}{\delta i^2}}$$

الجدول رقم-5:- يوضح نتائج حساب معدل القطع C للشركات المدرجة في بورصة الجزائر 2019/2017

	Ri	Rf	β	δm^2	β^2	$(R_i - R_f)/\beta$	$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\delta i^2}$
أن سي ا روية	-0,014	0,06	-0,0116	0,0008	0,000134	0,0009	1,0700
أليانس للتأمينات	-0,0011	0,06	0,0144	0,002	0,00207	-0,0009	-0,4404
بيوفارم	0,0025	0,06	0,0076	0,0016	0,000057	-0,0004	-0,2733
أو أم أنفست	0,2781	0,06	-0,0234	0,0004	0,000547	-0,0051	-12,7618
صيدال	0,0017	0,06	0,0058	0,0013	0,000033	-0,0003	-0,2594
الأوراسي	0,0015	0,06	0,0038	0,0003	0,000014	-0,0002	-0,7368
VAR_m	0.037						

$\delta m^2 \frac{(R_i - R_f)\beta}{\delta i^2}$	$\frac{\beta^2}{\delta m^2}$	C	T
0,0396	0,1675	0.2279	6,3972
-0,0163	1,035	-0.0152	-4,2383
-0,0101	0,0356	-0.2737	-7,5604

¹⁵ موسى بن منصور، إدارة المحافظ المالية، مرجع سابق، 72.

-0,4722	1,3675	-0.0330	-9,2383
-0,0096	0,0253	-0.3646	-10,0799
-0,0273	0,0466	-0.5633	-15,4828

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج مختلف الشركات المحسوبة سابقا.

بعد حساب معدل القطع، نقوم باختيار أكبر معدل قطع والذي يساوي 0.022 والذي يقابل شركة أن سي أ روية، ونلاحظ أن C^* لهذه الشركة أقل من T، وهي الشركة الوحيدة التي يتوفر فيها هذا الشرط وبالتالي سوف نقوم باستبعاد الشركات الأخرى نظرا لعدم توفرها على الشرط السابق، وبالتالي فأي مستثمر يريد الاستثمار في بورصة الجزائر سوف يستثمر في شركة أن سي أ روية، وهنا يتم ضمها للمحفظة المالية التي سوف تحتوي على سهم واحد، وهذا يتنافى مع مبدأ التنوع الذي يقوم عليه الاستثمار في المحفظة من خلال تشكيلة من الأصول المالية المختلفة، وكان من الأجدر في بورصة الجزائر أن تكون كل الأسهم منضمة في المحفظة لقلّة عددها وما ينجر عنه من انخفاض في تكاليف تشكيلها ومتابعتها وكذا سهولة ادارتها، لكون عدد الشركات المدرجة فيها محدود جدا إلا أن وضع الشركات من حيث العائد والمخاطرة، استبعادها من الضم في المحفظة، وهذا ما يعطي انطباع الاستثمار في السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) لازال بعيدا عن تطلعات المستثمرين وعن الأهداف المسطرة لها.

والجدير بالذكر إن وجود معدل القطع سالب، يقود بنا إلى وجود أوزان نسبية سالبة مما يدفع بالمستثمرين إلى عمليات البيع والشراء على المكشوف وفي بورصة الجزائر لا وجود لعمليات البيع والشراء على المكشوف.

ب- تحديد الوزن النسبي للأسهم المدرجة في المحفظة:

بما أنه توجد شركة واحدة في هذه المحفظة، فإن الوزن النسبي لشركة أن سي أ روية هو 100%

خلاصة

قمنا في هذا الفصل بدراسة تطبيقية حول بورصة الجزائر، إذ تمحور حول قياس وتحليل كل من العائد الفعلي، المتوقع والمطلوب للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017/2019 وتحليل النتائج

المتوصل إليها، وكذا حساب عائد السوق بهدف المقارنة مع العوائد الأخرى، وكذا حساب المخاطر الموجودة في البورصة من مخاطر منتظمة، كلية وغير منتظمة وذلك بالاعتماد على التقارير الشهرية للشركات المدرجة، ثم حاولنا تشكيل محفظة متنوعة من أسهم الشركات المتواجدة في البورصة، حيث توصلنا إلى تشكيل محفظة مكونة من أسهم شركة واحدة في بورصة الجزائر وأنه لا وجود لمبدأ التنوع في بورصة الجزائر.

الخاتمة

استهدفت هذه الدراسة بحث الاستثمار المالي مع أخذ تجربة بورصة الجزائر للبحث عن فرص الاستثمار فيها، حيث هدف كل مستثمر فرد أو مؤسسة هو البحث عن كيفية استغلال ثروته بشكل أمثل لتحقيق عوائد

موجبة بمخاطر متدنية وتعد البورصة واحدة من أهم المجالات التي تتيح الفرصة لتحقيق هذا الهدف ، حيث تقوم البورصة بدور هام في توفير نوعيات مختلفة من الأوراق المالية التي تناسب رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية ذات الاحتياج المالي، وكذا رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية، إذ أنها تتيح لهم الفرص الاستثمارية المتبناة من طرف الشركات المدرجة بها والتي تتحدد فاعليتها بنسب تحقيقها للعوائد.

وبناءً على التغطية النظرية لجانب الموضوع والدراسة التطبيقية التي تمت على مستوى بورصة الجزائر، تم التوصل الى جملة من النتائج إضافة الى عدد من المقترحات المقدمة من أجل تفعيل وتنشيط الاستثمار في بورصة الجزائر، وفق ما يضمن توفير الفرص الأمثل التي تمكن صاحب الفوائض المالية من استغلالها والتي تسهم في تحقيق التنمية والازدهار، يمكن اجمالها فيما يلي:

■ النتائج

من خلال الدراسة التطبيقية المتعلقة بفرص الاستثمار في بورصة الجزائر تم التوصل الى جملة من النتائج، يمكن اجمالها فيما يلي:

- أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر قليلة جداً، إذ لم تتجاوز مجموعها طيلة فترة الدراسة الستة شركات، وهو ما يجعل هذه البورصة من أصغر أسواق رأس المال من حيث عدد الشركات المدرجة سواء على المستوى الدولي أو على مستوى العالم العربي؛
- إن الهدف من الاستثمار أساساً هو تحقيق أكبر قدر من العوائد باستغلال أحسن الفرص الاستثمارية المتاحة ولكن أغلب عوائد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ضعيفة جداً مقارنة مع العوائد المطلوبة؛
- إن تحقيق أكبر قدر من العوائد يعرض المستثمر تلقائياً الى أكبر قدر من المخاطرة إذ وجدنا معظم الشركات التي تمت عليها الدراسة ذات مخاطرة عالية جداً؛
- ضعف الثقافة الاستثمارية للمستثمرين، وهذا ما انعكس في قلة أحجام التداول سواء بالنسبة للعرض أو الطلب لكل الشركات وخلال كامل فترة الدراسة؛
- قلة العرض والمطلوب من الأوراق المالية مما يجعل في غالب الأحيان الأسعار تبدو مستقرة إلا أنها لا تعكس توازن السوق أو استقرار التعامل؛

- ابتعاد القيمة الحقيقية عن القيمة الموجودة في الأسواق أي عدم قدرة السوق على عكس الصورة الحقيقية لهذه الشركات و قيمتها السوقية، إذ أن واقع هذه الشركات يختلف، حيث إذا قمنا بإتباع ما تظهره البورصة تصبح كل الشركات مفلسة؛
- فرص الاستثمار في بورصة الجزائر تكاد تنعدم، لا من حيث العوائد المجزية ولا من حيث المخاطر المشجعة، وبالتالي القاعدة الاستثمارية غير محققة (عندما ترتفع المخاطر من المفروض أن ترتفع معها العوائد ولكن هنا لا العوائد مرتفعة ولا المخاطر منخفضة).

■ الاقتراحات

- بناءً على النتائج السابقة وتماشياً مع أهداف الدراسة تم تقديم جملة من المقترحات للنهوض ببورصة الجزائر، و للقيام بالدور المنوط بها لاسيما أنها حقل خصب للاستثمار، و لعل أهم هذه المقترحات ما يلي:
- إعادة النظر في آليات عمل البورصة والقيام على تحسينها وتطويرها بما يتماشى مع ما يتمشى بالدور الحقيقي الذي تؤديه البورصات في الدول الأخرى لاسيما التقييم والتسعير على الأقل بما يجعل الأسعار التي تعرضها البورصة تعكس القيمة الحقيقية للشركات المدرجة فيها؛
- التقييم الحقيقي للشركات المدرجة والراغبة في الإدراج مع العمل على رفع كفاءتها لجعل المستثمر ينجذب إلى الاستثمار فيها؛
- توعية المستثمرين وتوجيههم نحو الاستثمارات التي تتماشى ورغباتهم وتسهيل طريقة التعامل معهم؛
- إعادة النظر في عدد الشركات المدرجة في البورصة والعمل على استقطاب عدد أكبر عن طريق تسهيل عملية الإدراج والتعامل في البورصة؛
- محاولة التنوع في الاستثمارات من أجل توفير متطلبات المستثمرين أو البدائل التي تغطي احتياجاتهم وبالتالي الاستمرار في الاستثمار بالبورصة؛
- خلق بيئة مناسبة لاسيما المؤسسات المرافقة وشركات التقييم؛
- إعادة تفعيل القسم الخاص من البورصة المرتبط بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والبحث عن أسباب عدم التحاق هذا النوع من المؤسسات بالبورصة، على الرغم من التسهيلات الممنوحة خاصة وأن هذه الأخيرة بإمكانها أن تصنع الفرق من حيث التنوع الذي تمنحه للمستثمرين، وإعطاء فرصة للمستثمرين للمفاضلة بين البدائل المتاحة؛

- إعادة النظر في القوانين و النظم المسيرة التي تقوم عليها البورصة، لاسيما بما يتعلق بشروط الإدراج والقبول، إذ أن أغلب تلك الشروط لا تستجيب لها أغلب الشركات والمؤسسات في الاقتصاد الجزائري

■ أفاق البحث

اهتمت الدراسة بموضوع مهم يرتبط بالاستثمار المالي من خلال تحليل فرص الاستثمار في بورصة الجزائر، وعلى الرغم من احاطتنا بأجزاء مهمة من الموضوع إلا أنه من الطبيعي أن البحث يبقى فيه حقل خصب للمهتمين بالموضوع لاسيما الطلبة المقبلين على التخرج.

وفي هذا الإطار يمكن طرح بعض الإشكاليات التي تصب في صميم الموضوع ومن شأنها أن تكون بحوث ودراسات تتوج بنتائج يمكن الاستفادة منها في تطوير بورصة الجزائر:

- دراسة مقارنة بين الاستثمار في بورصة الجزائر وبورصات عربية مقارنة للجزائر من الناحية الاقتصادية و المالية و السياسية؛

- دراسة متطلبات الاستثمار الناجح في البورصة؛

- دراسة مدى تأثير عدد الشركات المدرجة في اتاحة الفرص الاستثمارية بالبورصة.

الجدول رقم 1: نتائج العائد المتوقع والفعلي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر(2017/2019)دج

	أليانس للتأمينات		أو أم انفست		الأوراسي		بيوفارم		أن سي أروبية		صيدال	
	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي
جانفي	465				520		1223,1		334		600	
فيفري	465	0,0000			520	0	1208,9	-0,0116	325	-0,0269	631,27	0,0521
مارس	450,39	-0,0314			543,26	0,0447	1197,8	-0,0092	324,62	-0,0012	635	0,0059
أفريل	451,56	0,0026			549,9	0,0122	1186,98	-0,0090	325	0,0012	644,31	0,0147
ماي	445	-0,0145			549,9	0,0000	1177,1	-0,0083	325	0,0000	665	0,0321
جوان	444,502	-0,0011			549,9	0,0000	1190,37	0,0113	325	0,0000	665	0,0000
جويلية	405	-0,0889			520	-0,0544	1205,82	0,0130	325	0,0000	662,71	-0,0034
أوت	420	0,0370			515	-0,0096	1140	-0,0546	320	-0,0154	660	-0,0041
سبتمبر	420	0,0000			515	0,0000	1140	0,0000	300	-0,0625	660	0,0000
أكتوبر	471,88	0,1235			515	0,0000	1118,02	-0,0193	300	0,0000	660	0,0000
نوفمبر	413,14	-0,1245			495	-0,0388	1098,94	-0,0171	298,77	-0,0041	660	0,0000
ديسمبر	417,56	0,0107			495	0,0000	1040,11	-0,0535	300	0,0041	600	-0,0909
جانفي	420	0,0058			495	0,0000	970	-0,0674	300	0,0000	659,2	0,0987
فيفري	426,21	0,0148			495,95	0,0019	938,34	-0,0326	300	0,0000	621,59	-0,0571
مارس	420	-0,0146			495,95	0,0000	974,07	0,0381	300	0,0000	620	-0,0026
أفريل	425	0,0119			500	0,0000	1028,48	0,0559	300	0,0000	620	0,0000
ماي	429,39	0,0103			500	0,0000	1013,63	-0,0144	295	-0,0167	612,25	-0,0125
جوان	430	0,0014			505	0,0000	1070,2	0,0558	295	0,0000	620	0,0127
جويلية	405,13	-0,0578			505	0,0000	1185,85	0,1081	295	0,0000	624,97	0,0080
أوت	395	-0,0250			514,3	0,0184	1151,16	-0,0293	295	0,0000	580	-0,0720
سبتمبر	414,44	0,0492			520	0,0111	1167,01	0,0138	295	0,0000	589,48	0,0163
أكتوبر	420	0,0134			524,701	0,0090	1185,05	0,0155	295	0,0000	598,848	0,0159
نوفمبر	425,544	0,0132			525	0,0006	1230	0,0379	266	-0,0983	630	0,0520
ديسمبر	427	0,0034	300		525	0,0000	1150,04	-0,0650	266	0,0000	635	0,0079

جانفي	429	0,0047	378,88	0,2629	525	0,0000	1153,11	0,0027	240	-0,0977	635	0,0000
فيفري	456,47	0,0640	490	0,2933	530	0,0095	1151,55	-0,0014	240	0,0000	625,57	-0,0149
مارس	435,34	-0,0463			530	0,0000	1150	-0,0013	235	-0,0208	609,91	-0,0250
أفريل	430,98	-0,0100			530	0,0000	1153,57	0,0031	220	-0,0638	609,87	-0,0001
ماي	433,17	0,0051			530	0,0000	1208,6	0,0477	220	0,0000	610	0,0002
جوان	438	0,0112			550	0,0377	1285,47	0,0636	219	-0,0045	620	0,0164
العائد المتوقع		-0,0011		0,2781		0,0015		0,0025		-0,0140		0,0017
عائد السوق	0.037											

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير الشهرية للشركات المدرجة في البورصة

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	شكر وتقدير
	الإهداء
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
3-1	مقدمة
الفصل الأول: مدخل للاستثمار المالي والمحفظة المالية	
4	تمهيد
المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المالي	
6-5	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي وخصائصه
5	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار المالي
6	الفرع الثاني: خصائص الاستثمار المالي
8-6	المطلب الثاني: دوافع وأهداف الاستثمار المالي
6	الفرع الأول: دوافع الاستثمار المالي
8-7	الفرع الثاني: أهداف الاستثمار المالي
18-8	المطلب الثالث: أنواع الاستثمار المالي وأدواته
8	الفرع الأول: أنواع الاستثمار المالي
9	الفرع الثاني: أدوات الاستثمار المالي
20-19	المطلب الرابع: أسواق الاستثمار المالي
19	الفرع الأول: أسواق النقد
20	الفرع الثاني: أسواق رأس المال
المبحث الثاني: مفاهيم وأساسيات المحفظة المالية	
22-21	المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية وأهداف الاستثمار فيها
24-23	المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية والسياسات التي تحكم إدارتها
29-25	المطلب الثالث: مقومات تكوين المحفظة المالية
25	الفرع الأول: العائد
27	الفرع الثاني: المخاطرة

	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
32-30	المطلب الأول: الدراسات المتعلقة ببورصة الجزائر
34-32	المطلب الثاني: الدراسة المتعلقة ببورصات الدول الأخرى
34	المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة
	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة تحليلية للعائد والمخاطر في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2019
	تمهيد
	المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر
40-37	المطلب الأول: مفهوم بورصة الجزائر ونشأتها
45-41	المطلب الثاني: إجراءات الدخول لبورصة الجزائر و شروط الإدراج فيها
50-45	المطلب الثالث: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والهيئات المكونة لها
	المبحث الثاني: أساليب قياس عائد ومخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر
53-50	المطلب الأول: أساليب قياس عائد الاستثمار في بورصة الجزائر
56-53	المطلب الثاني: أساليب قياس مخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر
	المبحث الثالث " قياس وتحليل عائد ومخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر
64-56	المطلب الأول: قياس وتحليل عائد الاستثمار في بورصة الجزائر
65-64	المطلب الثاني: قياس وتحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر
67-65	المطلب الثالث: تشكيل المحفظة المالية في بورصة الجزائر
68	خلاصة الفصل
	خاتمة
	قائمة المراجع

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول:

الصفحة	عناوين الجداول	الرقم
57	نتائج العائد المتوقع والفعلي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر (2019/2017)	01
62	العائد المطلوب للشركات المدرجة في بورصة الجزائر في الفترة (2019-2017)	02
64	نتائج حساب المخاطر الكلية، المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر	03
66	تحديد علاوة المكافأة للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر	04
66	نتائج حساب معدل القطع C للشركات المدرجة في بورصة الجزائر 2019/2017	05

قائمة الأشكال

الرقم	عناوين الأشكال	الصفحة
01	تطور العائد الفعلي لشركة صيدال مقارنة بعائد السوق	59
02	تطور العائد الفعلي لشركة أليانس للتأمينات مقارنة بعائد السوق	59
03	تطور العائد الفعلي لشركة الأوراسي مقارنة بعائد السوق	59
04	تطور العائد الفعلي لشركة أن سي روية مقارنة بعائد السوق	59
05	تطور العائد الفعلي لشركة بيو فارم مقارنة بعائد السوق	59
06	رسملة بورصة الجزائر على الناتج الإجمالي الخام خلال الفترة (1999-2017)	59
07	تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2017-2019)	61
08	تطور عائد السوق خلال الفترة (2017-2019)	62
09	تطور قيم العائد المطلوب للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2017-2019)	63
10	تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة مقارنة بالعائد المطلوب منها خلال الفترة (2017-2019)	63
11	يمثل قيم المخاطر المنتظمة، غير المنتظمة، الكلية، معامل بيتا	65

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

✓ الكتب:

1. أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية-النظرية والتطبيق العملي-، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
2. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2009.
3. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2010-1430هـ.
4. شمعون شمعون، البورصة : بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، بوزريعة-الجزائر، 2005.
5. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي، الدار الجامعية، الاسكندرية- مصر ، 2011.
6. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
7. محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مؤسسة النشر الجامعية ، مصر، 2005.
8. محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2007.
9. محمد مطر إدارة الاستثمارات-الاطار النظري والتطبيقات العملية-، دار وائل للنشر، جامعة الشرق الأوسط، الطبعة السابعة، 2015.
10. محمد مطر، إدارة الاستثمارات-الاطار النظري والتطبيقات العملية-، دار وائل للنشر، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الطبعة السابعة، 2015.
11. هوشيار معروف، الاستثمارات المالية والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2015.

✓ الأطروحات والرسائل الجامعية

■ الأطروحات:

1. بن اعمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان ، 2012-2013.

2. سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الاسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2016/2015.

3. سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2009.

■ الرسائل الجامعية

✓ مذكرات ماجستير:

1. أحمد مصيبح، الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002.

2. حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية و مناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي تيسي، تبسة 2004.

3. خيرة الداوي ، تقييم أداء و كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2012/2011.

4. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخوصصة -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب-، رسالة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة، 2010-2011

5. سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك BNP PARIBAS- ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة،-2007-2006.

6. لمياء قاسم شاوش، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر- " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية ، جامعة البلدية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، السنة الجامعية 2005/2004 .

7. نعمان محبول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية-دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2007/2006.

✓ مذكرات ماستر:

1. آسيا زهار، حوكمة الشركات في ترشيد السلوك المالي للمستثمرين في الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة برج بوعرييج، 2015/2014.
2. خليدة بلعيد، دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي دراسة تحليلية 2012-2014، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج جامعة -البويرة-، 2015/2014.
3. راضية كروش، التنوع الدولي كأداة لتدئة المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الكويت و السعودية للأوراق المالية لسنة 2010، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماستر في علوم التسيير، - جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-، 2012/2011.
4. صالح بزطوط، نظام البورصة في الجزائر، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة العربي بن مهيدي-تبسة-، 2014/2013.
5. عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
6. لعروسي بلخير، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار وفق نموذج MEDAF، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، علوم تجارية، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-، 2016/2015.
7. نورة أعبيد، عيدون فاطمة الزهراء، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف-المسيلة-، 2017/2016.

✓ المجالات:

1. بلعزوز بن علي، نعاس مريم نجاة، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2011-2016)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 10، جوان 2016.
2. جليل كاظم مدلول العارضي، الباحث زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والمالية، المجلد 14، العدد 38، 2016.

3. جمال عبد الخضر، المشتقات المالية، مجلة إضاءات، العدد الثاني، معهد الدراسات المصرفية-الكويت، 2009-2010.

4. حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2011.

5. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.

6. هشام دغموم، واقع نمو و تطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1999-2016، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 33-2016.

7. الياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية/بالتطبيق في سوق عمان المالي، جامعة الموصل مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 4، العدد 7، 2011
✓ مطبوعات جامعية:

1. سامية فقير، مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2017/2018.

2. موسى بن منصور، الأسواق المالية، مطبوعة محكمة في مقياس الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد البشير الابراهيمى، برج بوعرييج، 2017/2018.

3. موسى بن منصور، مطبوعة محكمة في مقياس إدارة المحافظ المالية، جامعة برج بوعرييج، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، 2013/2014.

✓ الملتقيات:

1. - بن رجم محمد خميسي، مداخلة بعنوان المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي، حول الأزمة المالية والاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2009.

2. عبد القادر عمران، الجودي صاطوري، مداخلة بعنوان مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة العربي تبسي-تبسة-قسم العلوم التجارية، 2005/2006.

3. الملتقى الدولي السادس عشر حول- الضمانات القانونية للاستثمار في الدول المغاربية- يومي 23/22 فيفري 2016 جامعة محمد خيضر بسكرة .

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

-Livres:

1. -Joel Priolon, les marchés financiers, Agro paris Tech, paris, 2004.

✓ المواقع الالكترونية:

1. Elriadh.yooh.com/t983-topic.
2. www.djelfa.info
3. <http://www.chourok.net/vb/showthread.php?t=13046>
4. <https://www.cosob.org/ar/visa-aom-invest-spa/>
5. <http://www.sgbv.dz/ar/>

الملخص

تناولت هذه الدراسة موضوعا جديرا بالاهتمام وهو الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك بالتركيز على الاستثمار في بورصة الجزائر ومحاولة تحديد فرص الاستثمار فيها، من خلال تحليل عوائدها ومخاطرها خلال الفترة (2017-2019) باستخدام كل الأدوات الإحصائية المعروفة في هذا المجال، حيث أصبحت البورصة تحتل مكانة هامة في الإقتصاديات المعاصرة من خلال ماتقوم به من أدوار هامة، حيث تكمن أهميتها في الفرص الإستثمارية التي تتيحها الشركات المدرجة بها، لتوفر للمستثمرين ما يناسبهم من إستثمار، ولقد تبين من الدراسة أن بورصة الجزائر لا تحتوي على القدر الكافي من الفرص الإستثمارية التي تستقطب المستثمر إذ أن عوائد الشركات المدرجة بها ضعيفة جدا في حين مخاطرها مرتفعة بشكل كبير.

الكلمات المفتاحية: الإستثمار المالي، العائد، المخاطرة، بورصة الجزائر، المحفظة المالية.

Résumé

This study dealt with an interesting topic which is investing in securities, by focusing on investing in the Algeria Stock Exchange and trying to identify investment opportunities in it, by analyzing its returns and risks during the period (2017-2019) using all the statistical tools known in this field, where the stock market has become occupied an important place in contemporary economies through its important roles, where its importance lies in the investment opportunities offered by listed companies, to provide investors with the appropriate investment, the study shows that the Algiers Stock Exchange does not contain enough investment opportunities The returns of listed companies are very low while the risks are substantially high.

Key words: Financial Investment, Return, Risk, Algiers Stock Exchange, Portfolio.