



جامعة أحمد دراية - أدرار -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية



مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي

شعبة: علوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

العنوان

مردودية المؤسسة الاقتصادية في ظل استخدام نموذج تسعير الأصول

دراسة حالة بعض الشركات المدرجة (capm) الرأسمالية

في بورصة الجزائر

إشراف الدكتور:

د. لخديمي عبد الحميد

إعداد الطالبين

أعومري محمد

كرومي بوجمعة

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة
د. بن العرية محمد	أستاذ محاضر -أ-	(رئيسا)
د. لخديمي عبد الحميد	أستاذ التعليم العالي	(مقررا ومشرفا)
د. بن مسعود محمد	أستاذ محاضر -أ-	(مناقشا)

الموسم الجامعي

1443-1444هـ / 2021-2022م



شهادة الترخيص بالإبداع

انا الأستاذ(ة): لخديجي عبد الحميد
المشرف مذكرة الماستر الموسومة بـ: مردودية المؤسسة الاقتصادية في ظل إستخدام نموذج تسعير
الأصول الرأسمالية (CAPM) دراسة حالة بعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
من إنجار الطالب(ة): اعومري محمد
و الطالب(ة): كرومي بوجمعة
كلية: العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
القسم: العلوم التجارية
التخصص: مالية المؤسسة
تاريخ تقييم / مناقشة: 2022/05/30
أشهد ان الطلبة قد قاموا بالتعدلات والتصحيحات المطلوبة من طرف لجنة التقييم / المناقشة، وان المطابقة بين
النسخة الورقية والإلكترونية استوفت جميع شروطها.
وبإمكانهم إيداع النسخ الورقية (02) والإلكترونية (PDF).

أدرار في: 07 جوان 2022

- امضاء المشرف:

مساعد رئيس القسم:

د. قويدري عبد الرحمان

مساعد رئيس قسم العلوم التجارية
كلف بمهام التفرغ والتدريس



ملاحظة: لا تحذف اي شهادة بدون التوقيع والمصادقة.



الإهداء

أهدي ثمرة سنين هذا الجهد والعمل الذي أفنيت من أجله ربيع عمري وأجمل سنين حياتي فقط، من أجل التعلم والتعليم والعطاء فما أفقر الحياة من دون علم ولا معرفة وما أجمل الحياة التي يسطع فيها نور العلم فيشرقها من جديد.

من هذا المنبر أهدي هذا العمل المتواضع والذي هو نتاج وحصيلة ما تعلمت وثمار ما حصدت ... إلى كل من أفنوا حياتهم في سبيل مهنة التعليم وإيصال هذه الرسالة العظيمة كما يسرني أن أخص بالذكر الوالدين الكريمين أبي الغالي "الحاج أحمد أباسلام" يامن إذا وقفت محاولاً رصف الكلمات لن أفبك حقك، فكيف للغة أن تحمل ما لا تستطيع احتماله من أرقى المعاني، أمي الحبيبة "كرومي الزهراء" لن يكفي لو أكتب به لإرضائك، وخفق الروح لن يجزي عبيراً فاح بعطائك.

إلى إخواني عبد الله وأحمد ومحمد والعائلة الغالية كل باسمه ووسمه، إلى الكتكوتة الصغيرة
ملح العائلة "عبير"

إلى من هيئوا لنا الظروف والأحوال

وانتظروا معنا لحظة الفرح والكمال

إلى إخواننا وأخواتنا

إلى كل أهالينا وزملائنا

نهديكم ثمرة هذا العمل

كرومي بوجمعة

الشكر والعرفان

أول من يشكر ويحمد اثناء الليل وأطراف النهار، هو العلي القهار، الأول والأخر، الذي أغرقتنا بنعمه الظاهرة والباطنة فالحمد لله الذي أعان ووفق وسهل ويسر، فله جزيل الحمد والشكر والثناء العظيم، هو الذي بعث في الأميين رسولا منهم يتلو عليهم الكتب والحكمة "محمد بن عبد الله" عليه أزكى الصلوات وأطهر التسليم، أرسله بقرءانه المبين، الذي حثنا على طلب العلم أينما وجد.

لله الحمد كله والشكر كله أن وفقنا لإتمام هذا العمل وألهمنا الصبر على المشاق التي واجهتنا لإنجاز هذا العمل المتواضع

والشكر موصول إلى كل معلم أفادنا بعلمه من أول المراحل الدراسية إلى غاية هذه اللحظة كما أرفع كلمة شكر إلى الدكتور المشرف "الخديمي عبد الحميد" والذي كان له الفضل بعد الله عز وجل في إنجاح وإتمام هذا العمل المتواضع والذي كان بمثابة بوصلة الطريق ومصباح النجاح، كما أرفع كلمة شكر وتقدير لأستاذ مادة المحاسبة "لمعلم عبد الحميد" وأستاذ الرياضيات "أعومري عبد الرحمان" وللذان بقي اسمهما محفورا في فؤادي فأشكرهما جزيل الشكر على ما قدماه لي في مرحلة نهاية التعليم الثانوي وإلى زميلي في العمل والذي تحمل معي عناء العمل ومشقة الطريق "أعومري محمد". وإلى صديقي في الدفعة الطالب "دهاج مصطفى" ممثل طلبة تخصص تدقيق، والذي كان السند والروح والموجه والسبيل في هذا العمل دمت ذخرا للطلبة والزملاء،

كما نشكر كل من مد لنا يد العون من قريب أو بعيد ونشكر كل أساتذة قسم العلوم التجارية خاصة وأساتذة الجامعة عامة وإلى كل الطلبة وزملاء الدفعة قرافي يوسف ويوسفي عبد الصمد وبلبالي مصطفى ويوسفي إسحاق والقائمة فيها متسع ... وفي الأخير لا يسعنا إلا أن ندعو الله عز وجل أن يرزقنا السداد والرشاد والعفاف والغنى

وأن يجعلنا هداة مهتدين.

• أعومري محمد

• كرومي بوجمعة

الفهارس

فهرس المحتويات - 1

العنوان	الصفحة
إهداء	-
شكر وعرفان	-
الفهرس	-
قائمة الجداول	-
قائمة الأشكال	-
قائمة الملاحق	-
مقدمة	أ-ب-ج
الفصل الأول: الإطار النظري	
تمهيد	4
المبحث الأول: عموميات حول الأسهم والسندات والفرق بينهما	5
المطلب الأول: ماهية الأسهم (أدوات الملكية)	5
المطلب الثاني: ماهية السندات (أدوات الدين)	7
المطلب الثالث: الفرق بين الأسهم والسندات	10
المبحث الثاني: مدخل للمردودية	12
المطلب الأول: مفهوم المردودية	12
المطلب الثاني: خصائص المردودية وأنواعها	12
المطلب الثالث: قياس المردودية والعوامل المؤثرة فيها	16
المبحث الثالث: الدراسات السابقة	20
المطلب الأول: الدراسات المحلية المتعلقة بالمتغير المستقل	20

22	المطلب الثاني الدراسات الأجنبية المتعلقة بالمتغير المستقل
23	المطلب الثالث: الدراسات المحلية المتعلقة بالمتغير التابع
24	المطلب الرابع: الدراسات الأجنبية المتعلقة بالمتغير التابع
26	المطلب الخامس: موقع الدراسة من الدراسات من الدراسات السابقة
30	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: الإطار التطبيقي	
32	تمهيد
33	المبحث الأول: أدوات ومنهج الدراسة
33	المطلب الأول مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
35	المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "CAPM"
38	المطلب الثالث: أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
39	المطلب الرابع: مؤشر بورصة الجزائر -دزائر اندكس-
40	المبحث الثاني: نبذة عن البورصة والشركات المدرجة فيها
40	المطلب الأول : تعريف بورصة الجزائر
46	المطلب الثاني: التعريف بالشركات المدرجة في بورصة الجزائر
51	المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية
51	المطلب الأول: عرض المعطيات المالية للشركات المدرجة في البورصة وعائد السوق
53	المطلب الثاني: معامل قياس المخاطر النظامية "بيتا"
55	المطلب الثالث: العائد المطلوب
57	المطلب الرابع: عرض معطيات مؤشر بورصة الجزائر
59	خلاصة الفصل

63	الخاتمة
67	قائمة المصادر والمراجع

(2) فهرس الجداول

الصفحة	الجدول	رقم الجدول
10	يوضح الفرق بين الأسهم والسندات	01
26	يوضح موقع الدراسة من الدراسات السابقة	02
45	يوضح الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	03
51	يوضح عائد السهم وعائد السوق	04
53	يوضح معامل بيتا والتباين والتباين المشترك	05
54	يوضح نتيجة معامل بيتا وتفسيرها	06
55	يوضح العائد المطلوب	07
58	يوضح اخر تركيبة مؤشر دزاير اندكس	08

(03) فهرس الأشكال

ص	عنوان الشكل	رقم الشكل
52	يمثل عائد شركة أليانس مقارنة بعائد السوق	01
52	يمثل عائد شركة صيدال مقارنة بعائد السوق	02
52	يمثل عائد شركة الأوراسي مقارنة بعائد السوق	03
53	معامل قياس حساسية المخاطر النظامية	04
56	العائد المطلوب للشركات الثلاثة مقارنة بعائد السوق	05
57	يمثل مؤشر بورصة الجزائر "دزاير اندكس" (Dzaier index)	06

(04) فهرس المخططات

رقم المخطط	عنوان المخطط	ص
01	يوضح أنواع الأسهم	07
02	يوضح التسعيرة الرسمية لبورصة القيم وفروعها	43
03	يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	44

(5) فهرس الرموز والإختصارات

الرمز	الشرح	الإختصار	الشرح
k	العائد المطلوب	BADR	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
c	ثابت	BNA	البنك الوطني الجزائري
β_i	معامل حساسية المخاطر النظامية	(CAPM)	Capital Asset Pricing Model
Rm	معدل عائد السوق	Bi	Béta Coefficient
Rf	معدل العائد الخالي من المخاطرة	Rf	Risk free rate of return
ϵ	معامل تقدير الخطأ	Rm	Market return
Rt	عائد محفظة القطاع	Cov	covariance
Pt	سعر اغلاق مؤشر القطاع N	var	variance
Pt-1	سعر اغلاق مؤشر القطاع N-1		
δ	الإنحراف المعياري		
δ_i	انحراف عائد الورقة المالية		
δ_m	انحراف عائد السوق		
Var	التباين		
Cov(l,m)	التباين المشترك		
Covi	تباين عائد الورقة المالية		
Covm	تباين السوق		

المقدمة

مقدمة:

تمهيد:

ظهرت الحاجة الملحة لوجود الأسواق المالية التي أخذت تلعب دور الوسيط الذي يجمع بين العرض والطلب على الأموال. لم يتوقف دور الأسواق المالية عند الجمع بين عارضي وطالبي الأموال، بل تعدى ذلك إلى زيادة الأمان في عمليات الاستثمار من خلال إتاحة الفرصة أمام المستثمرين لما يعرف بالتنوع (Diversification) حيث أن تنوع المحفظة الاستثمارية من شأنه تخفيض التذبذب في العائد المتوقع لهذه المحفظة. بالإضافة إلى ذلك، تلعب الأسواق المالية دورا مهما في زيادة سيولة الاستثمارات. فكذا، لم يتوقف دور الأسواق المالية على المستوى الجزئي (الأفراد والمؤسسات)، بل تعدى ذلك إلى المستوى الكلي (الاقتصاد الوطني)، حيث أن حركة الأسواق المالية أصبحت من أهم المؤشرات على مستوى التقدم الاقتصادي للدولة، وعلى حالة النشاط الاقتصادي من رواج أو كساد لتلك الدولة.

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

إن ما قدمته نماذج تقييم الأصول المالية، وعلى رأسها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، جاءت أسس مطبقة في الأسواق المالية المتقدمة وبالتالي فهي مكيّفة لتأخذ بعين الاعتبار خصوصية تلك الأسواق، وإذا ما أردنا أن نطبق هذه النماذج على السوق المالي الجزائري من أجل تحليل العلاقة يجب علينا أيضا أن نكيفها مع خصوصية هذه السوق، لهذا سنحاول من خلال هذه الدراسة تقديم نموذج لتقييم مخاطر الاستثمار في الأصول المالية في السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) من خلال الإجابة على

الإشكالية التالية:

مامدى أثر استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (capm) على مردودية المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؟.

وللتحكم أكثر في هذه الإشكالية قمنا بتفريغها الى عدة إشكاليات كما يلي.

الاشكاليات الفرعية:

- هل يساعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في معرفة التغيرات التي تطرأ على عوائد السهم في بورصة الجزائر؟
- ما علاقة المردودية كمصطلح بهذا النموذج كيفية تسعير الأصول الرأسمالية؟
- هل يكفي معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة؟

الفرضيات:

- يساعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في معرفة التغيرات التي تطرأ على عوائد السهم لان النموذج يعتمد على المخاطر النظامية والتي لا يمكن التنبؤ بها في السوق المالي الجزائري.
- عدم تطابق النتائج المتحصل عليها من خلال مؤشر دزاير اندكس والنموذج.
- نعم ربما يفني بالغرض معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة.
- في ظل تشكيلة بورصة الجزائر المنوعة قطاعيا على الرغم من قلة الشركات فيها هل يمكن تشكيل محفظة متنوعة.

أهمية البحث:

تسليط الضوء على خصائص البيئة المالية لبورصة الجزائر ومعرفة أهم أبعادها وقواعدها إبراز المخاطر المالية وكيفية قياسها بإحدى السبل المتاحة والتي تضمن تدننتها إلى أدنى مستوى عند مستوى عائد مقبول من خلال إستخدام النموذج

والتأكد من السير الحسن في حجم التداولات لكل شركة في بورصة الجزائر من خلال مؤشر اندكس

"Dzaier Index"

أهداف البحث:

- 1- الإلمام بالمفاهيم المتعلقة بنموذج تسعير الاصول الرأسمالية والمردودية وبورصة الجزائر.
- 2- توضيح كيفية استخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية في تحديد او في زيادة المردودية.
- 3- توضيح آلية استخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية في تحديد العائد المطلوب للسهم.

دوافع إختيار الموضوع:

إن اختيارنا لهذا الموضوع لم يكن محل صدفة وإنما نتاج لمجموعة من الدوافع الذاتية والموضوعية أهمها

- قلة البحوث المقدمة في هذا الموضوع
- يندرج الموضوع ضمن مجال تخصصنا
- رغبتنا في إستمرار البحث في إحدى المقاييس التي درسناها، خاصة إذا تعلق المر ببورصة الجزائر
- اللاغبة والميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية.

حدود البحث:

تتمثل الحدود المكانية في بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها وقد خصصت الدراسة في ثلاثة شركات وهي (صيدال،اليانس، الاوراسي).

تتمثل الحدود الزمانية في الفترة الزمنية 2013-2019 وهي سبع سنوات تحد الدراسة.

منهج البحث وأدوات الدراسة:

اعتمدنا في دراستنا هذه على المنهج الوصفي التحليلي لكونه المنهج المناسب من خلال تتبع واستقصاء مادة البحث وتحليلها ، حيث تم التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بالأسهم والسندات والمردودية بشكل عام، ثم تطرقنا الى أدوات الدراسة المستعملة وهي التعريف بالنموذج ومؤشر بورصة الجزائر

وتم التطرق أيضا إلى تعريف بيئة الدراسة والتي تتمثل في بورصة الجزائر وأهم الشركات المدرجة فيها وفي المطلب الثالث من الفصل الثاني تم اسقاط الجوانب النظرية على الشركات محل الدراسة والمدرجة في بورصة الجزائر مثل صيدال وأليانس والأوراسي، لمعرفة مردودية الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (capm)

تقسيم البحث:

لتحقيق اهداف البحث والاجابة على إشكالية الدراسة قسمنا البحث الى مقدمة وعرض وخاتمة حيث ان العرض يحتوي فصلين وكل فصل بدوره يحتوي على ثلاثة مباحث.

الفصل الأول (الجانب النظري) يتكون من ثلاثة مباحث المبحث الأول يتكلم على مختلف التعاريف والمفاهيم الأولية حول الاسهم والسندات والمبحث الثاني يتكلم حول المردودية بشكل عام والمبحث الثالث يحتوي على الدراسات السابقة المحلية منها والاجنبية.

أما الفصل الثاني خصص المبحث الأول للتعريف بالوسائل والأدوات المستعملة في الدراسة مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (capm) ومؤشر بورصة الجزائر دزاير اندكس "Dzaier Index" والمبحث الثاني تم تسليط

الضوء على بيئة الدراسة وهي البورصة والشركات المدرجة فيها، والمبحث الثالث تم إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، وتحليل النتائج المتوصل إليها.

وفي الأخير قدمنا خاتمة تحتوي على مواصلة قدمنا فيها النتائج المتحصل عليها، مع جملة من التوصيات والاقتراحات.

1

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات
المالية في بورصة الجزائر وكيفية
قياسها

تمثل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) الركيزة الأساسية في نشاط أي بورصة حول العالم، ومن ثم فإنها تمثل عصب الحياة في البورصة، وتعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معا، بعبارة أخرى تمثل الأسهم والسندات إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، وعليه فإن ذكر الأسهم والسندات لا يمكن أن نعقب عليه بدون ذكر الغرض منها وهو المردودية الناجمة عن الإستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ولهذا فإن تحقيق أي تطور أو نشاط اقتصادي لا يكون إلا بالاستثمار الصحيح والعقلاني في الأوراق المالية وتمثل المردودية أداة لتقييم الإستثمار في تلك الأوراق ووسيلة فعالة للتنبؤ من نسبة المردودية التي من أجلها قمنا بعملية الإستثمار، ويمكن تقسيم الأوراق المالية (الأسهم والسندات) إلى أدوات ملكية، وأدوات دين وأدوات هجينة وسنحاول في المبحث الأول التطرق إلى هذه الأدوات بالتفصيل.

المبحث الأول: عموميات حول الأسهم والسندات والفرق بينهما

تعتبر الأسهم والسندات الأدوات الأساسية في أي بورصة موجودة في العالم وتشكل محورا رئيسيا وهاما في البورصة وتسمى أيضا بالأوراق المالية، وللتعامل بالأوراق المالية فقط فإن ذلك يتطلب دراسة السوق أولا قبل الشروع في أي خطوة أو استشارة الوسطاء والسماسة كونهم تتوفر لديهم المعلومات الكافية في غالبية الأحوال والظروف.

ومنه فالأوراق المالية إما أن تمثل صك ملكية وهي الأسهم، أو المديونية وهي السندات وهناك العديد من الأنواع إلا أننا سوف نركز في هذا المبحث على الأسهم والسندات وأوجه التشابه والاختلاف فيما بينهما.

المطلب الأول: ماهية الأسهم (أدوات الملكية)

أولا: تعريف الأسهم

يعرف السهم على أنه صك قابل للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق معينة، حيث يمثل مشاركة رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في المؤسسة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت نقدية أو عينية أو مختلطة.¹

تعريف 1: السهم ورقة مشاركة أو ملكية في شكة الأموال تعطى لحاملها صفة الشريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها.²

التعريف 2: وهي عبارة عن مجموعة كبيرة من الأوراق التي تمثل أموالا خاصة، والتي تسمح بتنوع مصادر المؤسسات³، ويمثل السهم حق ملكية صاحبه في رأسمال مؤسسة أو مشروع معين⁴

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السهم عبارة عن صك يمنح لحامله إثباتا بمقدار مساهمته في شركة من شركات الأموال، حيث يعطي للمساهم الحق في الحصول على أرباح الشركة المحققة في أصولها.

مصطفى رشدي شبيحة وزينب حسن عوض الله الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر،¹

سنة 1993 ص 169

Bertrand jaquillat ET Bruno sonlik, "Marché financier, gestion de portefeuille et des risques" dunod²

France, 2002, p12

³ Christian et Mireille ZAMBOTO : Gestion financière : finance de marché. Edition BUNOD, paris, 1997, p13

طارق عبد العال حماد: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية-طبع-نشر-توزيع، سنة 2000 ص 20⁴

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

ثانيا: خصائص الأسهم

- حامل السهم هو شريك في المؤسسة
- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الإسمية
- يتحمل صاحب السهم الربح والخسارة في حدود حصته المقدمة في رأسمال الشركة
- صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت في اتخاذ القرارات المتخذة من طرف مجلس الإدارة
- في حالة تصفية المؤسسة، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الاجل ومدته هي حياة المؤسسة
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، تبعا للظروف المحيطة بالشركة
- عدم قابلية السهم للتجزئة بحيث لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد.¹

ثالثا: أنواع الأسهم

للأسهم أنواع كثيرة ومتعددة ولديها عدة تقسيمات متنوعة ومختلفة ركزنا على التقسيمات الأساسية والمتعارف عليها عند الباحثين، فيمكن تقسيمها وفقا لشكلها وطبيعة الحصة ومن حيث الحقوق والاستهلاك والشكل أدناه يوضح التقسيمات²

السهم الإسمي: هو الذي يذكر فيه اسم المساهم ويتم تداوله بالقيود في سجل المساهمين

السهم لحامله: لا يذكر فيه اسم المساهم وإنما يذكر فيه انه لحامله ويتم تداوله بمجرد المناوبة

أسهم رأس المال: هي التي لم يقبض المساهم قيمتها الإسمية من الشركة أثناء حياتها

أسهم التمتع: هي الأسهم التي يستلمها المساهم عند استهلاك أسهمه أي عند رد قيمة الأسهم للمساهم

أثناء حياة الشركة وقبل انقضائها) وتمنح الشركة أسهم التمتع كتعويض لمن استهلكت أسهمه

الطاهر لطرش، تقنيات البنوك طبعة 04، بن عكنون، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2005، ص 82¹

⁶ متاح على الموقع

[https://www.google.com/search?q=%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9+%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%87%D9%85&rlz=1C1CHNY_frDZ983DZ983&sxsrf=APq-](https://www.google.com/search?q=%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9+%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%87%D9%85&rlz=1C1CHNY_frDZ983DZ983&sxsrf=APq-WBvc4cT3oSqJGUAF8AfEJTxIqgDZcw:1649203777391&source=lnms&tbm=isch&sa=X&ved=2ahUKEwjX48Dqkv72AhWCilwKHT)

<WBvc4cT3oSqJGUAF8AfEJTxIqgDZcw:1649203777391&source=lnms&tbm=isch&sa=X&ved=2ahUKEwjX48Dqkv72AhWCilwKHT>

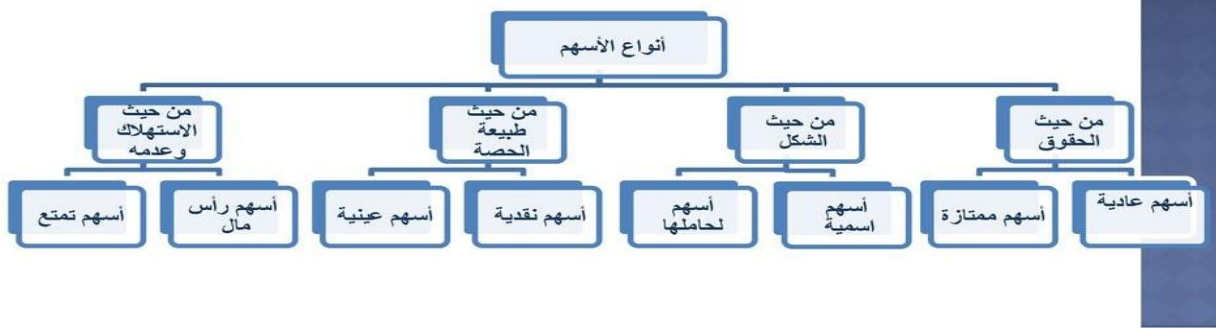
تاريخ الاطلاع يوم 06/04/2022 01:34 [o7C-oQ_AUoAXoECAEQAw&biw=1034&bih=588#imgrc=h4gFJCFka8zJBM01:34](https://www.google.com/search?q=%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9+%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%87%D9%85&rlz=1C1CHNY_frDZ983DZ983&sxsrf=APq-WBvc4cT3oSqJGUAF8AfEJTxIqgDZcw:1649203777391&source=lnms&tbm=isch&sa=X&ved=2ahUKEwjX48Dqkv72AhWCilwKHT)

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

الأسهم الممتازة: تعطي صاحبها أولوية في الحصول على نسبة معينة من الأرباح الصافية بغد تجنب الاحتياطي النظامي وقبل إجراء أي توزيع لأرباح الشركة، أو أولوية في استرداد قيمتها عند التصفية أو الأمرين معا أو أي مزايا أخرى، ولكن يحرم صاحبها حق التصويت في الجمعية العامة للشركة.

والشكل رقم (01) يوضح هذه الأنواع باختصار¹:

المخطط رقم 01 يوضح أنواع الأسهم



المصدر: موقع <http://slideplayer>

المطلب الثاني: ماهية السندات (أدوات الدين)

تعتبر السندات أداة من أدوات الدين التي تلجأ إليها الدولة والمؤسسات لتمويل مشاريعها.

أولا التعريف بالسندات

السند أداة مالية، تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد اقتراض مقدار كبيرة من المال، ليتعذر في العادة أن تحصل عليه من فرد واحد أو مؤسسة واحدة فتجزأ القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية وتصدر في مقابل كل جزء صكا، يحمل قيمة إسمية مساوية لذلك الجزء، بحيث يمثل مجموع قيم هذه الصكوك مجموع المال الذي تريد اقتراضه، ثم تعرض هذه الصكوك على الراغبين في اقراض من الأفراد والمؤسسات ليشاركوا جميعا في تقديم القرض، كل بحسب قدرته ورغبته، بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منه سندا، يثبت كونه دائنا للشركة بالقدر الذي أقرضه، ولها اصطلاح على تسمية هذه الصكوك بالسندات.

¹ متاح على الرابط:

https://www.google.com/search?q=%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9+%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%87%D9%85&tbm=isch&chips=q:%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9+%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%87%D9%85,online_chips:%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85+%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA:UJJaqlvnlMA%3D&client=ms-android-xiaomi-rvo3&prmd=ivn&hl=ar&sa=X&ved=2ahUKEwj6wM3oxZH3AhWMw4UKHcWoB-

، تاريخ الإطلاع يوم 18:27 2022/04/13 [18:27 2022/04/13](https://www.google.com/search?q=%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9+%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%87%D9%85&tbm=isch&chips=q:%D8%A7%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9+%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%87%D9%85,online_chips:%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85+%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA:UJJaqlvnlMA%3D&client=ms-android-xiaomi-rvo3&prmd=ivn&hl=ar&sa=X&ved=2ahUKEwj6wM3oxZH3AhWMw4UKHcWoB-cQ4YoAXoECAEQBw&biw=393&bih=752#imgrc=h4gFJCFka&zJBM)

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

فالسند إذا بالنسبة للحكومات والشركات أداة للاقتراض، وبالنسبة للمقرض ورقة أوصك، ثبت كونه دائناً للمقرض بالقيمة المدونة عليه.¹

تعريف 1: يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقرض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ إستحقاق معين.²

تعريف 2: السند يمثل جزء من قرض والمقرض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة، لذلك نميز بين السندات الحكومية وسندات شركات المساهمة ويعتبر حامل السند مقرضاً يستحق فائدة ثابتة سنوية مقابل استثمار أمواله في شكل سندات.³

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة وعندما يشتري مستثمر ما سند فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لأحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

ثانياً خصائص السندات⁴

- يمثل سند القرض دين والتزام على الجهة التي أصدرته وبالتالي فإن حاملي السندات هم في الحقيقة دائنون من وجهة نظر الجهة المصدرة
- يحصل حامل السند على عائد مكون من معدل فائدة محدد دورياً (سنوي-نصف سنوي-فصلي) اعتماداً على القيمة الاسمية للسند
- يحصل أصحاب السندات على الفوائد في جميع الأحوال بغض النظر عما إذا كانت الشركة حققت ربحاً أو خسارة ومهما كان حجم الأرباح المحققة فإن الفائدة ستظل ثابتة عكس الأسهم
- تحمل السندات تاريخ استحقاق محدد يجب على الشركة المصدرة أن تستهلكها أو تسددها خلاله

¹ الدكتور مبارك بن سليمان ال فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك بن عبد العزيز،

الطبعة الأولى 2010م 1431هـ السعودية ص 21.

² سحر عباس حسين، أثر التدفقات الإستثمار الأجنبي، المباشر في نشاط الأوراق المالية، الأردن حالة دراسية كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 6 العدد 3، مجلة جامعة كربلاء، العراق 2008 ص 26.

³ بلجيلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، مذكرة لنيل

شهادة ماجستير 2009-2010، قسنطينة ص 18

⁴ بلجيلية سمية، مرجع سبق ذكره، ص 18

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

- يحصل أصحاب السندات على كامل حقوقهم في حالة تصفية الشركة قبل أصحاب الأسهم باعتبارهم دائنين لها.
- إن اعتبار حملة السندات دائنين للشركة يمنحهم الحق في ضمان عام على كل موجودات الشركة أو جزء منها.
- تعتبر الفوائد التي تدفعها الشركة لأصحاب السندات جزءا من المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضريبة

ثالثا: أنواع السندات

تتنوع السندات إلى عدة أنواع تبعا لعدة اعتبارات مختلفة، أهمها ما يلي:¹

(1) تقسيم السندات باعتبار مصدرها

سندات حكومية: يتم إصدارها من قبل الحكومات لتمويل الانفاق العام

سندات الشركات: يتم إصدارها من قبل الشركات المصدرة لتمويل توسعاتها في الاعمال او لتمويل عمليات شراء الأصول

(2) تقسيم السندات من حيث الشكل:

السندات الإسمية: هي سندات تحمل اسم صاحب السند وتخول له الحصول على مميزات السند

السندات لحاملها: هي سندات لا يتم ذكر اسم حامل السند عليها وتعطي لصاحبها الحقوق المترتبة على امتلاكها

(3) تقسيم السندات من حيث الأجل:

السندات القصيرة الأجل: وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عاما واحدا، وهذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في سوق النقد، وهذه السندات تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، ولهذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا ومن أمثلتها: سندات الخزينة التي تتراوح مدتها بين 90 يوما وعام كامل وشهادات الخزينة التي لا تتجاوز مدتها عام كامل

السندات المتوسطة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام كامل ولا تتجاوز 7 أعوام، وتكون معدلات الفائدة أكثر من السندات القصيرة الأجل

الدكتور شحاتة عبد المنطلب حسن أحمد، مدى مشروعية التعامل في الأسهم والسندات، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية¹ للدينات بكفر الشيخ، العدد الثاني-المجلد الخامس لعام 2017 ص 393-398

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

السندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل، ولهذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات القصيرة والمتوسطة الأجل، ومن أمثلتها السندات العقارية.

المطلب الثالث: الفرق بين الأسهم والسندات

مما سبق طرحه حول الأسهم والسندات، حاولنا رصد الفرق بينهما في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): الفرق بين الأسهم والسندات

السند	السهم
دين على الشركة	جزء من رأسمال الشركة
حامل السند دائن بقيمة السند	حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته
عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة	ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة
حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين تغير الشكل القانوني للشركة أو إدماج الشركة في شركة أخرى	حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة
حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد الكامل	حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده وهو قابل للزيادة والنقصان
جامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع خسارة أو في حالة التصفية	عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة
القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الإسمي للسند	القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري
الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة	عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة
حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات	للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة فيما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة
يمكن إصدار السندات بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الإسمية	يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الإسمية وسعر الإصدار، وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

المصدر: من اعداد الطالين بالاعتماد على المعطيات السابقة

المبحث الثاني: مدخل للمردودية

إن الهدف الأساسي من إنشاء المؤسسة هو تحقيق أقصى حجم ممكن من الأرباح لملاكها بواسطة الأنشطة التي تقوم بها، فإذا أصبحت هذه الأنشطة لا تساهم في خلق أرباح كافية ومستديمة للملاك فيدل هذا على أن المؤسسة لا تحقق مردودية من أموالها المستثمرة، وعليه لا يمكن الحديث عن الأداء المالي للمؤسسة دون تناول المردودية ذلك أن النظرية المالية بحد ذاتها اهتمت في الماضي قبل سنة (1995) بمؤشرات الأرباح (الفوائض)، لتهم بعدها في (1995) بمؤشرات المردودية وصولاً إلى المؤشرات الاقتصادية، حيث أصبحت المردودية مؤشراً مهماً للدلالة على مدى قدرة المؤسسة على اتخاذ القرارات المالية السليمة والصائبة، ويتم التوصل إلى تحديد ماهية المردودية ودراستها من خلال نمذجة علاقة منطقية تتخللها نسب مالية، كما هو الشأن بالنسبة لمعدل المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، التي تعد المرآة العاكسة لمستوى مردودية المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم المردودية

تعرف المردودية بأنها مدى قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج ايجابية مقارنة بالإمكانات والوسائل التي سخرت لتحقيقها، ويقاس ذلك بنسبة النتيجة المستهدفة إلى الوسيلة التي خصصت لتحقيقها، ومن هذا المنطلق هناك الكثير من النسب التي تحسب نسبة النتيجة إلى الوسيلة، إلا أن أكثرها استخداماً يتمثل في كل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.¹

تعرف على أنها عبارة عن "المقارنة بين النتيجة المتحصل عليها والوسائل المستعملة"²

كما تعرف على أنها عبارة عن: " الفائض النقدي الناتج عن الفرق بين العمليات الخارجية والداخلية للمؤسسة، وتطبيق على كل الأنشطة الاقتصادية، أي هي عبارة عن العلاقة بين النتيجة المحققة وحجم تكلفة الأموال المستثمرة"³

وانطلاقاً من المفاهيم السابقة يمكن ان نستخلص ان المردودية

هي تحقيق أفضل النتائج المتوصل إليها استناداً الى الوسائل والأدوات المستعملة في تحقيق تلك النتائج.

المطلب الثاني: خصائص المردودية وأنواعه

د. سليم مجلخ و د. وليد بشيشي، الرقابة الداخلية وأثرها على المردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية، مجلة المالية¹

والأسواق، 2015

² Béatrice, & Francis, G. (2003). *Analyse financière*. Paris : édition Alima

³ Lauzel, Pierre. (2010). *control de gestion ET budget*. Paris : édition Sirry.

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

بعد التطرق الى مفهوم المردودية ننتقل الى أبرز خصائصها

الفرع الأول: خصائص المردودية

تتلخص خصائص المردودية في النقاط الآتية:

- (1) يمثل تحليلها محاولة رشيدة في مقابلة النتائج بالموارد المستخدمة مما يسمح بإصدار حكم على مستوى دخولها أي كفاءتها حتى يمكن تعظيم كافة الأطراف المشاركة
- (2) لا تستشعر المؤسسة الحاجة الملحة إليها في كل لحظة من حياتها.
- (3) تمثل ظاهريا هدفا متعارضا مع اليسر بالسيولة المالية خاصة في الأجل القصير، بينما في الواقع هما هدفان متكاملان لان تأمين الحد الأدنى من السيولة لا يتأتى إلا بمردودية مناسبة
- (4) يرتبط مفهومها بالمؤسسة فلا يمكن إسناد تحقيقها لشخص بعينه إلا أنه يمكن أن تكون نسبية وجزئية وتقسيمية¹

الفرع الثاني: أنواع المردودية

عادة ما نتكلم عن مردودية المؤسسة ونقصد بذلك قدرتها على تحقيق النتيجة، حيث تقاس المردودية على ثلاث مستويات: المستوى: (التجاري، الاقتصادي، المالي). وعليه تظهر لنا ثلاث أنواع رئيسية المردودية التجارية. المردودية الاقتصادية، للمردودية وهي المردودية المالية.

أولا المردودية المالية:

هي قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مرتفعة تمنح للمساهمين والتي تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة، التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة وذلك في إطار اقتصاد السوق، وتعرف المردودية المالية أيضا على أنها عبارة عن العائد المتحقق من الأموال، التي وضعت في يد إدارة الشركة على شكل أصول مختلفة ومتنوعة، والمردودية المالية هي تلك العلاقة الموجودة بين النتيجة المالية للدورة والموارد الخاصة، وذلك قبل النتيجة الصافية للدورة بالنسبة للموارد الخاصة ويمكن حساب المردودية المالية وفق العلاقة التالية:²

السعيد فرحات جمعة. (2000) الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة. الرياض: دار المريخ النشر والتوزيع¹

د.جيلح صالح، تكاليف التمويل ج2، مقياس التسيير المالي 6ماي 2020 متاح على الموقع:²

<https://images.app.goo.gl/EbqerMcYnr8JisGCA2021/12/21> تاريخ الاطلاع يوم

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

$$\frac{\text{الربح الصافي}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

ثانيا: المردودية الاقتصادية

حيث تقيس الأداء المحقق على مستوى النشاط، دون أخذ أسلوب التمويل بالحسبان (قبل المصاريف المالية) ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المردودية الاقتصادية} = \text{النتيجة الاقتصادية} \div \text{رأس المال المستثمر}$$

حيث:

النتيجة الاقتصادية = النتيجة قبل طرح المصاريف المالية مع استبعاد العناصر الاستثنائية

رأس المال المستثمر = الأصول الاقتصادية

وتحسب عادة بعد طرح الضريبة.

ثالثا: المردودية التجارية (الاستغلالية)

وتعرف أيضا بالمردودية الإستغلالية من وجهة نظر الاستغلال العادي الذي تمارسه المؤسسة، حيث تدرس وتسمح بتقييم الأداء التجاري أو البيعي للمؤسسة، وتتمثل هذه المردودية في قدرة المؤسسة على استخلاص فائض من التشغيل أو الهامش التجاري، فهي بذلك تقدم معلومات تساعد على إصدار حكم ذو قيمة حول فعالية وكفاءة النشاط التجاري والصناعي الذي تمارسه المؤسسة، ويمكن قياس المردودية التجارية من خلال العلاقة التالية:¹

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}} = \text{المردودية التجارية}$$

تهدف مجموعة النسب التي تقيس المردودية التجارية للمؤسسة، إلى الكشف عن مدى نجاح السياسة التسعيرية المنتجة من طرف المؤسسة، ومدى نجاح إدارة المؤسسة في التعامل مع التكاليف وتخفيضها، ومن ثم مدى

دار المحمدية، الجزائر، ص 16 "مراقبة التسيير والأداء في المؤسسة الاقتصادية" عبد الله قويدر الواحد، ناصر دادي عدون¹

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من المبيعات. وأهم هذه النسب والتي تم استعمالها في دراستنا نسبة الهامش الصافي للريح تشير هذه النسبة إلى النتيجة المحققة من كل 100 و. ن من المبيعات الصافية، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$(الناتج الصافي + رقم الأعمال خارج الرسم) \times 100.$$

ومن هنا نستنتج أن المردودية التجارية تقيس مدى نجاح المؤسسة في الوصول إلى هدف تحقيق الأرباح من كل 100 وحدة نقدية من المبيعات، وتحسب على أساس النتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة.¹

$$\text{نسبة قياس المردودية التجارية} = \text{الناتج الصافي} + \text{رقم الأعمال خارج الرسم} \times 100$$

الفرع الثالث: مكونات المردودية

تتمثل هذه المكونات من مكونين اثنين هما المكونات الاقتصادية والمكونات المالية:²

1- الإنتاجية: تعرف الإنتاجية بأنها كفاءة استخدام الموارد من ناحية اعتبارها كميات وهي تستعمل لتبين مدى نجاح المؤسسة في استخدام عناصر الانتاج المختلفة، كما تعتبر مقياس للكفاءة التي تسمح بها المؤسسة في عملية تحويل المدخلات إلى المدرجات وبالتالي فهي تعبر عن كمية الانتاج المنسوبة لعنصر أو عدة عناصر من الانتاج خلال فترة زمنية معينة.

2- الربحية: وهي القدرة على تحقيق أرباح بالنسبة للمؤسسة أي تعني فائض في النواتج مقارنة بالأعباء

3- الفعالية: يعرف (Khemakhem) الفعالية بأنها القدرة على تحقيق الأهداف مهما كانت

الامكانيات المستخدمة في ذلك، هذا ما نسميه نحن "الفعالية معيار" أي (EFFiciency) التي تهدف فقط إلى قياس مدى تحقيق الأهداف بغض النظر عن الامكانيات التي استخدمت في تحقيقها.

ثانيا: المكونات المالية

إن المردودية من الوجهة المالية تتركز على مفهومين هما:

¹ إيمان كموش وجمال معتوق، أثر الرفع المالي على المردودية التجارية، المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، (أكتوبر 2019) المجلد 11، العدد 4 ص 442.

² دار المحمدية، الجزائر، ص 16 "مراقبة التسيير والأداء في المؤسسة الاقتصادية" عبد الله قويدر الواحد، ناصر دادي عدون

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

1) التدفقات النقدية: وهي رصيد التدفقات النقدية المتعلقة بالمشروع خلال فترة زمنية معينة ويقصد بذلك الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والذي يمثل التغير الذي طرأ على رصيد النقدية.¹

كما أن قائمة التدفقات النقدية تهدف إلى تتبع تدفق الأموال عبر الشركة، إذا تبين من أين تأتي النقدية وأين تذهب وتعد أداة هامة لتفسير التطورات التي تطرأ على نسب السيولة.²

2) الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي: ويقصد بالتمويل الذاتي مقدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية دون اللجوء إلى مصادر خارجية ويتكون التمويل الذاتي من الأرباح غير الموزعة والإهلاكات

السوية للأصول ومؤونات الخسائر والأعباء طويلة الأجل.

المطلب الثالث: قياس المردودية والعوامل المؤثرة فيها

نسعى من خلال هذا المبحث لتوضيح العناصر التي بواسطتها نستطيع قياس المردودية والعوامل المؤثرة فيها

الفرع الأول: قياس المردودية

أن لقياس المردودية دور وأهمية بالغتين في اكتشاف نقاط القوة والضعف في المؤسسة، ولتصحيح العجز فيها والنهوض بالمردودية والسير بها نحو الاتجاه السليم، ونلاحظ في المؤسسات أن المراقبة والتسيير المالي يرتبطان ارتباطاً وثيقاً بالمحاسبة وتقاس بالمعايير التالية:

1) القيمة المضافة: ونعني بها الثروة الإضافية التي تنشأ في المؤسسة نتيجة لاستخدام خدمات وموارد الغير وازدائها إلى وسائلها الخاصة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة المضافة} = \text{قيمة الإنتاج} - \text{قيمة مستلزمات الإنتاج من سلع وخدمات}$$

جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، بدون طبعة، ص 45.¹

محمد فتوح، أهم النسب والمؤشرات في عالم المال والأعمال، شعاع للنشر والعلوم، 2010، ص 156.²

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

ويتجلى دور القيمة المضافة في مساهمتها بالنصوص بالاقتصاد الوطني، وكذلك تعتبر كمقياس لحجم ودرجة التكامل العمومي أو الداخلي للمؤسسة وكمقياس لتطوير قدرة المؤسسة وذلك باستعمال النسب الأتية:

القيمة المضافة انتاج السنوات المتتالية

(2) نتيجة الاستغلال: هي تعبر عن نتيجة الاستغلال العادي لدورة معينة وهي الفرق بين مصاريف المؤسسة والنواتج، تخص العناصر المرتبة بالإنتاج والاستغلال وتظهر لنا في جدول حسابات النتائج،

(3) النتيجة الصافية: وتظهر في جدول حسابات النتائج بعد طرح الضريبة، وتعتبر كمؤشر هام لقياس مردودية الأموال الخاصة المستعملة في المؤسسة، وكذلك لحساب مردودية عناصر الأصول الثابتة.

(4) التدفق النقدي: لا تعتبر النتيجة وحدها مصدر التمويل المؤسسة أو المشروع ذاتيا أو مقياس للمردودية لأنه يكون غير كامل أو صحيح بسبب استعمال المؤسسة للاهتلاكات والتي تؤثر على تحديد النتيجة النهائية للمؤسسة والتي تعبر عن ايرادتها ويتفرع الفائض النقدي إلى فرعين وهما:

$$\text{الفائض النقدي الإجمالي} = \text{النتيجة الإجمالية} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}$$

$$\text{الفائض النقدي الصافي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}$$

التمويل الذاتي: يعني إمكانية تمويل المؤسسة ذاتيا من خلال نشاطها وذلك بعد الحصول على نتيجة الدورة التي يضاف إليها عنصرين هامين وهما الاهتلاكات والمؤونات، ويحسب بالعلاقة التالية.

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{التدقيق النقدي الصافي} - \text{الأرباح الموزعة}$$

ويمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه مجموعة الموارد المالية الموجودة تحت تصرف المؤسسة لغرض تطوير نشاطها واستقلاليتها من التمويل الخارجي، ونستعمله في المجالات التالية:

أ. إمكانية دفع السندات والأسهم

ب. إمكانية تمويل الاستثمارات وبالتالي يأخذ بعين الاعتبار في برامج استثمارية للمؤسسة

ج. إمكانية تصحيح أو تعديل عدم كفاية رأس المال العامل الصافي

النتيجة العامة: يمكننا قياس مردودية المؤسسة بمقارنة النتيجة المتحصل عليها في نهاية السنة المالية مع إمكانيات المؤسسة المتاحة ويعبر عنها ب:

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{المجموع}} = \text{النتيجة المالية}$$

تقاس هذه النسبة مردودية رؤوس الأموال المستغلة أو مردودية النشاط، وتعتبر على درجة المديونية وتحسب بالعلاقة التالية:¹

$$\frac{\text{الديون}}{\text{مجموع الاموال الخاصة}} + 1 = \frac{\text{مجموع الاصول}}{\text{مجموع الاموال الخاصة}}$$

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في المردودية

تتأثر المردودية بمجموعة من العوامل نذكر منها على الخصوص ما يلي:

أولاً: العوامل الخارجية

وهي نابعة من خارج المؤسسة تتمثل في:²

(1) التضخم النقدي: هو أكبر مشكل اقتصادي تواجهه المؤسسة في سبيل تحقيق مردودية مقبولة حيث

يكون تأثيره مباشراً على العملية الإنتاجية وعلى الأسعار.

المؤسسات المنافسة:⁽²⁾

المؤسسات المنافسة تعتبر عاملاً من العوامل المؤثرة في المردودية للمؤسسة حيث كلما زاد عدد المنافسين في السوق اتجهت وضعيتها إلى عدم الاستقرار وهذا ما يجبر المؤسسة أن تكون في مستوى المنافسة للمحافظة على مكانتها في السوق.

(3) السوق: السوق يعتبر عاملاً مؤثراً في المردودية فكلما أهملت المؤسسة دراسة السوق وتحديد احتياجات

الزبائن والسعر المناسب للسلع كان التأثير سلبياً على قدرتها على خلق الأرباح.

¹ Boukhar, Pierre Conso, *gestion financière*, opu, dunod, Paris, p135.

² عمار بوخزار، *التسيير المالي*، مطبعة الضريبيين، دمشق، 1992، ص 195

ثانيا: العوامل الداخلية

أما هذه العوامل فتكون تابعة من داخل المؤسسة وتتمثل في:

(عدم التحكم في الموارد البشرية: 1

من أهم العراقيل التي تجعل المؤسسة غير قادرة على التحكم التام في التسيير العقلاني للموارد البشرية نجد:¹

- ✓ عدم الاهتمام بتطوير معارف العمال
- ✓ عدم وجود دورات تكوينية للعمال
- ✓ ارتفاع حوادث العمل؛
- ✓ عدم تطبيق سياسة مناسبة للأجور
- ✓ ارتفاع عدد التغيبات عن العمل؛
- ✓ ارتفاع حركة العمل الدخول والخروج.

(2² عدم التحكم في الإنتاج

ومن أهم الأسباب عدم التحكم في الإنتاج ما يلي:

عدم الاكتراث بالمتغيرات من تكنولوجيا وابتكارات التي تساهم في تطوير الإنتاج وسرعة إتمامه بأقل الأخطاء

- ✓ انخفاض المستوى التعليمي والتكويني للعمال.
- ✓ عدم القدرة على تحديد الأوقات اللازمة لكل مرحلة من مراحل الإنتاج.
- ✓ غياب تحليل وتقدير الفروقات في الإنتاج ومعرفة الأسباب والعوامل التي نتجت عنها تلك الانحرافات وغياب الحلول المقترحة.

سوء التسيير: (3

يؤدي عدم الالتزام بوظائف التسيير الصحيحة من تخطيط وتنظيم وتوجيه ورقابة إلى نقص في

الكفاءة العالية

نفس المرجع السابق ص 195¹

عمار بوخزار، مرجع سبق ذكره، ص 196.²

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

وبالتالي عدم تحقيق مردودية موجبة ومن العوامل التي تؤدي إلى غياب التحكم في التسيير ما يلي:

- ✓ غياب نظام مراقبة التسيير وعدم توفير المعلومات لاتخاذ القرارات الصحيحة
- ✓ عدم تحديد الأهداف المتوسطة والقصيرة الأجل بطرق علمية
- ✓ غياب المسؤولية عن الأفراد الذين يقومون بقياس النتائج وتحديد الانحرافات وأسبابها.

المطلب الأول: الدراسات المحلية المتعلقة بالمتغير المستقل

أولاً: دراسة (كريد وزين 2020)¹

تمحورت إشكالية الدراسة على النحو التالي "ما مدى كفاءة نموذج CAPM في تقييم الأصول المالية المسعرة في بورصة عمان للفترة 2017-2020؟" وتمثلت أهمية الدراسة في النقاط التالية:

- تسليط الضوء على خصائص البيئة المالية في بورصة عمان التي كانت ولا زالت محط اهتمام الدارسين والباحثين كما تشكل حقلًا خصبا للتطبيق لإبراز أهمية العلاقة بين العائد والخطر مما قد يشكل إضافة معينة.
- إبراز المخاطر المالية وكيفية قياسها بإحدى السبل المتاحة التي تضمن تدنئتها إلى أدنى مستوى عند مستوى عائد مقبول.
- على الرغم من كل التطورات التي شهدتها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، فإن البحث في هذا النموذج والتطبيق على سوق عمان بالأردن قد يسهم في رعد المكتبة العربية بجزئية ولو بسيطة في هذا المجال.

منهج الدراسة والأدوات المستعملة:

قصد دراسة هذا الموضوع للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار فرضياته والبحث في جوانبه المختلفة والحصول على نتائج وإعطاء تفسيرات استخدامنا المنهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة الإطار النظري حول العائد والمخاطرة ونموذج تقييم الأصول الرأسمالية، مع استعمال دراسة حالة بورصة عمان لتحليل النتائج المتوصل إليها.

ملخص :

تهدف هذه الدراسة لفحص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على 130 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2017 - 2020، ومعرفة ما إذا كان معامل بيتا الذي يقدمه النموذج هو العامل الوحيد الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند احتساب مخاطر السهم. وللإجابة على إشكالية الدراسة تم حساب معامل بيتا للشركات المدرجة ثم الاستفادة منه في اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على كل من الأسهم والمحافظ المالية في هذا السوق وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

¹ دراسة كريد زينب وزين صبرينة بعنوان استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقييم الأصول المالية دراسة حالة الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2017/ 2020

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

توصلنا في هذه الدراسة إلى أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لم ينطبق على بورصة عمان بشكل عام خلال فترة الدراسة، وأن تقلبات عائد كل من الأسهم والمحافظ المالية لا تتحدد بدرجة كبيرة بتقلبات عوائد السوق وإنما بعوامل أخرى تؤثر فيها وتحديد مخاطرها.

ثانيا: دراسة (بن السيلت 2019)¹

تمحورت اشكالية الدراسة فيما مدى دقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقسيم العلاقة بين العائد ومخاطر الأسهم في بورصة الجزائر؟ وتمثلت أهمية الدراسة في أنها تتطرق إلى موضوع من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر، وذلك من خلال إظهار أسس تقييم الاستثمارات المالية، مع ذكر أهم نموذج خاص بذلك، وكذا محاولة تطويع هذه المفاهيم بالنموذج مع خصوصية السوق المالي الجزائري، استخدم المنهج الوصفي التحليلي الذي يجمع بين الدراسة المكتبية والدراسة التطبيقية، فالمنهج الوصفي للإحاطة الجانب النظري في العائد والمخاطرة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية camp، وفيما يخص الجانب التطبيقي فاستعمل المنهج التحليلي لاختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

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

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

أ-النتائج النظرية:

يعتبر نموذج توازن الأصول المالية النموذج الرائد في عملية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة؛

بن السيلت زينب، مذكرة ماستر اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحليل العلاقات بين العائد والمخاطرة في بورصة ¹

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

تتقسم المخاطر إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية، والمخاطر غير النظامية نستطيع التحكم فيها من خلال التنوع الجيد والكفاء؛

على جميع الأطراف في السوق المالي أن يكونوا على دراية بالمخاطر التي تواجههم والقيام بتدابير وإجراءات احترازية بما يتيح لهم مواجهة أي نوع من المخاطر المالية؛

ب- النتائج التطبيقية:

تتأثر كل من مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة صيدال بالتغير الحاصل في العائد السوقي بنفس الاتجاه؛

يفضل الاستثمار في أسهم مؤسسة التسيير الفندقية لأن عائدها المتوقع أكبر من العائد المتوقع لأسهم مؤسسة صيدال، ودرجة مخاطرتها أقل من أسهم مؤسسة صيدال؛

معدل العائد المتوقع لكل من مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ومؤسسة صيدال أكبر من معدل العائد المطلوب لهما، ولكن يفضل الاستثمار في المعدل الخالي من المخاطرة لأن عائده أكبر؛

ليس هناك توافق بين معدل العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة.

المطلب الثاني الدراسات الأجنبية المتعلقة بالتغير المستقل

أولاً: دراسة (عصام 2021) ¹

الملخص

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في اختبار صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ببورصة الأسهم المصرية. ولقد اشتملت عينة الدراسة على عدد من الشركات النشطة سنوياً من بين 100 شركة توافرت بياناتها لدى الباحث. ولقد تم تطبيق منهجية فاما وماكبيث المشتملة على مرحلتين. في المرحلة الأولى، تم إجراء تحليل انحدار السلاسل الزمنية الأسبوعية خلال الفترة 2018/2009

لاستخراج معاملات بيتا ومربعاتها، ولتقدير المخاطر الخاصة. وفي المرحلة الثانية، تم إجراء تحليل الانحدار المقطعي لبيان أثر معاملات بيتا وحدها، أو مع متغيري مربع معاملات بيتا والمخاطر الخاصة على العوائد

¹ الدكتور عصام الدين محمد علي الجبالي اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الأسهم المصرية مجلة البحوث المالية والتجارية المجلد 22 العدد الثالث جويلية 2021

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

الزائدة للأسهم خلال الفترة 2019/2011. ولقد بينت النتائج عدم صلاحية CAPM بسوق الأسهم المصري. فعلى الرغم من توصل الدراسة لعدم وجود أثر معنوي لمربع معاملات بيتا والمخاطر الخاصة على العوائد الزائدة للأسهم، إلا أن معاملات بيتا كان تأثيرها سلبي وغير معنوي على هذه العوائد. وتم تأكيد هذه النتائج بعدة طرق للتحقق من قوة النتائج. وأوصت الدراسة بعدد من التوصيات الخاصة بالأبحاث المستقبلية. ويمكن لكل من الأكاديميين والممارسين الاستفادة من هذه النتائج.

أهداف الدراسة:

- يتمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ببورصة الأسهم المصرية. ويتفرع من هذا الهدف الأساسي ثلاثة أهداف فرعية هي:
- 1) اختبار العلاقة بين معاملات بيتا والعوائد الزائدة للأسهم الشركات.
 - 2) التحقق من نوع العلاقة بين معاملات بيتا والعوائد الزائدة للأسهم الشركات من حيث كونها خطية أو غير خطية.
 - 3) التأكد من عدم وجود تأثير للمخاطر الخاصة على العوائد الزائدة للأسهم الشركات.

ثانيا: دراسة (د. نسمة أحمد حشمت و د. هشام عبد المجيد عبد الله 2019)¹

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على دور معنويات المستثمرين في تسعير الأصول المالية في الأسواق الناشئة، وتحليل هذا الدور خلال الأزمات المالية، وكيف يمكن لهذا المتغير أن يقوم بتحسين وتعديل وتطوير النماذج المعروفة في تسعير الأصول الرأسمالية، مثل نموذج «فاما» و«فرنش» Fama-French Model، باستخدام نماذج تحليل حديثة؛ حيث استخدمت الدراسة تحليل الانحدار الفازي. وللوقوف على هذا الدور في سوق المال المصري تمثلت فترة الدراسة في الفترة من يناير 2007 وحتى ديسمبر 2015 لتشمل أزمتي 2008 و2011، وتم تقسيم البيانات إلى خمس فترات، الأولى قبل أزمة عام 2008، والثانية خلال الأزمة المالية 2008، والثالثة من 2009 إلى 2010، والرابعة أثناء الاضطرابات المالية لسنة 2011، والخامسة بعد 2011، وحتى نهاية 2015، وتستخدم الدراسة المنهجيات المقترحة في أدبيات المالية السلوكية لبناء مؤشر معنويات المستثمر لفترة الدراسة. وقد توصلت الدراسة إلى أهمية معنويات المستثمرين في تسعير الأصول المالية في كل فترات الدراسة حتى في خلال الأزمات المالية.

د. نسمة أحمد حشمت و د. هشام عبد المجيد عبد الله بعنوان 2019، دور معنويات المستثمرين في تسعير الأصول الرأسمالية في الأسواق¹

الناشئة في فترات الأزمات المالية، المجلة العربية للإدارة، مجلد 39، العدد 4 - ديسمبر 2019

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

المطلب الثالث: الدراسات المحلية المتعلقة بالمتغير التابع

بعد التطرق لمفهوم المردودية ومركباتها ونموذج **capm** وإبراز أهم مؤشراتته، سنحاول في هذا المبحث اختيار أهم الدراسات ولأبحاث ذات الصلة بموضوع الدراسة، وذلك بعرض الأهداف ومن ثم مناقشة الأهداف والنتائج المتوصل إليها، بالإضافة إلى ما يميز الدراسة الحالية عن باقي الدراسات السابقة

أولاً: دراسة (زاوي 2018)¹

تمحورت إشكالية هذه الدراسة حول حساب المردودية المالية وفق معايير المحاسبة الدولية؟ وهل لهذه المعايير أثر على مردودية المؤسسة وتتمثل أهمية الدراسة في تحليل المردودية المالية ومؤشراتها النسبية من أجل اكتشاف نقاط القوة والضعف في المؤسسة وكذا تزايد أهمية المردودية المالية في المؤسسات الاقتصادية كونها الهدف الرئيسي لكل مؤسسة والمنهج المعتمد في هذه الدراسة هو المنهج الوصفي التحليلي الذي من وصف وتحليل الجوانب النظرية ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة ما يلي .

تعتبر المردودية المالية عن مدى كفاءة نشاط المؤسسة الاقتصادية ومدى قدرتها على خلق نتيجة ايجابية (نتيجة السنة المالية) تكون على قدر أهمية الموارد المالية الاموال الخاصة التي استعملت بغرض الحصول عليها خلال فتره زمنية غالبا ما تكون سنة مالية واحدة وقيامها يكون خلال المقارنة بين النتيجة والموارد. اما المحددات الأساسية للمردودية فيمكن حصرها في النتيجة والاموال الخاصة بحيث تتطلب عملية مراقبه تطورها وتوجهها .نحو أمثل المستويات الممكنة على ان يتم التحكم جيدا في تطور هذه المحددات على المدى القصير والمتوسط والطويل.

ثانياً: دراسة (الطالبة طراد 2020)²

تمحورت إشكالية الدراسة في طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي ومردودية المؤسسة الاقتصادية وتتمثل أهمية الدراسة في محاولة ابراز اهم العوامل الاقتصادية في اختيار هيكلها التمويلي المناسب لها. من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة نلخصها فيما يلي:

- تمثل المردودية محورا أساسيا في القرارات المالية وتعتبر مؤشرا مهما لتقييم الأداء المالي لإدارة المؤسسة الاقتصادية
- تعتبر أداة لقياس وتقييم نشاط المؤسسة الاقتصادية بحث تضمن لها البقاء والاستمرارية

¹زاوي ذهبية مذكرة ماستر بعنوان حساب المردودية المالية وفق المعايير الدولية، دراسة حالة مؤسسة -رام سكر- سنة 2018

²طراد نجاة مذكرة ماستر بعنوان الهيكل المالي ومردودية المؤسسة الاقتصادية سنة 2020-2021

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

- المردودية سياسة للوصول إلى الأهداف إذ تسعى إلى تحقيق معدلات نمو مرتفعة

المطلب الرابع: الدراسات الأجنبية المتعلقة بالمتغير التابع

بالنسبة للدراسات السابقة الأجنبية والتي تناولت موضوع الهيكل المالي ومردودية المؤسسة الاقتصادية نذكر منها ما يلي:

أولاً: دراسة جيناردي وإلينا (Gennardy ET Elena¹. 2017)

حيث ركزت هذه الدراسة على مؤشرات الربحية مما يعكس كفاءة ومردودية المؤسسة ووضعها المالي، ومشاكل تطورها الاقتصادي، حيث اعتمدت على تحليل ربحيتها والتحقق من استراتيجية زيادة كفاءة المؤسسة، والغرض منها هو وضع مقترحات لتحسين كفاءتها الإنتاجية، دراسة طرق تطوير الإنتاج وتحديد عوامل نمو الربحية للمؤسسة التي تسمح بزيادة القدرة التنافسية في السوق.

تتشترك الدراسات في البحث عن مردودية المؤسسة وزيادة كفاءتها وإنتاجها، فيما تختلف هذه الدراسة عن دراستنا كونها لم تتناول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وتأثيره على المردودية في المؤسسة الاقتصادية.

ثانياً: دراسة (عسران 2018)²

الغرض من هذه الدراسة هو تحديد تأثير درجة مخاطر سوق الأوراق المالية، في فترات تقدير مختلفة لمتغيرات نموذج الأصول الرأسمالية المطبقة على الأسهم المصرية، حيث يفترض أن الدرجة المختلفة لمخاطر السوق (ارتفاع - انخفاض) قد تؤثر على قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على تفسير التغير في عوائد الأسهم، خاصة أن معظم المراجعات الأدبية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية لم تتعرض لشروط قياس العائدات هذا هو النهج الذي اتبعته الدراسة الحالية في اختبار نظرية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بدرجة مختلفة من مخاطر السوق وأساس مختلف لفترات تقديرية متغيرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (1،3،6،12 شهراً). نظراً لأن سوق الأوراق المالية المصري هو أحد الأسواق الناشئة، فإن دراسة قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، على التنبؤ بعائدات الأسهم بدرجة مختلفة من مخاطر السوق وأساسات مختلفة لفترات تقدير متغيرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أمر بالغ الأهمية.

¹ The Enterprise profitability strategy Alfred Nobel university, Ukraine

² الدكتور عسران جلال عسران بعنوان "تأثير تباين مخاطر السوق على قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على تفسير التغير في عائدات الأسهم"

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

هذا هو الكشف في هذه الدراسة، تعتمد هذه الدراسة على مقارنة مختلفة ممثلة في اختبار قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على توضيح التغير في عوائد الأسهم، وفقاً لدرجة مختلفة من مخاطر السوق (مرتفعة - منخفضة). مؤشر EGX30 تم استخدامه كأهم مؤشر لقياس مؤشر السوق. تم اختيار 70% من أقوى الأسهم ضمن المؤشر لاختبارات الدراسة خلال الفترة من 2009/01/01 إلى 2015 / 03/31.

تشارك الدراسات في استخدام النموذج كوسيلة وأداة لقياس حجم المخاطر المتوقعة على الدراسة محل البحث وتختلف هذه الدراسة كونها لم تتناول المردودية ولم تلامس أي جزئية من عناصرها على غرار دراستنا التي جمعت بين المردودية وقياسها بالنموذج وقدرته على التنبؤ (زيادة أو انخفاض).

المطلب الخامس: موقع الدراسة من الدراسات من الدراسات السابقة

من خلال الدراسات السابقة التي تطرقنا إليها يجب توضيح موقع الدراسة من الدراسات السابقة كما هو مبين في الجدول أدناه:

الجدول رقم (02) موقع الدراسة من الدراسات من الدراسات السابقة

الدراسة	الهدف	عينة الدراسة	متغيرات الدراسة	أدوات التحليل الإحصائي	النتائج
دراسة كريد زينب وزين صبرينة بعنوان	- التعرف على السوق المالي الأردني - تحديد درجة تأثر عوائد الأسهم المدرجة بسوق الأردن والمحافظ المالية بتقلبات عوائد السوق	دراسة حالة الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2020/2017	المتغير المستقل تسعير الأصول الرأسمالية والتابع الشركات المسعرة في برصة عمان	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية معطيات برصة عمان	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لم ينطبق على بورصة عمان بشكل عام خلال فترة الدراسة

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

<p>-يعتبر نموذج توازن الأصول المالية النموذج الرائد في عملية تقدير العلاقة بين العائد والمخاطرة؛</p>	<p>نموذج تسعير الأصول الرأسمالية</p>	<p>المتغير المستقل تسعير الأصول الرأسمالية والتابع بورصة الجزائر</p>	<p>بورصة الجزائر</p>	<p>- الإلمام بمفهوم العائد ومخاطر الاستثمار - اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر</p>	<p>بن السيلت زينب بعنوان</p>
<p>-بينت النتائج عدم صلاحية CAPM بسوق الأسهم المصري - معاملات بيتا كان تأثيرها سلبي وغير معنوي على العوائد</p>	<p>مؤشر EGX30 نموذج تسعير الاصول الرأسمالية</p>	<p>المتغير المستقل تسعير الأصول الرأسمالية والمتغير التابع بورصة الاسهم المصرية</p>	<p>بورصة الأسهم المصرية</p>	<p>- اختبار العلاقة بين معاملات بيتا والعوائد الزائدة الأسهم الشركات - لتأكد من عدم وجود تأثير للمخاطر الخاصة على العوائد الزائدة الأسهم الشركات</p>	<p>د. عصام الدين محمد علي الجبالي</p>
<p>معنويات المستثمرين في تسعير الاصول الرأسمالية في كل فترات الدراسة حتى</p>	<p>نموذج تسعير الاصول الرأسمالية اسلوب الانحدار الفازي</p>	<p>المتغير المستقل دور معنويات المستثمرين والمتغير التابع تسعير الأصول</p>	<p>السوق المصرية</p>	<p>- قياس معنويات المستثمرين في السوق املصرية. - دراسة تأثير معنويات</p>	<p>د. نسمة أحمد حشمت و د. هشام عبد المجيد عبد الله</p>

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

املستثمرين على تسعير الأصول املالية في السوق املصري.		الرأسمالية في السواق الناشئة		في خلال الازمات المالية.
زاوي ذهبية	في تحليل المردودية المالية ومؤشراتها النسبية من اجل اكتشاف نقاط القوة والضعف في المؤسسة	دراسة حالة عينة من مؤسسة -رام سكر-سنة 2018.	المتغير التابع المردودية المالية	القوائم المالية مؤشرات النشاط مؤشرات النتيجة المؤشرات النسبية
طراد نجاة	إبراز العلاقة بين الهيكل المالي ومردودية المؤسسة الاقتصادية	مؤسسة مطاحن - سيدي ارغيس- أم البواقي 2020-2017	المتغير التابع مردودية المؤسسة الاقتصادية	تمثل المردودية محورا أساسيا في القرارات المالية وتعتبر مؤشرا مهما لتقييم الأداء المالي لإدارة المؤسسة الاقتصادية

الفصل الأول: مدخل إلى الأدوات المالية في بورصة الجزائر وكيفية قياسها

<p>توضيح الطرق الرئيسية لزيادة الربح والربحية المؤشر النوعي "الربحية" والكشف عن عوامل زيادة الدخل</p>	<p>مؤشرات الربح والربحية المؤشر النوعي "الربحية"</p>	<p>المتغير التابع المردودية</p>	<p>شركة "OJSC" NMTZ</p>	<p>تحسين التقنية والتكنولوجيا على أساس التطورات العلمية الحديثة من أجل تقليل استهلاك الطاقة والمواد</p>	<p>Gennardy shvachych ET Elena Kholod -2017-</p>
<p>تم اختيار 70% من أقوى الأسهم ضمن المؤشر لاختبارات الدراسة</p>	<p>مؤشر EGX30 في السوق، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لقياس عائدات الأسهم</p>	<p>المتغير المستقل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM</p>	<p>سوق الأوراق المالية المصري عائدات الأسهم</p>	<p>تحديد تأثير درجة مخاطر سوق الأوراق المالية</p>	<p>الدكتور عسران جلال عسران 2018</p>

إن الأسهم والسندات بحر واسع من أحد بحور المالية وما يميز الأسهم هي عبارة عن تعاون مع شركة لإنجاحها وجعلها تعمل لكسب الربح والسندات عبارة عن قرض أو بالأصح دين على الشركة طويل جدا، والمردودية جزء أساسي من عملية الاستثمار في الأسهم والسندات، وأينما ذكرت الأسهم والسندات ذكرت معها المردودية ومن خلال ما سبق وصلنا إلى النتائج التالية:

- ✓ حملة الأسهم يتحملون الأرباح والخسائر عكس حمل حملة السندات فانهم لا يتحملون الخسائر
- ✓ عائد السهم يتغير بتغير الأرباح بينما السندات لديها عائد ثابت
- ✓ المساهمون شركاء يقدر مساهماتهم بينما حاملو السندات دائنون بقيمة سنداتهم
- ✓ حامل السند له الأولوية في الحصول على مستحقاته في حالة التصفية عكس حامل السهم
- ✓ عائد الأسهم يخضع للضريبة عكس عائد السند
- ✓ عائد السهم يعتبر توزيع للأرباح بينما عائد السند يعتبر من النفقات
- ✓ تتعدد إستخدامات المردودية من كونها أداة لقياس الفعالية الاقتصادية للنشاط
- ✓ تتميز المردودية إلى كونها معيار لاتخاذ بعض القرارات الهامة
- ✓ تنقسم المردودية إلى ثلاثة أنواع وكل نوع يقيس نوع معين مثل المردودية المالية تقيس المردودية الإجمالية بنسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة
- ✓ كما أن هناك آليات محددة للمردودية المالية وهي المردودية الاقتصادية لذا وجب على المؤسسة التحكم في الأخيرة للسيطرة على المردودية الإجمالية للمؤسسة ككل.

أما فيما يخص المبحث الثالث فتناولنا فيه مجموعة من الدراسات السابقة منها المحلية والأجنبية حيث تتعلق الدراسات بالمتغيرين المستقل والتابع، والتي لها علاقة بموضوع الدراسة، وذلك من خلال استعراض أهم الجوانب الأساسية لهذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة والعينة المستخدمة والأدوات المستعملة في المعالجة وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل إليها وفي الأخير قمنا بمقارنة هذه الدراسات بدراستنا الحالية.

الفصل الثاني:

مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول
الرأسمالية في بورصة الجزائر

تمهيد:

بعد استكمالنا للجانب النظري للدراسة والذي تناولنا فيه بعض المفاهيم الأساسية والتي تتعلق بأدوات الملكية (الأسهم) وأدوات الدين (السندات) والتي تعد أحد الوسائل الرئيسية في البورصة، حيث أنه كلما ذكرت الأوراق المالية (الأسهم والسندات) إلا وصاحبها المردودية (العائد) وبما أن الحديث عن الأوراق المالية فإننا نتكلم بالطبع عن المردودية المالية، ويمكننا القول أيضا بأن المردودية المالية في هذه الحالة تمثل العائد المتحقق من الأسهم والسندات جراء استخدامها في استثمار ما.

وفي هذا الفصل يتم التطرق في المبحث الأول إلى لنعرض في المبحث الثاني الإطار النظري لبورصة الجزائر وعرض أدائها وأهم الشركات المدرجة فيها، ولعل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (capm) أحد أبرز الوسائل المستعملة في قياس العائد وحجم المخاطر الناجمة عن استخدام الأوراق المالية، وسوف نتطرق أيضا إلى مدى فاعلية هذا النموذج في إحدى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، لنتطرق في المبحث الثالث إلى عرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

المبحث الأول: أدوات ومنهج الدراسة

ماهية تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model)

يشير مفهوم تسعير الأصول إلى كيفية تقويم هذه الأصول مع الأخذ بالاعتبار المخاطر المتوقعة المرتبطة بها عملية، فمن المتفق عليه أن المستثمر يطلب عائدة أعلى للاستثمارات المرتبطة بمخاطر أعلى، وقد كرست الجهود الوقت من قبل المهتمين بدراسات التمويل لقياس الخطر وتحديد أسلوب المفاضلة بين العائد المتوقع والمخاطر المتوقعة وهذا ما يطلق عليه سعر الخطر (علاوة الخطر) بشكل يكاد يكون أكبر من الاهتمام بالموضوعات الأخرى

وقد نتج عن هذه الأبحاث والدراسات مجموعة من النماذج التي تصف العلاقة بين عمليات التنوع والخطر والعائد المطلوب ومن أشهر هذه النماذج ما يطلق عليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المطلب الأول مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

نتطرق في الفرع الأول إلى تعريف هذا النموذج وأهم ما جاء به

الفرع الأول: تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يقوم هذا النموذج بقياس المخاطر المتعلقة بأي ورقة مالية وهو يحدد العلاقة الموجودة بين المخاطرة والعائد المتوقع من عملية الاستثمار في ظل توازن السوق، فهو يهتم بالعلاقة التوازنية بين المخاطرة والعائد المتوقع للأصول المعرضة للخطر.¹

هذه النظرية تبين العلاقة بين العائد الذي يتوقعه المستثمر والمخاطرة، وهي تنص على أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في ورقة مالية (أو محفظة استثمارية) يتكون من جزئين هما: العائد الخالي من الخطر، وعلاوة المخاطرة.²

إن يمكن القول أن فلسفة النموذج تتجسد في أن المستثمر عندما يفكر في إضافة استثمار جديد إلى محفظته الاستثمارية، فإنه يرغب في معرفة معدل العائد المطلوب قبل اتخاذ قرار الاستثمار، ويتحدد هذا المعدل في ضوء عدة متغيرات هي³:

¹ سليمة حشاشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى الدولي العلمي حول: الأزمة

المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 15

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنار والتوزيع، الأردن، 2005، ص 182

³ بيومي محمد عمارة، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مطبوعة محاضرات، جامعة بنها، مصر، سبتمبر 2010، ص 21.

- معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- بدل المخاطرة؛
- درجة المخاطرة المنتظمة؛
- معدل عائد السوق.

تهتم نظرية راس المال في كيفية تحديد الاصول المختلفة التي يتم اختيارها من المستثمر الذي يتخذ القرار بناء على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة، وتدلنا نظرية راس المال على كيفية تسعير الأصول في سوق راس المال من خلال نموذج (CAPM) ويستمد النموذج تكوينه من العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر وهو الأساس في تنظيم الأوراق المالية.

الفرع الثاني: مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وضع هذا النموذج هاري ماكوفيتز (H. Markowitz) كما ساهم كل من جاك تريونور (J. Treynor) وجون لينتنر (J. Lintner) وجان موسين (J. Mossin) وويليام شارب (W, harpe) في تطويره.

ويعتبر اللبنة الأولى في نماذج التسعير بشكل عام وهو قائم على مجموعة من الفروض سنشير إليها لاحقاً، كما أن له تطبيقات لكل من الأصول الحقيقية والمالية، ويستخدم النموذج لتقدير خطر المحافظ المالية، ينطلق هذا النموذج من العلاقة ما بين العائد والمخاطرة، ويطبق بشكل مباشر وصريح طريقة الانحدار الخطي البسيط في تحديد العلاقة بين عوائد السهم وعوائد السوق، ويصل النموذج إلى نتيجة مفادها أن المخاطر نوعان: المخاطرة المنتظمة والتي تقاس عن طريق معامل بيتا لا يمكن أن يتحملها المستثمر إلا إذا كان في مقابل ذلك عائد يعوضه تحملاً لمخاطر المنتظم، والمخاطر غير المنتظمة وهذه يمكن السيطرة عليها عن طريق التنويع الكفاء¹.

يعبر النموذج عن العائد المطلوب لأصل ما في جزئين:

❖ الأول: العائد الخالي من الخطر

❖ الثاني: علاوة للمخاطر المصاحبة لهذا الأصل إن الحد الأدنى لمعدل العائد المتوقع من قبل

المستثمرين يجب أن يساوي:

¹ د. عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر: مدخل مالي، الناشر E-Kutub Ltd، <https://www.amazon.com/dp/1780583346>

معدل العائد الخالي من المخاطر (Risk free rate of return) مضافا إليه علاوة المخاطر (Risk Premium).

معدل العائد المتوقع = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا السهم (معدل العائد المتوقع في السوق - معامل العائد الخالي من المخاطر).¹

المطلب الثاني: متطلبات النموذج تسعير الأصول الرأسمالية "CAPM"

وهو ما يعرف برمز (CAPM) اختصار لجملة capital asset pricing modal وهو يعمل على معرفة مخاطر الأوراق المالية، من خلال معرفة حساسية عائد الورقة المالية ومقارنتها بما يحدث من تغير على عائد السوق.

الفرع الاول: فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

هناك عدد من الفرضيات التي يجب أن نعرفها قبل بناء نموذج تسعير الأصول وهي كالتالي:²

(1) تباع الأصول وتشتري بدون كلفة على عملية الشراء والبيع كالمعمولة أو الرسوم. إذا أردنا أن

نأخذ بعين الاعتبار كلفة الشراء أو البيع في هذا النموذج يكون تحديد السعر معقدا وهذا يعتمد على مقدار حجم الكلفة لأنها تؤثر على العائد أما إذا كان حجم الكلفة قليلا فلا مانع من استثناءها من النموذج حتى يكون سهل وبسيط.

(2) يستطيع أي مستثمر شراء أو بيع بقيمة دينار واحد في السوق أي أن أي مستثمر مهما كان حجم رأس ماله يستطيع أن يبيع أو يشتري في السوق.

(3) لا يوجد ضريبة على الدخل الناتج من الاستثمار في الأصول الرأسمالية المقيمة على أساس هذا النموذج مهما كان العائد من توزيع الأرباح أو من الأرباح الرأسمالية.

(4) لا يوجد سيطرة على السوق من قبل مستثمر مهما كانت حجم مبيعاته أو مشترياته أي أن هناك منافسة كاملة في السوق ولا يوجد فرد أو مجموعة من الأفراد تستطيع السيطرة على الأسعار في السوق.

(5) المستثمر يعتمد في قراره الاستثماري على مقدار العائد الأصل وأيضا على مقدار المخاطرة المحققة على هذا الأصل.

عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر: مدخل مالي مرجع سابق ص78¹

غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 181-182²

- 6) البيع السريع أو البيع على المكشوف مسموح به، يستطيع أي مستثمر بيع أي كمية مهما كان حجم هذه الكمية بطريقة البيع السريع أو على المكشوف.
- 7) المستثمر يستطيع أن يقترض أو يقرض أي مقدار من المال على أساس أن معدل الفائدة يكون مساوية لمعدل العائد وعلى السندات السائدة أو على أساس معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- 8) توقعات المستثمرين يجب أن تكون متجانسة. وتعتمد على نفس الأسس من خلال المعلومات المتوفرة لهم خلال فترة محددة وكأن تعتمد التوقعات على العائد أو المخاطرة، معامل الارتباط... الخ. وجميع الأصول هي معروضة في السوق للشراء والبيع رغم وجود الصعوبات. رغم هذه الفرضيات المختلفة حول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلا أنه يقدم عملا جيدا لتحديد أسعار الأصول في السوق.

الفرع الثاني: الصيغة الرياضية للنموذج

نتطرق في هذا الفرع إلى الصيغة الرياضية وأهم العناصر التي تتدرج ضمن هذه الصيغة

1 مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية :

أولاً: معدل العائد الخالي من المخاطرة: (R_f) risk free rate

إن مفهوم الاستثمار الخالي من المخاطرة (R_f) وفقا لتحليل ماركويتز هو أن المستثمر الذي يشتري في بداية الفترة استثمارا يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة المحددة للإستثمار، ويمثل العائد الخالي من المخاطر (R_f) بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من إستغلال أمواله لتحقيق أو إشباع منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى الإستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية الحكومية ذات أجل قصير (لا تتجاوز السنة الواحدة) لأن الجهة المصدرة لهذه الأصول المالية ذات ملائمة مالية جيدة جدا ، وبالتالي سوف يحصل المستثمر على العائد المتوقع من استثماره بشكل مؤكد ويكون الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية خالي من المخاطر التالية:

- مخاطر عدم السداد، من غير الممكن أن تعجز أي دولة على سداد ديونها ولو كان ذلك من خلال لجوئها إلى إصدار نقدي جيد
- مخاطر التضخم، وهي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الحقيقي لتغطية احتمال التغيرات المستقبلية في قيمة النقود، وإذ كان هذا غير وارد في الأجل القصير.

CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

- علاوة السيولة (تكلفة السيولة)، وهي قدرة الأصل المالي على التحول إلى نقد بسرعة وبدون خسارة قياسا بتكلفة شراء الأصل، إذ هي مقياس لدرجة بيع الأصل في السوق، فإذا كان الأصل المالي منخفض السيولة فإن المستثمرين يضيفون علاوة جديدة إلى السعر لتعويض ذلك.¹

ثانيا: معدل عائد محفظة السوق (market Return (Rm)

ويمكن أن نسميها عائد السوق، ومنه فإن محفظة السوق هي المحفظة التي تشمل كافة الأوراق المالية المتداولة وكذلك كافة أوجه الإستثمار من أسهم عادية وممتازة وسندات وعقارات وذهب وعملات، وغيرها من الأصول الإستثمارية، وكذلك الإستثمار في الرأس المال البشري، وهو ما قام عليه فكر ماركويتز، ويقصد بعائد محفظة السوق عائد السوق (Rm) في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية.²

وبما أنه نادرا ما نحد سلاسل زمنية خاصة بمعدل العائد، فنقوم بحسابه بهذه الطريقة:³

$$R_t = (P_t - (P_t - 1)) / (P_t - 1)$$

RT: عائد محفظة القطاع خلال الشهر t

Pt: سعر إغلاق مؤشر القطاع في الشهر t

Pt-1: سعر إغلاق مؤشر القطاع في الشهر (t-1).

ثالثا: معامل النموذج β: ⁴

إن العنصر المهم في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM هو العلاقة بين مخاطر السوق وعائد أصل مالي معين، ويتم التعبير عن هذه العلاقة بواسطة معامل البيتا 8 (Beta Coefficient)، إن هذا المعامل يعتبر مقياسا إحصائيا للمخاطر النظامية ومؤشرا الدرجة حساسية عائد أصل مالي معين نتيجة التغير في عائد السوق (الدوري، 2010، 244). ويمكن قياس معامل البيتا الأصل معين β_i، من خلال إحدى الصيغتين الرياضيتين التاليتين:

$$\beta_i = \frac{cov(i, m)}{\delta_m^2} = \frac{cov(i, m)}{VAR_m}$$

أو

¹ علوان. قاسم نايف، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر، عمان، الأردن، 2012، ط2 ص 100-102

² منير إبراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص، 280

³ جمال معنوق. د.ا سعيدي يحيى نفس المرجع السابق ص 235

⁴ Desquilbet, J-B, (2004), Modèle d'évaluation des actifs financiers, ، 7

$$\beta_i \frac{\delta_i}{\delta_m} \times COV(i, m)$$

تم إيجاد الصيغة الثانية للبيتا من خلال تعويض $cov(i, m)$ بدلالة $COV(i, m)$ في الصيغة الاولى وحل المعادلة رياضيا:

$$COV_{i,m} = \frac{cov(i, m)}{\delta_i \times \delta_m}$$

ويتضح من خلال تركيبية معادلة البيتا β_i أنها تتأثر من خلال ثلاثة متغيرات هي:

التغير في عائد الأصل المالي i .

التغير في عائد السوق m

لارتباط أو التباين المشترك بين عائدي الأصل المالي والسوق $cov(i, m)$.

يتم تفسير قيمة معامل البيتا β لأي أصل مالي على النحو التالي:

- إذا كان بيتا الأصل $\beta_i=1$: دل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية عادية لأنها تعادل مخاطر السوق، وأي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها نفس الأثر على عوائد الأصل؛

- إذا كان بيتا الأصل $\beta_i>1$: دل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية أكبر من مخاطر السوق، وأي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها أثر أكبر وفي نفس الاتجاه على عائد الأصل المالي؛

- إذا كان بيتا الأصل $\beta_i<1$: دل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية أقل من مخاطر السوق، وأي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها أثر أقل وفي نفس الاتجاه على عائد الأصل المالي؛¹

النموذج المستخدم في دراستنا هو على النحو الآتي:²

$$k = c + \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon$$

k : يمثل العائد المطلوب.

R_m : يمثل عائد سوق الأوراق المالية ككل.

¹ Desquilbet, J-B, (2004), Modèle d'évaluation des actifs financiers, , p7

² ا جمال معنوق .د. ا سعدي يحيى قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية دراسة مقارنة بسوق البورصة .
التركيبة قبل وبعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994-2015 جامعة عبد الحميد مهري- قسنطينة و- جامعة محمد بوضياف - المسيلة
2015/13 ص 234 :العدد مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

(CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

ϵ : يمثل حد (معامل) الخطأ (التغيرات في عائد المحفظة التي لم يفسرها التغير في عائد السوق)، فهو يأخذ بعين الاعتبار كل العوامل الأخرى المؤثرة في مردودية المحفظة المالية.

c : ثابت المعادلة والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج CAPM على المحفظة المالية

β : معامل لقياس المخاطر المنتظمة.

المطلب الثالث: أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

من الملاحظ أنه في الحياة العملية من الصعب جدا بناء نموذج رياضي لتحديد سعر أصل من الأصول، وتكمن الصعوبة في الظروف المختلفة التي تؤثر على السعر وعلى الأصل الرأسمالي في حد ذاته ومن ضمن هذه الصعوبات العمولة، الضرائب والبيع على المكشوف والمضاربة والمنافسة واختلاف مفهوم العائد.¹

إلا أنه مع ظهور النموذج (CAPM)، زاد الاهتمام به من خلال استخدامه في قيام المستثمر بعملية المفاضلة بين الإستثمارات، كما أن العائد دائما كان هو الخط الفاصل بين الإستثمارات وعلاقتها بالتوقعات المستقبلية مما أدى إلى ظهور مفهوم المخاطرة، التي هي سعر العائد المتوقع من الإستثمار، ونتيجة الارتباط العائد بالمخاطر برزت أهمية نموذج (CAPM) في تقييم الأصول الإستثمارية.

مما تقدم تظهر أهمية نموذج (CAPM) في كونه أداة لقياس العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة التي ترافقه عند تقييم استثمار معين، هذه المخاطر محيطة بالأصول أو الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر أو محفظة الأوراق المالية، أما المخاطر غير المنتظمة فيستطيع المستثمر التخلص منها عن طريق تنويع الأوراق المالية المكونة للمؤشر أو المحفظة المالية، فإن النموذج لا يهتم بها ، لذلك فإن هذا النموذج يوضح للمستثمر كيفية تعديل مكونات محفظته المالية في ضوء متطلبات العائد والمخاطر بالإعتماد على محفظة السوق وذلك عن طريق الإحتفاظ بكميات موجبة أو سالبة من الأوراق المالية الخالية من المخاطر، كما يستخدم هذا النموذج (CAPM) في العديد من المجالات من بينها تقييم البدائل المقترحة ووضع معايير للقرارات الإستثمارية، وتقدير تكلفة التمويل.²

المطلب الرابع: مؤشر بورصة الجزائر - دزاير اندكس - (DZAIER Index)

انطلقت بورصة الجزائر في استخدام مؤشر مرجعي أطلقت عملية تسمية "دزاير اندكس" يضم إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي من مختلف القطاعات، ويفترض أن يعكس الاتجاه العام للسوق، وتتم عملية تسييره وحسابه من قبل رسمي المقصورة لشركة بورصة القيم باتباع مبدأ ترجيح الرسمة العائمة

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستشارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، ط1، 2014، ص 194

² علوان. قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره ص98.

للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل شركة مدرجة بالبورصة.

ويتم حساب هذا المؤشر اعتماداً على أسعار قيم العينة عند الإغلاق في نهاية كل حصة تداول على أساس 1000 نقطة ابتداءً من تاريخ 03 جانفي 2008.¹

المبحث الثاني: نبذة عن البورصة والشركات المدرجة فيها

المطلب الأول: بورصة الجزائر

في هذا المطلب سوف نسلط الضوء على نبذة تاريخية لنشأة ومراحل تطور بورصة الجزائر

أولاً: تاريخ ونشأة بورصة الجزائر²

إن الحديث عن بورصة في الجزائر جديد لان النظام الاقتصادي الذي سارت عليه منذ الاستقلال إلى أواخر الثمانينات يتعارض مع النظام الاقتصادي الرأسمالي، الذي يقوم على مفاهيم تختلف عن النظام الذي سارت عليه الجزائر، على غرار دول أخرى انتهجت نفس النظام، لكن التحولات الاقتصادية والسياسية جعلت جل البلدان تتوجه نحو الاقتصاد الرأسمالي، وأصبح الحديث صراحة عن خصوصية المؤسسات العمومية

¹ أمينة بوديوة، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعا الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة بين بورصة

الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية)، أطروحة دكتوراه، ص 55-56

² مثلج على الموقع:

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%B2%D8%A7%D8%A6%D8%B1 13:10 2022/04/14 ، تاريخ الإطلاع

(CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

والتنافس الاقتصادي... إلخ، وكننتيجة لذلك تم إنشاء بورصة الجزائر التي وإن عرفت عند بعض الناس المهتمين وذوي العلاقة بها، فإنها لازالت حديثة العهد وغير معروفة عند بعض الناس في المجتمع الجزائري.

انتهجت الجزائر منذ الاستقلال سياسة التخطيط المركزي في تنميتها الاقتصادية، والتي نتج عنها سلبيات من بينها سوء تسيير المؤسسات، وتراكم المشاكل كالاتماد على سياسة القروض، وكذا عدم القدرة على التمويل الذاتي، وارتفاع التكاليف وطول مدة انجاز المشاريع، وإثر أزمة البترول عام 1986 ظهرت مشاكل أخرى اقتصادية واجتماعية كندرة المواد الاستهلاكية وارتفاع نسبة المديونية أدى بالسلطات إلى إدخال عدة إصلاحات تمهيدا لدخول الجزائر إلى اقتصاد السوق منذ سنة 1988، ومن أهم الإصلاحات ما جاء به قانون 01/88 لسنة 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية وتوجيهها مهيدا لخصوصيتها، وكذا إصلاح نظام تمويل المؤسسات العمومية والخاصة، ولتجسيد كل هذه الرؤى تم انشاء صناديق المساهمة، حيث ينقسم رأسمال المؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم ويوزع على مستواها، أي أن هذه المؤسسات تحولت إلى (SPA) تسيير وفق لأحكام القانون التجاري وهذا ما استدعى وجود سوق مالية (البورصة) تتداول فيها الأسهم والسندات.

ثانيا: مراحل تطور بورصة الجزائر

يمكن تقسيم المراحل التي مرت بها بورصة الجزائر إلى ثلاث مراحل أساسية بدءا بفكرة الإنشاء إلى غاية الانطلاق الفعلي لها وما آلت إليه.

المرحلة الاولى: 1990-1992

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلالها وكذلك أنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء شركة سميت بشركة القيم المنقولة (SVM) وتقريبا هي تمارس نفس الوظائف المشهودة في البورصات. لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة، أما رأس مال هذه الشركة فلقد قدر بمبلغ 320.000 دج، يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 08 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، وشهدت هذه المرحلة لإصدار ثلاث مراسيم تنفيذية هي:

المرسوم التنفيذي رقم 91/169: تضمن كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية ودعوة

شركات المساهمة إلى إصدارها، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر، إذ اعتبرها شركة أسهم.

المرسوم التنفيذي رقم 91-170: شرح أنواع الأوراق المالية وأشكالها وشروط إصدارها وطريقة

تداولها وتحويلها.

المرسوم التنفيذي رقم 91/171: متعلق بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة والتي أوكلت إليها مهام تنظيم السوق وقبول المتعاملين والتدقيق في المعلومات المنشورة وكذا ممارسة الرقابة وغيرها من الوظائف.

المرحلة الثانية: 1992-1999

شهدت هذه المرحلة إصدار تشريعات جديدة أهمها المرسوم التشريعي رقم 93/10 الصادر في 25/05/1993 التعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي كانت كإجراءات تصحيحية لما آلت إليه شركة القيم المنقولة (SVM) نتيجة:

ضعف رأس مالها الاجتماعي والذي رفع إلى 932000 دج في 08/02/1992

نقص الخبرة في مجال المعاملات في الأوراق المالية.

الغموض الذي ميز دور هذه الشركة

فتحولت هذه الشركة إلى بورصة الأوراق المالية (BVM) التي تقرر إنشائها وفق المرسوم رقم 93/10، مقرها بالجزائر العاصمة يتم فيها عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة وحدد هذا المرسوم مختلف الهيئات المشرفة عليها وهي:

لجنة تنظم ومراقبة عمل البورصة (COSOB)

شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)

الوسطاء في عملية البورصة (IOB)

المرحلة الثالثة: 1999

إلى يومنا هذا وتبدأ من افتتاح بورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية بتاريخ 13 سبتمبر 1999

وهذه الانطلاقة التي أجلت عدة مرات بسبب قلة الشركات المرشحة للتسجيل في إتمام إجراءات التقييد بالإضافة إلى عوامل أخرى كنقص الثقافة الادخارية وقلة المختصين في هذا المجال، وقد قيدت بها أربع شركات هي فندق الأوراسي، صيدال، الرياض سطيف وسوناطراك بثلاث أسهم لشركات الأولى وسند واحد بالنسبة لسوناطراك.

أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

تتكون سوق سندات رأس المال من:

I) السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربعة (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:¹

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة،

- أليانس للتأمينات : الناشطة في قطاع التأمينات،

- مؤسسة بيوفارم : الناشطة في القطاع الصيدلاني.

- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء

هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في

18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب

1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية

رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012)

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول

على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق

II) تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم .

- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية

الجزائرية.

وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في

التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

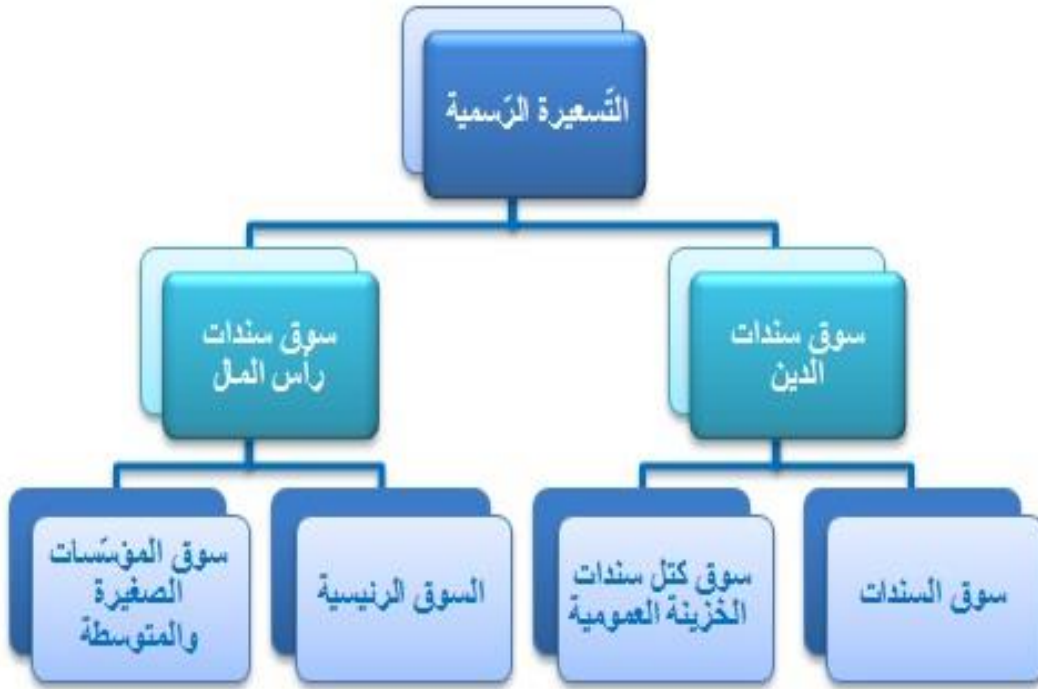
¹ / تاريخ الاطلاع يوم 2022/04/23 في 08:22 <https://www.sgbv.dz/ar> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

(CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

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

ويمثل المخطط التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

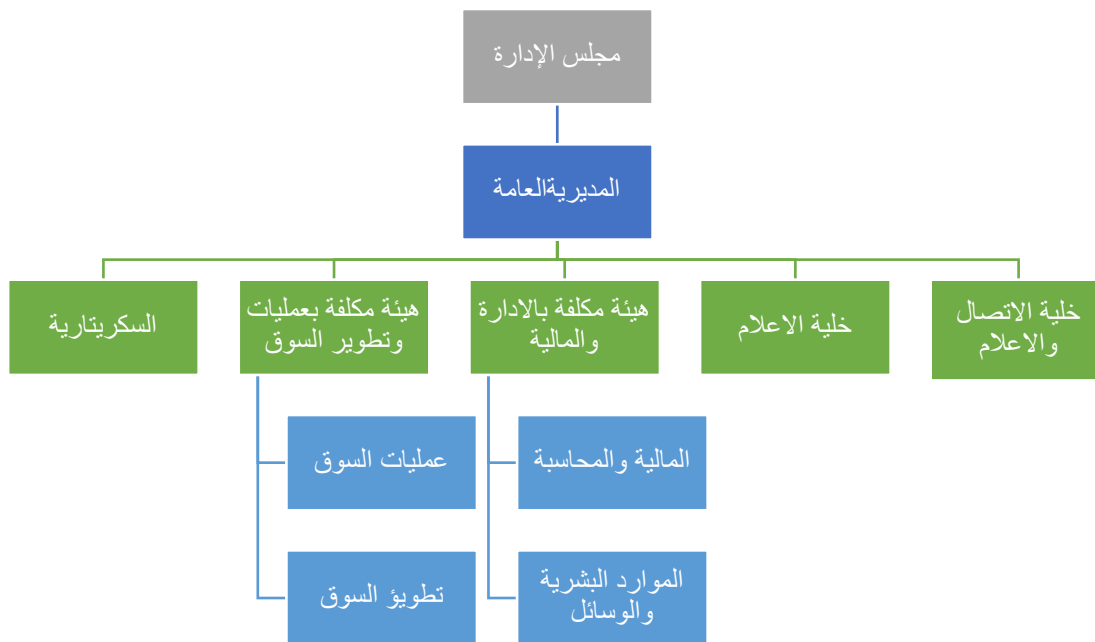
المخطط رقم (02): يوضح التسعيرة الرسمية لبورصة القيم وفروعها



المصدر: <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

تاريخ الإطلاع: 08:13 2022/04/23

المخطط رقم (03): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على معطيات موقع الرسمي لبورصة الجزائر

الجدول رقم (03) : يوضح الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

الشركة	الرمز	القطاع
صيدال	SAI	الصناعة الصيدلانية
بيوفارم	BIO	الصناعة الصيدلانية
الليانس للتأمينات	ALL	التأمينات
أن سي أ رويبة	ROUI	الصناعة الغذائية
مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي	AUR	الفندقة

المصدر : <https://www.sgbv.dz/ar>

الهيكل التنظيمية لبورصة الجزائر

طبقا للقانون رقم 03-04 فإن بورصة الجزائر للقيم المنقولة تتكون من أربعة هيكل هي: ¹

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: حيث تتولى هذه الشركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وتكتسي شكل شركة ذات أسهم حسب المادة 15 من هذا القانون، ويتمثل هدف هذه الشركة على الخصوص وفقا للمادة 18 من القانون السالف

الذكر فيما يلي:

الوسطاء في عمليات البورصة: يقومون بالمفاوضات في المعاملات التي تتعلق بالقيم المنقولة في البورصة، على أنه لا يمكنهم ممارسة مهامهم إلا بعد الحصول على اعتماد من لجنة ضبط عمليات البورصة وهنا يتعلق الأمر بالشركات التجارية التي تنشأ لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية طبقا للمادة 6 من القانون رقم 03-04.

ومن بين أهم النشاطات التي يقوم بها الوسطاء تنص المادة 7 من القانون السابق الذكر على ما يلي:

سلمان بلال، بعنوان الأسواق المالية دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، الموسم الجامعي ¹ 2018/2017 ص 49، 48

- 1) التفاوض لحساب الغير.
- 2) الإرشاد في مجال القيم المنقولة.
- 3) توظيف القيم المنقولة.
- 4) التفاوض للحساب الخاص.
- 5) حفظ القيم المنقولة وإدارتها.
- 6) إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

ويتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا عقود تفويض مع زبائنهم على أن تنص هذه العقود لزوما على ضرورة تقديم تقارير دورية إلى هؤلاء الزبائن كل ستة أشهر عن العمليات التي أجروها لحسابهم طبقا للمادة 13 من القانون رقم 03-04.

المؤتمن المركزي على السندات: هو عبارة عن هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم، يخضع القانون الأساسي الخاص بها وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين له إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية وذلك بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبناء على تقرير معمل من هذه اللجنة يمكن للوزير المكلف بالمالية عزل المدير العام له أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم في انتظار تعيين مدير جديد أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة وذلك حسب المادة 19 مكرر 2 من القانون رقم 03-04 وتتمثل مهام المؤتمن المركزي على وجه الخصوص في:

- ✓ حفظ السندات الذي تمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- ✓ متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر.
- ✓ إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- ✓ الترقيم القانوني للسندات.
- ✓ نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: أنشأت بموجب المرسوم التشريعي 93-10 واعتبرت سلطة ضبط مستقلة بموجب القانون المعدل والمتمم رقم 0304، ولقد أسندت إليها مجموعة من السلطات حتى تتمكن من القيام بمهامها.

المطلب الثاني: تقديم الشركات محل الدراسة (شركة الليناس للتأمينات)

نقوم باختيار 3 شركات من الشركات المدرجة في البورصة

أولاً: تعريف شركة أليانس¹

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشأت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009، وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأس مالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري، بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 10/30/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين. في نوفمبر 2010 شرعت الينانس للتأمينات في زيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب، وانصب مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم. في مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعلا الإدراج ب 380 دينار جزائري.

¹ https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=23 تمت زيارة الموقع في: 02:10 2022/04/16

بطاقة تعريفية لشركة أليانس

الرئيس المدير العام:

خليفاتي حسان

العرض العلني للاكتتاب

الاسم: أليانس للتأمينات

رأس المال الاجتماعي: 2205714180 دينار جزائري، موزعة على 5804511 سهم بقيمة اسمية

قد رها 380 دينار جزائري

الكمية المعروضة 1804511 سهم، تمثل 31% من رأس المال.

سعر الإصدار: 380 دينار جزائري

فترة الاكتتاب: من 2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010

(CPA) الوسيط في عمليات البورصة المرافق : القرض الشعبي الجزائري

الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري،

البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط،

لقرض الشعبي الجزائري بي أن بي باريبا الجزائر، سوستيه جنرال الجزائر.

<https://www.allianceassurances.com> المصدر:

ثانيا: تقديم شركة صيدال

سوف نتطرق في هذا المبحث الى أهم النقاط المتعلقة بنشأة وتطور المجمع، إضافة إلى موضوعه وأهدافه وإلقاء نظرة حول موضوعه وأهدافه لهذا تم تقسيم المبحث إلى المطلبين التاليين:¹

نشأة وتطور المجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الكبرى في الجزائر، والرائدة في الإنتاج الصيدلاني، الشيء الذي أكسب المجمع ميزات تنافسية عدة، ولقد مر بجمع 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 الخصخصة، وطبقا للأمر رقم 95/22

بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخصخصة المقرر من طرف الحكومة، أيدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 22/06/1998 القرار رقم 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 2000000 سهم بسعر محدد 800 دج.

مؤسسة التسيير الفندقية للأوراسي:

تقديم الشركة²

شركة التسيير الفندقية الأوراسي: تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983. في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) وعدل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه

¹ إشراق حميدة، سمية بلفركوس، فرص الإستثمار في بورصة الجزائر دراسة تحليلية للعائد والمخاطرة 2017-2019، مذكرة مقدمة

لنيل شهادة ماستر أكاديمي الموسم الجامعي 2018-2019 ص 45-46

² بن السيلت زينب، مرجع سبق ذكره، ص 50-51.

(CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.

وفي عام 1955، وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المياهم الوحيد فيه.

لكن، وتماشيا مع توجهات السلطة العمومية التي تهدف الى فك الارتباط الكلي بالدواة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخوثة الكلية أو الجزئية أختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للإكتتاب العام في يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طرسق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو مايعادل 20% من رأس المال الاجتماعي. في 14 فبراير 2000، وبعد اتيفائه شرط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبوصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي فيجدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج ب400 دينار جزائري.

بطاقة تعريفية لشركة الأوراسي

الرئيس المدير العام: عبد القادر العمري

الاسم: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي المنشئ: المؤسسة العامة القابضة للخدمات

رأس المال الاجتماعي: 1.500.000.000 دينار جزائري

أو مايعادل 6.000.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري

الكمية المعروضة: 1.200.000 سهم تمثل 20% من رأس المال

سعر العرض: 400 دينار جزائري

فترة العرض: من 15 يونيو 1999 إلى 15 يوليو 1999

الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المرشد المالي

الوسطاء في عملية البورصة المكلفون بعملية جمع الأوامر

الشراء: الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة للإرشاد والتوظيف Sogefi

المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Sogefi وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية

في هذا المبحث سوف نحاول ان نطابق بين الجانب النظري واسقاطه على الجانب التطبيقي تحليليا وبيانيا

المطلب الاول: عرض المعطيات المالية للشركات المدرجة في البورصة وحساب عائد السوق

سوف نقوم بعرض عائد السهم وعائد السوق كما هو مبين في الجدول أدناه:

الجدول رقم: (04) : يوضح عائد السهم وعائد السوق

Rm	i			N
	AUR	ALL	SAI	
-0.129	0.147	-0.260	-0.274	2013
-0.046	0.128	-0.024	0.244	2014
0.047	0.090	-0.092	0.143	2015
0.049	0.010	-0.139	0	2016
0.037	0.081	0	0.175	2017
0.037	0.020	0.286	0.156	2018
0.037	0.030	0.147	0.254	2019

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات التقارير السنوية السابقة لبورصة الجزائر

حيث أن عائد السوق يحسب بالوسط الحسابي لعوائد

N: السنة

الشركات

الثلاث التي أجريت عليها الدراسة والعلاقة كالتالي:

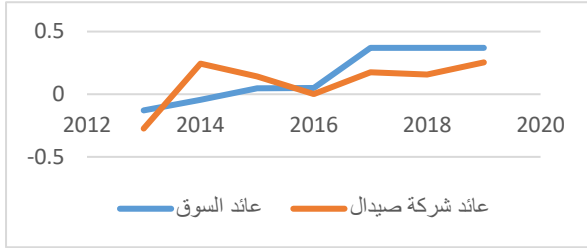
i: عائد الورقة المالية

CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

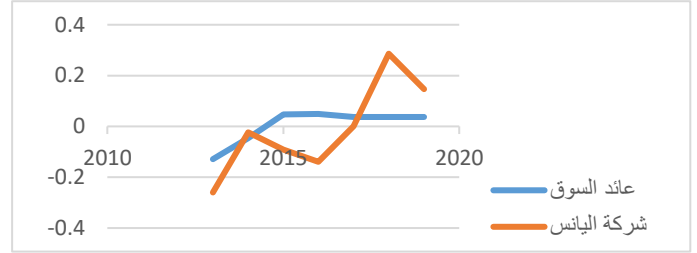
$$R_m = \frac{i(SAI)+i(ALL)+i(AUR)}{3} \quad R_m: \text{عائد السوق}$$

ترجمة النتائج المبينة في الجدول رقم (02) إلى 3 أشكال بيانية وكل شكل يوضح تطور العائد مقارنة بعائد السوق

الشكل -2- يوضح عائد شركة صيدال مقارنة بعائد السوق

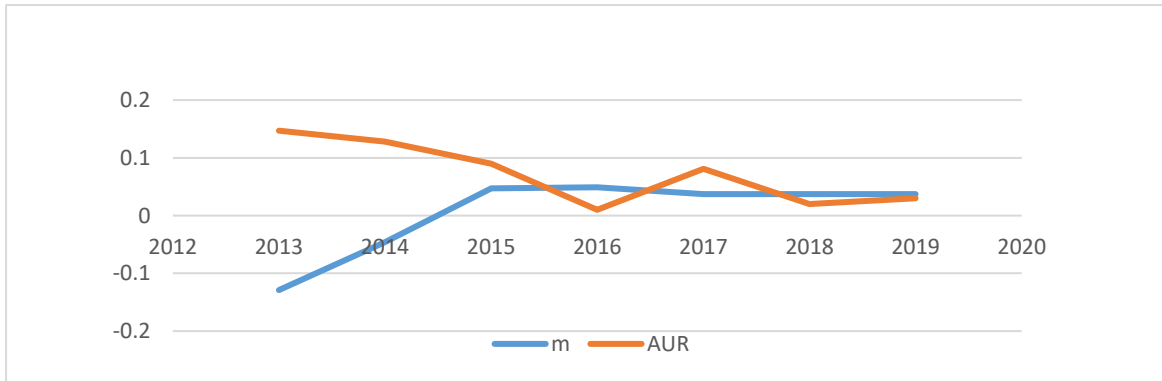


الشكل -1- يوضح عائد شركة أليانس مقارنة بعائد السوق



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الجدول-2-

الشكل -3- يوضح عائد شركة الأوراسي مقارنة بعائد السوق



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الجدول رقم -2-

نلاحظ من خلال الشكل البياني الى ان العوائد المحققة لبعض أسهم المؤسسات كان سالبا او يساوي الصفر ويرجع ذلك الاختلاف الى سعر الاغلاق والافتتاح في نشرات التداول، اي ان سعر الاغلاق اقل من سعر الافتتاح او انهما متساويان، كما نلاحظ خلال سنة 2013 ان اكبر عائد سهم كان لمجمع تسيير فنادق الأوراسي، وأدنى عائد سهم كان من نصيب شركة صيدال، شوهدت سنة 2014 تحسنا كبيرا في شركة صيدال من ادنى عائد السنة الماضية الى اكبر عائد في 2014 وحققت اليانس ادنى عائد خلال نفس العام،

CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

أما في ما يخص سنة 2015 فشهدت تدنيا للشركات الثلاثة دون اختلاف في الاكبر عائد وادناه من السنة الماضية. أما فيما يخص سنة 2016 احتلت مؤسسة الأوراسي اكبر عائد حيث اصبح عائد مؤسسة صيدال معدوما حيث حقق سقوط حر، فيما فبقيت مؤسسة اليانس في تدني مستمر .

في 2017 شهدت المؤسسات الثلاثة انتعاشا نوعيا مقارنة بالسنوات الماضية وعادت صيدال الى المقدمة من جديد اما شركة اليانس فاصبح عائدها معدوما بعد ان كان سالبا، وفي السنتين الأخيرتين حازت صيدال على أكبرعائد على مستوى بورصة الجزائر، وحققت الأوراسي أدنى عائد في السنتين الأخيرتين.

المطلب الثاني: معامل قياس المخاطر النظامية (β_i)

لديه عدة تسميات، ويسمى أيضا معامل قياس درجة حساسية عائد السهم بالنسبة لعائد السوق

جدول يوضح جميع المتغيرات لحساب المعامل بيتا لقياس المخاطر النظامية

الجدول (05) يوضح معامل بيتا والتباين المشترك

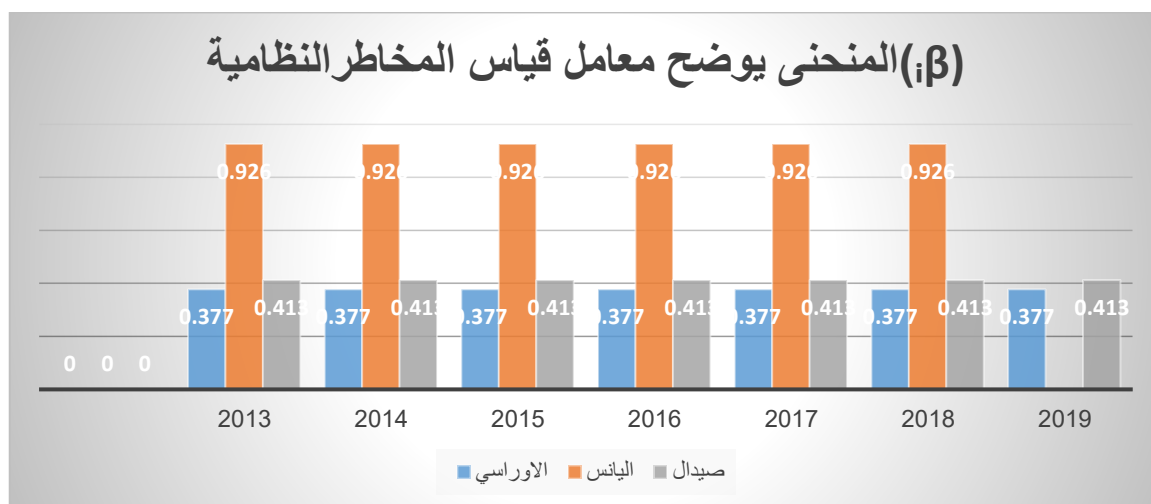
β_i	$cov(i, Rm)$	VAR	
0.413	0.015	0.038	SAIDAL
0.926	0.006	0.007	ALLIANCE
0.377	0.001	0.003	AURASSI

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات مخرجات Excel

يتضح لنا من خلال النتائج ان معامل بيتا اقل من 1 في جميع المؤسسات مما يدل على ان العائد السوقي للمؤسسات يكون اقل تقلبا بتاثيرات عائد السوق نزولا وصعودا، وعليه تعتبر جميع اسهم الدراسة اسهم دفاعية اي لا يتوقع ان يتعرض عائدها الى الانخفاض في فترات الكساد بل يحقق عائد يفوق معدل عائد السوق.

كما تجدر الاشارة الى ان اشارة بيتا تدل على وجود علاقة طردية بين عائد السهم وعائد السوق أما الاشارة السالبة فهي تدل على وجود علاقة عكسية بينهما، فكلما ارتفع عائد السوق كلما انخفض عائد السهم للمؤسسة .

الشكل رقم -04- المعامل بيتا



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على معطيات الجدول رقم -03-

ويمكن ترجمة النتائج السابقة في الجدول التالي:

الجدول -06- يوضح نتيجة معامل بيتا وتفسيرها

المؤسسات	المعامل بيتا (β_i)	شرح نتيجة معامل قياس المخاطر النظامية (β_i)
SAIDAL	0.413	$\beta_i > 1$ مخاطر الاصل النظامية اقل من مخاطر السوق
ALLIANCE	0.926	$\beta_i > 1$ مخاطر الاصل النظامية اقل من مخاطر السوق
AURASSI	0.377	$\beta_i > 1$ مخاطر الاصل النظامية اقل من مخاطر السوق

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على نتائج الجدول رقم -05-

تحليل معطيات الجدول رقم -05-

- مخاطر الاصل النظامية اقل من مخاطر السوق، مما يفسر أن أي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع ان يكون لها اثر اقل وفي نفس الاتجاه على عائد الاصل المالي.
- $\beta_i > 1$ يدل على أن أسهم المؤسسات هي أسهم دفاعية أو محافظة وينطوي عائدها على مخاطر أقل من مخاطر عائد محفظة السوق، وما نلاحظه كذلك أن إشارة معاملات بيتا للشركات الثلاثة موجبة مما يدل على علاقة طردية بين عائد السوق وعائد الشركات، فكلما ارتفع عائد السوق إرتفع معه عائد الشركة.
- $\beta_i > 1$ يعني أن تقلبات العوائد لهذه الشركات ضعيفة الحساسية مقارنة بتقلبات عوائد السوق، وهذا يعتبر حافز للإستثمار.

CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

سنقوم بقياس العائد المطلوب (k) بالإعتماد على العلاقة المذكورة أسفله، ولكن نظرا لظروف السوق (بورصة الجزائر) وفي ظل غياب أدونات الخزينة والتي من خلالها يتم استخدام المعدل الخالي من المخاطرة (العائد على أدونات الخزينة) وبالتالي تم الإعتماد على معطيات تحصلنا عليها من البنوك ووجدنا أن سعر الفائدة المتعامل به في حدود 5.75%، في حين أن قيم معامل بيتا متقارب إلى حد كبير، و R_m عائد السوق تم حسابه سابقا من الوسط الحسابي لعائد السهم للشركات الثلاثة وعليه تم حساب العائد المطلوب وفق العلاقة التالية:

$$k = c + \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon$$

ε : معامل تقدير الخطأ قيمته أجزاء قليلة بعد الصفر مما يفيد أنها لا تحدث أي تأثير في النتيجة

c : تمثل ثابت وتجر الإشارة إلى أن قيمته عادة ماتكون الصفر

R_m : عائد السوق β_i : معامل قياس المخاطر النظامية

k : العائد المطلوب R_f : العائد الخالي من المخاطرة

المطلب الثالث: العائد المطلوب (k)

الجدول-07- يوضح العائد المطلوب (k)

K			R_f	R_m	β_i			N
AUR	ALL	SAI	%		AUR	ALL	SAI	
-0.012	-0.919	-0.166	0.0575	-0.129	0.377	0.926	0.413	2013
0.018	-0.842	-0.132	0.0575	-0.046	0.377	0.926	0.413	2014
0.053	-0.756	-0.093	0.0575	0.047	0.377	0.926	0.413	2015
0.054	-0.754	-0.093	0.0575	0.049	0.377	0.926	0.413	2016
0.061	-0.738	-0.084	0.0575	0.064	0.377	0.926	0.413	2017
0.954	-0.654	-0.046	0.0575	0.154	0.377	0.926	0.413	2018
0.090	-0.663	-0.053	0.0575	0.144	0.377	0.926	0.413	2019

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة ومخرجات Excel

تحليل نتائج الجدول -07- : مقارنة العائد المطلوب (k) بالعائد الخالي من المخاطرة (RF)

من خلال الجدول السابق نلاحظ ان:

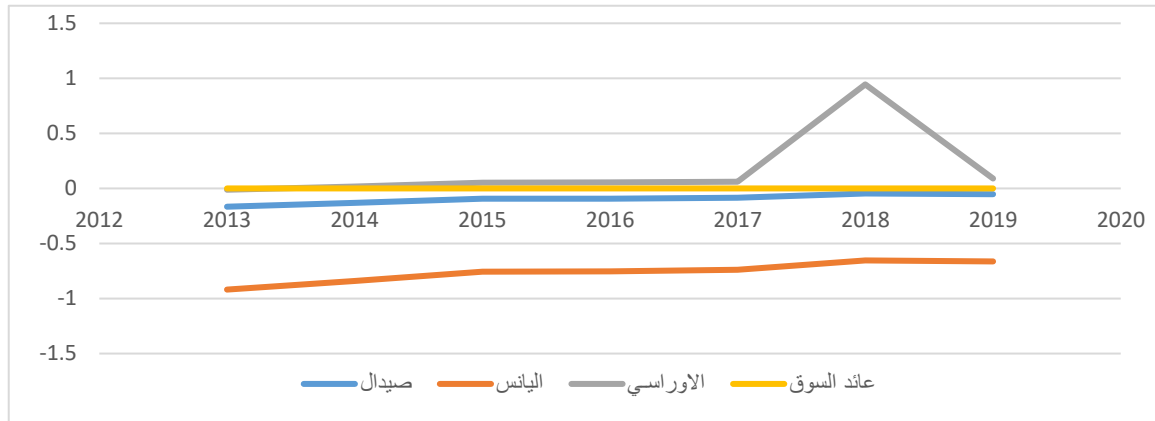
$K < RF$ معدل العائد المطلوب لمؤسسة صيدال واليانس أقل من العائد الخالي من المخاطرة، وهذا لايعتبر أبدا حافزا للإستثمار في هاته الأسهم.

$K > RF$ على عكس مؤسسة الأوراسي حيث اتضح ان معدل العائد المطلوب من سنة 2016 الى غاية سنة 2019 كان اكبر من العائد الخالي من المخاطر مما يفسر وجود حافز للاستثمار.

تحويل معطيات الجدول رقم -07- إلى منحنى بياني كما هو مبين في الشكل رقم -04-

الشكل رقم -05-

يوضح العائد المطلوب للشركات الثلاثة مقارنة بعائد السوق



من إعداد الباحثين بالإعتماد على نتائج الجدول رقم -5-

تحليل المنحنى: (الشكل رقم 05) مقارنة العائد المطلوب (k) بعائد السوق (Rm)

نلاحظ من خلال المنحنى أن:

عائد السوق ثابت عند النقطة الصفر مما يوضح ركود وخمول النشاط في البورصة وحتى أنه ثابت

إلا أن شركتي أليانس وصيدال حققتا عائد أقل من عائد السوق ابتداء من سنة 2013 إلى غاية 2019

(CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

وهذا بالضبط ما توضحه الإشارة السالبة في الجدول -05- مما يعني أن الشركتين حققت عوائد سلبية مقارنة بعائد السوق.

شركة أليانس حققت عائد ضعيف مقارنة بعائد السوق والذي كان ثابتا خلال الفترة (2013-2019) والذي انحصر بين [-0.5 و -1]، أما شركة صيدال فحققت عائد أقرب إلى عائد السوق مقارنة بعائد الأواسي، حيث انحصر عائد صيدال بين [-0.5 و 0-]، أما شركة الأوراسي فحققت عائد مقبول مقارنة بعائد السوق حيث انحصر مجال العائد المطلوب لشركة الأوراسي بين [0 و 0.9].

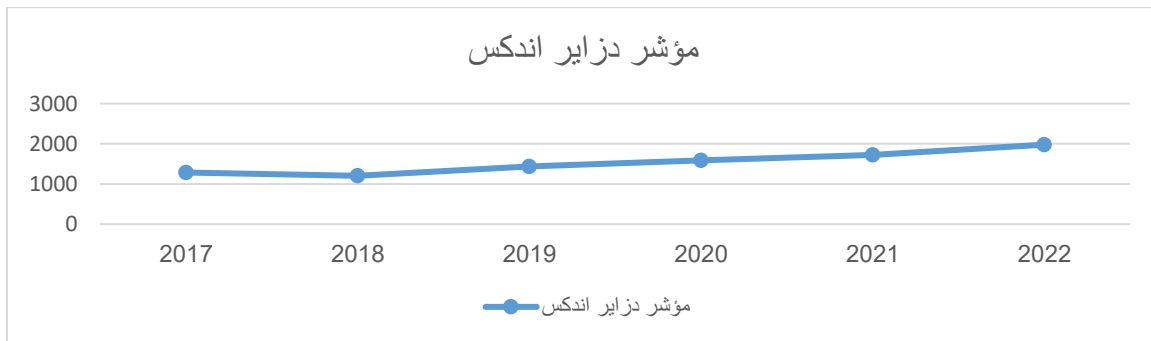
تحسن عائد مؤسسة الأوراسي بعد كل سنة بداية من 2013 حيث بلغ العائد نسبة اقل من الصفر ثم تطور في سنة 2016 إلى 0.54 والذي يعلو عائد السوق بفارق 0.005 مما يفسر دخول مؤسسة الأوراسي في السوق ثم ارتفع العائد في سنة 2018 مقارنة بعائد السوق لنفس السنة بمقدار 0.8 مما يعني أن هناك نشاط أكثر في العامين 2016-2018 مقارنة بالعائد المطلوب في 2013-2016.

من خلال الجدول السابق رقم -05- والتحليلات السابقة لكل متغير إستراتيجيا، أن مؤسسة الأوراسي هي الشركة التي ينصح بالإستثمار فيها على غرار الشركات المشاركة إلا أن نسبة الأرباح تبقى في حدود معينة ونظرا لرأس المال البورصة ككل ومقارنته مع أحد البورصات، نلمس فرقا شاسعا وذلك لأن عدد الشركات المدرجة لايفوق حتى 05 شركات، وهذا رقم عدد ضئيل جدا مقارنة بالبورصات العربية وهذا يعكس نشاط البورصة وعدم بروزها حتى في المحافل العربية على الأقل مثل بورصة عمان ومصر.

المطلب الرابع: عرض معطيات مؤشر بوضة الجزائر دزاير اندكس

انطلاقا من المعطيات السنوية لبورصة الجزائر حاولنا ترجمة المعطيات إلى منحنى يوضح إتجاه هذا المؤشر بحيث يتسنى لنا معرفة اتجاه هذا المؤشر خلال 6 سنوات الأخيرة. والذي يعطينا صورة واضحة وحصرية لبورصة الجزائر.

الشكل رقم -06- اتجاه مؤشر دزاير اندكس



المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على المعطيات السنوية موقع بورصة الجزائر

2022/05/04 تاريخ الاطلاع <https://www.sgbv.dz/ar>

يوضح المنحنى اتجاه مؤشر دزاير اندكس بالنسبة لعدد الحصص لكل سنة حيث شهد المؤشر انخفاض في سنة 2018 مقارنة بالسنة السابقة لكن تبين ان هناك زيادة في سنة 2019 ثم في سنة 2020 شهد زيادة أخرى ولكن هذه الزيادة انتقلت من مجال (1000-1500) حصة إلى (1500-2000) حصة. وبقي هذا المؤشر في زيادة الى غاية سنة 2022 حيث استعملت 2000 حصة وهي الأكبر حصة مقارنة بالسنوات السابقة الأمر الذي يفسر زيادة بطيئة جدا في نشاط المؤسسة حيث أن الأمر السائد في البورصات هو الهبوط والارتفاع بين الثانية والأخرى وليس بين السنوات.

الجدول رقم-08- يمثل اخر تركيبة مؤشر دزاير اندكس

القيمة	افتتاح	اقفال	التغير %	القيمة السوقية العائمة (دج)
أليانس	360.00	360.00	0.00	120.00 398 039 1
صيدال	543.00	543.00	0.00	000.00 000 086 1
الأوراسي	550.00	550.00	0.00	000.00 000 660

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على المعطيات السنوية موقع بورصة الجزائر

2022/05/04 تاريخ الاطلاع <https://www.sgbv.dz/ar>

نلاحظ من خلال الجدول رقم -08- مايلي:

- ❖ إن اكبر قيمة افتتاح كانت من نصيب مؤسسة الأوراسي أي ان قيمة الورقة المالية لمؤسسة الأوراسي أكثر وأعلى من مؤسستي أليانس وصيدال مما يوحي بأن الإستثمار في مؤسسة الأوراسي أفضل من المؤسسات الأخرى.
- ❖ ويتبين لنا أيضا أن سعر الافتتاح هو نفسه سعر الاقفال حيث نستنتج أن هناك ركود تام في النشاط على مستوى البورصة وقيمة التغير ثابتة وهذا أكبر دليل على ذلك.
- ❖ الأسهم العائمة هي عدد الأسهم المتاحة للتداول في سهم معين، ويتم حسابها عن طريق طرح

- ❖ الأسهم المملوكة من اجمالي الأسهم القائمة في الشركة، والقيمة تفسر سياسة كل مؤسسة حيث أن عدد الأسهم المتاحة في مؤسسة صيدال أكبر من عدد الأسهم المتاحة في مؤسسة الأوراسي ب426.000.000.00 سهم إلا أن الفارق هنا يكمن في سعر الافتتاح والاعلاق.
- ❖ بالنسبة لمؤسسة اليانس حققت اقل سعر افتتاح ولكن لديها اسهم أكبر من مؤسسة الأوراسي وهذا يتأتى من طبيعة نشاط المؤسسة وأهدافها المسطرة.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل أن نسقط الجانب النظري من الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حيث كانت هي بيئة الدراسة، مستعينين في ذلك على المعلومات المتوفرة لدينا في الموقع الرسمي لبورصة الجزائر والمعلومات التي قمنا بجمعها من البنوك باعتبار وجود وساطة بين البورصة والبنوك الموجودة على مستوى الولاية مثل بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR والبنك الوطني الجزائري BNA، وكذلك اعتمدنا في جمع المعلومات من أطروحات دكتوراه سابقة، وحاولنا التنوع المصادر في جمع المعلومة من اجل إعطاء صورة واضحة وحقيقية عن ما هو موجود على أرض الواقع، وذلك من خلال استخدام مؤشر دزاير اندكس (Dzaier Index) ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capm) لتقدير معامل بيتا من جهة، واختبار النموذج على الشركات التي أختيرت بيئة الدراسة (صيدال، أليانس، الأوراسي) ودراسة العائد المطلوب ومقارنته بعوائد السوق من جهة أخرى.

وقد قمنا في الأخير بتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها إنطلاقاً من المعطيات التي تمت معالجتها، حيث بينت الدراسة أن مؤشر بورصة الجزائر يعطي نفس النتائج النموذج، شركة الأوراسي حققت أكبر عائد ويبدل النموذج على أنها حافز للإستثمار مقارنة بصيدال وأليانس حيث شهد الأخيرين تذبذب حتى في العائد المطلوب، وحافظت الأوراسي على العائد، عدد الأسهم لا يهم بحجم ما يهم وزن الورقة المالية وسعرها حيث وضح لنا مؤشر البورصة من خلال الجدول رقم -06- أن ارتفاع قيمة الورقة تعبر عن وزن المؤسسة وثقتها بنفسها، مما يضيف عليها نوع من الاتزان.

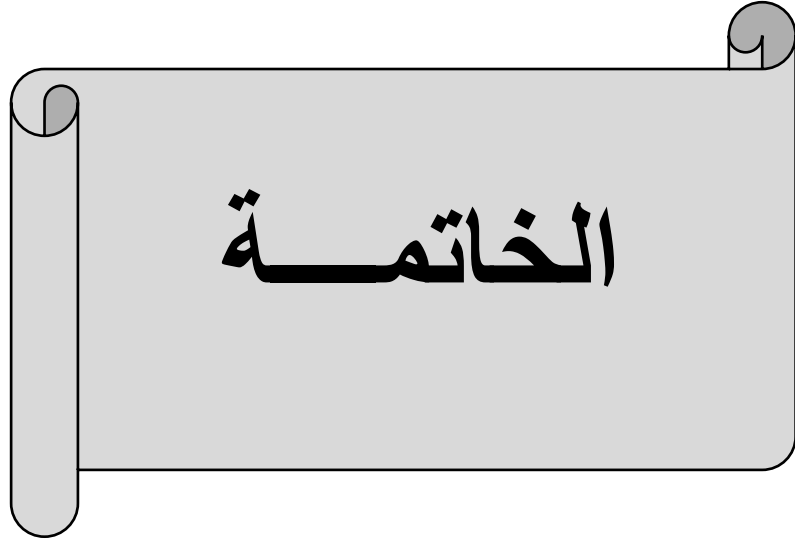
وتوصلنا كذلك الى أن معامل بيتا وحده لا يعطي الصورة الكافية في تفسير التغيرات في العوائد، وإنما هناك متغيرات صريحة في هذا الصدد مثل العائد المطلوب وعائد الورقة المالية، وكذلك تبين لنا من خلال الرسومات البيانية أن عوائد الأسهم ترتبط ارتباطاً طردياً بالفروقات بين العوائد وهو بالضبط ما يثبت صحة النموذج، كما أن أفضل نموذج للبيئة الجزائرية هو (Capm).

(CAPM) الفصل الثاني : مدى تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعبر معامل بيتا عن المخاطر النظامية التي تحدث في السوق مثل ارتفاع معدل التضخم وانخفاض سعر صرف العملة النقدية ويساعدنا هذا المعامل في تجنب هذه المخاطر والتي من شأنها أن تكون سببا في إفلاس بعض الشركات أو انسحابها لعدم معرفتها بظروف السوق.

يعبر العائد المطلوب المطلوب لمؤسسة الأوراسي على أن المؤسسة تتمتع بقبول في الاستثمار من وجهة نظر المستثمرين، مقارنة مع العوائد المحققة من طرف مؤسستي أليانس وصيدال، حيث يعتبر عائد السوق المرجع الرئيسي في ذلك وهو الذي يوضح مقدار الربح والخسارة بالنسبة للأسعار المتداولة في السوق.

يعتبر إنشاء بورصة الجزائر خطوة جريئة من شأنها النهوض بالجزائر في العديد من المجالات واستعمال سياسة القطاع العام وتهميش القطاع الخاص ووضع شروط لا تمد بأي صلة في الإستثمار في هذه البورصة هذا من شأنه التقليل من إنضمام مؤسسات أخرى بالرغم من قدراتها الهائلة مثل سوناطراك وسونلغاز، وانسحاب مؤسسات أخرى مثل رويبة.



الخاتمة:

تناولنا في الفصل الأول الأدبيات المتعلقة بالجانب النظري حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى أدوات الملكية (الأسهم) وأدوات الدين (السندات) وتطرقنا في الفصل الثاني إلى مدى تطبيق نموذج تسعي الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر، وقد أجريت الدراسة على 3 شركات وهي صيدال وأليانس والأوراسي فيما يخص الفصل الأول قمنا بإعطاء تعريف إجرائية لكلا المفهومين وقلنا بأن السهم عبارة عن صك يمنح لحامله إثباتا بمقدار مساهمته في شركة من شركات الأموال، حيث يعطي للمساهم الحق في الحصول على أرباح الشركة المحققة في أصولها، أما السند فهو يمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت حكومية أو خاصة وقد توصلنا إلى عدة فروقات بين الأسهم والسندات أبرزها أن صاحب السهم يمتلك جزءاً من رأس مال الشركة بينما السند يبقى دين على المؤسسة المصدرة ويبقى الربح مضمون لحملة السندات بينما قد يتعرض للخسارة حملة الأسهم باعتبارهم شركاء، ثم تناولنا المردودية بجميع أنواعها بحيث تمثل محوراً أساسياً بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة وهي الغرض الذي دخلت من أجله إلى البورصة من أجل زيادة المردودية وتوسيع رأس المال وسوف نقوم بعرض النتائج المتعلقة بالجانب النظري والتطبيقي والمتوصل إليها كما يلي:

أولاً: النتائج النظرية

- 1) يشمل مصطلح المردودية العائد والربح والنتيجة
- 2) هناك ثلاثة أنواع من المردودية تتمثل في المردودية المالية والاقتصادية والتجارية
- 3) المردودية تعبر عن الجهود المبذولة من أجل تحقيق الربح مستعملة في ذلك الوسائل المتاحة
- 4) يختلف مفهوم النتيجة عن المردودية فالنتيجة هي الحصيلة النهائية المعبر عنها عنها بالكمية أو النوعية وقد تكون ربح أو خسارة أو ضرر أو فائدة، أما المردودية هي تسخير الجهود والامكانيات المتاحة من أجل تحقيق نتيجة موجبة ترد بإضافة مادية أو معنوية على المؤسسة.
- 5) يعتبر عنصر الربح والإنتاجية أهم عنصرين مكونين للمردودية.

ثانياً: النتائج التطبيقية

- 1) يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من أهم النماذج الحديثة المستعملة في تقييم عوائد الأصول المالية للشركات المدرجة في البورصة.
- 2) يفسر معامل حساسية قياس المخاطر النظامية (β_i) ان الشركات الثلاثة أظهرت حساسية ضعيفة اتجاه تقلبات السوق، انطلاقاً من تحليل الجدول -03-

- (3) من خلال الجدول رقم -05- توصلنا الى ان العلاقة بين بيتا والعائد اتخذت اتجاها إيجابيا بمعظمها، فيما كانت هناك علاقة عكسية باتجاهها.
- (4) يعتبر معامل بيتا جزء رئيسي من النموذج ولا يمكن الإستغناء عنه بأي حال من الأحوال.
- (5) من خلال تحليل وتفسير الجدول رقم-04- والجدول رقم -05- أن معامل بيتا الذي يقدمه النموذج ليس العامل الوحيد الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند احتساب العائد المطلوب (K)، وإنما هناك متغيرات أخرى مثل عائد السوق وعائد السهم وعائد الخالي من المخاطرة.
- (6) من خلال تحليل وتفسير الشكل رقم -05- نستنتج أن مؤسسة الأوراسي حققت عائد مقبول يفوق عائد السوق بحيث حققت صيدال عوائد سالبة أقل من عائد السوق الأمر الذي يوضح أن النشاط الذي قامت به مؤسستي صيدال وأليانس غير مرغوب فيه وعليها العمل على تحسينه في الفترة المقبلة.
- (7) من خلال (الجدول رقم-07- والجدول رقم -08- والشكل رقم -06- والشكل رقم-07-) إستنتجنا أن مؤشر دزاير اندكس ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية قدما لنا نفس الصورة حيث وضح لنا الجدول رقم-08- أن مؤسسة الأوراسي كان سعر ورقتها المالية أكبر المؤسستين صيدال وأليانس وهو الدافع الرئيسي الذي يمثل هي نفس النتيجة المتحصل عليها في النموذج (capm).

اختبار الفرضيات

- لايساعد معامل بيتا وحده في معرفة التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم، وإنما يساعد في التنبؤ بمعرفة حجم المخاطر النظامية الموجودة في السوق.
- توصلنا من خلال الرسومات البيانية والتفسيرات إلى تطابق النتائج المتحصل عليها من النموذج ومؤشر بورصة الجزائر مما يفسر فاعلية النموذج واعتماده كوسيلة للتقييم عائد المؤسسات المدرجة في البورصة
- يعطي هذا النموذج صورة واضحة وحقيقية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر وهو مناسب لهذه البيئة.

التوصيات والاقتراحات

- ✓ يجب رسملة بورصة الجزائر وتعدد الشركات المدرجة فيها لتوسيع رأسمالها
- ✓ تعزيز الإفصاح والشفافية عن البيانات مثل البورصات العالمية والتي تقوم بعرض البيانات بشكل واضح حتى يتسنى للمستثمرين والشركات معرفة أحوال السوق.

- ✓ دعم ثقة المستثمرين ورجال الأعمال على شراء وتجهيز إستثمارات داخل الشركات
- ✓ يجب فتح البورصة بشكل دائم ومستمر وليس بصفة أسبوعية فقط مثل ما يحدث في بورصة الجزائر
- ✓ تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال تشجيع دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومنحها امتيازات وتسهيلات لان عدد المؤسسات المدرجة في السوق سيخفض من نسبة المخاطر ويزيد من إمكانية التنوع في الاستثمارات وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة سيولة السوق
- ✓ استحداث أدوات مالية وفق الشريعة الإسلامية لجذب لأكبر عدد من المستثمرين باعتبار أن الجانب الديني عنصر مهم ومؤثر على القرار الاستثماري في الجزائر.
- ✓ توفير معلومات في موقع البورصة بنشر التقارير أسبوعية وشهرية وسنوية وكذا مختلف المؤشرات كمؤشرات الفائدة ومؤشر أسعار الصرف.

قائمة المصادر والمراجع

✓ الكتب

- 1) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك طبعة 04، بن عكنون، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية 2005، ص82
- 2) جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، بدون طبعة، ص 45.
- 3) طارق عبد العال حماد: "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية-طبع-نشر- توزيع، سنة 2000 ص20
- 4) محمد فتوح، أهم النسب والمؤشرات في عالم المال والأعمال، شعاع للنشر والعلوم، 2010، ص 156.
- 5) مبارك بن سليمان ال فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك بن عبد العزيز، الطبعة الأولى 2010م 1431هج السعودية ص 21.
- 6) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنار والتوزيع، الأردن، 2005، ص182.
- 7) مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر، سنة 1993 ص 169.
- 8) منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص، 280
- 9) عبد الله قويدر الواحد، ناصر دادي عدون "مراقبة التسيير والأداء في المؤسسة الاقتصادية" دار المحمدية، الجزائر، ص 16.
- 10) عمار بوخزار، التسيير المالي، مطبعة الضريبيين، دمشق، 1992، ص195.
- 1) علوان. قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر، عمان، الأردن، 2012، ط2، ص 100-102
- 2) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستشارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، ط1، 2014، ص 194.

✓ الأطروحات ومذكرات التخرج

- 1) أمينة بوديوة، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية(دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية)، أطروحة دكتوراه، ص55-56

- 2) إشراق حميدة، سمية بلفركوس، فرص الإستثمار في بورصة الجزائر دراسة تحليلية للعائد والمخاطرة 2017-2019، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي الموسم الجامعي 2018-2019 ص 45-46
- 3) بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير 2009-2010، قسنطينة ص 18
- 4) بن السيلت زينب، مذكرة ماستر اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحليل العلاقات بين العائد والمخاطرة في بورصة الجزائر 2019.
- 5) بيومي محمد عمارة، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مطبوعة محاضرات، جامعة بنها، مصر، سبتمبر 2010، ص 21.
- 6) زاوي ذهبية مذكرة ماستر بعنوان حساب المردودية المالية وفق المعايير الدولية، دراسة حالة مؤسسة -رام سكر- سنة 2018.
- 7) طراد نجاه مذكرة ماستر بعنوان الهيكل المالي ومردودية المؤسسة الاقتصادية سنة 2020-2021
- 8) دراسة كريد زينب وزين صبرينة بعنوان استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تقييم الأصول المالية دراسة حالة الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2017/ 2020.
- 9) سلمان بلال، بعنوان الأسواق المالية دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، الموسم الجامعي 2017/2018 ص 48،49

✓ المجلات والدوريات

- 1) إيمان كموش وجمال معتوق، أثر الرفع المالي على المردودية التجارية، المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، (أكتوبر 2019) المجلد 11، العدد 4 ص 442.
- 2) جمال معتوق. الدكتور سعيدي يحيى قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل وبعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994-2015 جامعة عبد الحميد مهري- قسنطينة و- جامعة محمد بوضياف - المسيلة مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية العدد: 13/2015 ص 234.
- 3) دراسة محمد حنيف وعبد الله إقبال وذوالفقار شاه، المخاطر والعوائد في مقطع عرضي من الأسهم المتوافقة مع الشريعة: اختبار متانة التطبيق وعيوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، مجلة الاقتصاد الاسلامي مجلد 29 العدد 2 الصحة 37-53 جويلية 2016.

- 4) عصام الدين محمد علي الجبالي اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الأسهم المصرية مجلة البحوث المالية والتجارية المجلد 22 العدد الثالث جويلية 2021.
- 5) عسران جلال عسران بعنوان "تأثير تباين مخاطر السوق على قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على تفسير التغير في عائدات الأسهم"
- 6) سحر، عباس حسين، أثر التدفقات الإستثمار الأجنبي، المباشر في نشاط الأوراق المالية، الأردن حالة دراسية كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 6 العدد3، مجلة جامعة كربلاء، العراق 2008 ص 26.
- 7) سليمة حشاشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى الدولي العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 15.
- 8) شحاتة عبد المنطلب حسن أحمد، مدى مشروعية التعامل في الأسهم والسندات، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بكفر الشيخ، العدد الثاني-المجلد الخامس لعام 2017 ص 393-398.
- 9) مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية المقال 18 الجزء 55 العدد 1 سنة 2018 الصفحة 25-48.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 1) Bertrand jaquillat ET Bruno sonlik, "Marché financier, gestion de portefeuille et des risques" France,2002, p12
- 2) Boukhazar, Pierre Conso, **gestion financière**, opu, dunod, Paris, p135.
- 3) Béatrice, & francis, g. (2003). **Analyse financière**. Paris : édition alima
- 4) **Christian et Mireille ZAMBOTO** : Gestion financière : finance de marché. Edition BUNOD, paris, 1997, p13
- 5) Desquilbet, J-B (2004), Modèle d'évaluation des actifs financiers, p07
- 6) Lauzel, Pierre. (2010). **control de gestion ET budget**. Paris : édition sirry.
- 7) university Ukraine, **The Enterprise profitability strategy Alfred Nobel**

ثالثا: المواقع الإلكترونية

- 1) <https://www.googlesearch.com>
- 2) <https://images.app.goo.gl/EbqerMcYnr8JisGCA>
- 3) <https://www.amazon.com>
- 4) https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%B2%D8%A7%D8%A6%D8%B1
- 5) <https://www.sgbv.dz/ar>

- 6) <https://www.allianceassurances.com>

تهدف هذه الدراسة لفحص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على ثلاثة شركات مدرجة في بورصة الجزائر من أصل خمسة شركات خلال الفترة 2013-2019، ومعرفة ما إذا كان معامل بيتا الذي يقدمه النموذج هو العامل الوحيد الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند احتساب العائد المطلوب، وللإجابة على هذه الإشكالية تم حساب معامل بيتا للشركات المدرجة ثم الاستقادة منه في اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على العوائد المحققة من طرف كل شركة ومدى قياس النموذج للمخاطر السوقية.

حيث توصلنا إلى أن معامل بيتا يقوم بحساب المخاطر المنتظمة وأن هذا النموذج ينطبق على بورصة الجزائر ويعطي نتائج واضحة وحقيقية وذلك لسهولة النموذج وقلة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والشركات محل الدراسة، ومعامل بيتا يعتبر جزء رئيسي من هذا النموذج وأن غياب هذا المعامل يؤدي بالمؤسسة إلى الإستثمار بطريقة عشوائية ويعتبر معامل بيتا هو جوهر هذا النموذج.
الكلمات المفتاحية: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، معامل بيتا، العائد المطلوب.

Abstract:

This study is aims to test the validity of the Capital Assets Pricing Model(CAPM) on 3 companies listed at the Algeria Stock Exchange, during the period 2013-2019, and examine if the Beta coefficient that the model give, is the only factor that to be taken into consideration when calculating Required Return, And to answer the problematic of study, the Beta coefficient for listed companies has been calculated and then used in testing in the Capital Assets Pricing Model of the The returns realised by each company and the extent to which the model measures market risk.

Where we concluded that the beta coefficient calculates the regular risks and that this model applies to the Algerian Stock Exchange and gives clear and real results due to the ease of the model and the lack of companies listed in the Algeria inch and the companies under study, and the beta coefficient is considered a major part of this model and that the absence of this coefficient leads the institution to investment In a random manner, the beta coefficient is the core of this model.

Key words: Beta coefficient, Required Return, Capital Assets Pricing Model (CAPM).