

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الوادي
قسم علوم تسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس في العلوم الاقتصادية
فرع المالية

الموضوع:

مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

دراسة حالة: مجمع رياض سطيف

تحت إشراف

نصر رحال

من إعداد الطالب:

الأستاذ:

كح شايح محمد

السنة الجامعية: 2013/2012

إهداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما

إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلهما

إلى والدي العزيزين

إلى زوجتي الغالية

إلى نور عيني وولدي أكرم

إلى إخوتي وأخواتي سمية، وليد، علي، العيد

إلى الأستاذ نصر رحال

إلى الأصدقاء: محمد، بوبكر، الناصر، وليد، ياسين، شعيب، حسام، فهمي

إلى كل طلبة السنة الرابعة مالية دفعة 2013

إلى كل من سقط من قلبي سهوا

أهدي هذا العمل

محمد شايح

المقدمة العامة

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

فالاستثمار هو تخصيص الأموال في مجالات مختلفة بشكل يؤدي إلى تعظيم المر دودية الاقتصادية والمالية، كما أنه يلعب دورا إيجابيا في تعجيل التنمية، إلا أن المشكلة الأساسية التي تواجه هذه الأخيرة هي مشكلة تمويلها، وتكمن هذه المشكلة في قصور معدلات الادخار بمختلف أنواعه عن معدلات الاستثمار لتمويل التنمية يكمن في البحث عن مصادر الادخار والبحث عن الوسائل الكفيلة بتعبئة هذه المدخرات لأغراض التنمية، ولا يتم ذلك إلا عن طريق توفر هيكل متكامل من المؤسسات المالية والتنظيمات القادرة على التحريض والتوجيه الجيد لهذه المدخرات لأغراض الاستثمار المنتج. فالسوق المالية أداة تفاعل ومكان النقاء قوى الاستثمار المختلفة، كما أنها تعتبر قناة تمويلية فعالة بالنسبة للدول المتقدمة لتمويل اقتصادها، غير أنها تعتبر آلية جديدة بالنسبة إلى بعض الدول النامية كالجزائر.

وإنشاء بورصة الجزائر يدخل في خضم الإصلاحات الاقتصادية و المالية التي باشرتها السلطات العمومية الجزائرية، والتي تدرج في إطار التوجه نحو اقتصاد السوق، هذا من أجل إحداث عملية التنمية وتتوفر على كل الوسائل المالية المناسبة.

وتعد السوق المالية سوق يلتقي فيها البائعون والمشترون لتداول الأدوات المالية، هذه الأخيرة تعتبر بدائل استثمارية متميزة عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها والمخاطر التي تتطوي عليها، هذا التميز يجعل المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة

بعدم تحققها. وعليه فعملية المفاضلة بين الأدوات المالية هي عبارة عن عملية استثمارية بالغة الأهمية تتطوي على سلسلة من الدراسات والتحليل تعرف بالاستثمار المالي.

هذا الأخير كغيره من القرارات التي تخص المستقبل تكون مبنية على التنبؤات والتوقعات والتي تخضع بالضرورة إلى عنصر المخاطرة. وعليه، فإنه ينبغي على المستثمر دراسة التباين في النتائج التي ترجع إلى الظروف المحيطة بالاستثمار، لذلك قد يفضل الكثير من المستثمرين قبول عائد منخفض نسبيا وتفادي الاستثمارات ذات المخاطرة الكبيرة، ونضرا لصعوبة اتخاذ قرار الاستثمار وتأثيره على الوضعية المستقبلية للمستثمر؛ وجب الاهتمام بالطرق الكمية لقياس وتحليل المخاطرة وأيضا بالأساليب التي تمكن من تدنية المخاطر.

وعلى ضوء هذا العرض يمكن طرح الإشكالية التالية:

- "ما هي مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وما هي طرق قياسها وكيف يمكن التقليل منها؟"

ويمكن إن نتفرع عن هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مفهوم الاستثمار المالي وما هي أدواته؟.

- ما هو دور سوق الأوراق المالية في تنشيط الاستثمار عموما، والاستثمار المالي خصوصا؟.

- ما هي طرق قياس المخاطرة بصفة عامة، وفي سهم رياض سطيف بصفة خاصة؟.

وللإجابة عن الأسئلة السابقة يمكن وضع الفرضية الأساس الآتية:

- توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية هذه الأخيرة يمكن قياسها بعدة طرق كما

يمكن التقليل من حجمها بإتباع عدة أساليب.

ونتفرع عن هذه الفرضية، الفرضيات الجزئية الآتية:

- يرتبط الاستثمار المالي بوجود سوق مالية، وحجم وطبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها.

- سوق الأوراق المالية فضاء لتعبئة المدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات.

- توجد عدة طرق لقياس المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية.

واختيار هذا الموضوع جاء لعدة أسباب أهمها:

- ارتباط قرار الاستثمار المالي بظروف تتسم بالمخاطرة، ما يتطلب دراسة وتحليل المخاطرة.
 - الأهمية البالغة لهذا الموضوع بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية.
 - الرغبة والميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع.
- ويهدف هذا البحث إلى بلوغ ما يلي:
- تحديد مفهوم الاستثمار المالي ومجالاته؛
 - عرض وتحليل أدوات الاستثمار المالي؛
 - التعرف على مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، وعلى طرق قياسها، وأساليب تقليلها.
 - محاولة تطبيق طرق قياس المخاطرة على سهم مجمع رياض سطيف.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الدراسة تتمحور حول المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وكذا طرق قياسها وأساليب تقليلها.

ومن أجل إنهاء مختلف جوانب البحث سوف يتم إتباع المنهج الوصفي التحليلي، قصد استيعاب الإطار النظري، مع ادراج منهج دراسة حالة والمتعلق بدراسة مخاطر الاستثمار في سهم رياض سطيف.

بالإضافة إلى ذلك فقد تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، حيث يهتم الفصل الأول بمبادئ وأسس الاستثمار المالي، والذي ينقسم بدوره إلى ثلاثة مباحث؛ يتعلق المبحث الأول بالاستثمار المالي، أما المبحث الثاني فيتناول أدوات الاستثمار المالي، في حين سيتطرق المبحث الثالث إلى سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فسيتطرق إلى مخاطر الاستثمار المالي، والذي يتفرع بدوره إلى ثلاثة مباحث؛ يتعلق أولها بمفهوم المخاطرة وأنواعها، أما ثانيها فسيتطرق إلى طرق قياس المخاطرة، في حين إن المبحث الثالث سيتعرض إلى أساليب تقليل المخاطرة.

بينما يتعلق الفصل الثالث بمخاطرة الاستثمار في سهم رياض سطيف، والذي ينقسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول بورصة الجزائر، في حين يتناول المبحث الثاني مجمع رياض سطيف، أما المبحث الثالث فيتعرض إلى مخاطرة الاستثمار في سهم رياض سطيف.

وفي الأخير يتم استعراض النتائج المتوصل إليها وأهم الاقتراحات

الفصل الأول: مبادئ وأسس الاستثمار المالي

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة، ونظرا لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض، فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب العام، الذي هو عبارة عن تجميع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه المشاريع.

هذا الاستثمار يقوم على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، هذه الأخيرة تتنوع من حيث العوائد وتواريخ الاستحقاق، وتعتبر الأسهم التي تمثل صكوك ملكية، والسندات التي هي حقوق مديونية من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في الاستثمار المالي.

وبغرض الجمع بين البائعين والمشتريين لهذه الأدوات المالية، فقد أقيم نظام لتسهيل ذلك، والذي يتمثل في سوق الأوراق المالية التي تعد ركنا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

وللتعرف أكثر على مبادئ وأسس الاستثمار المالي تم تقسيم هذا الفصل إلى:

- الاستثمار المالي؛

- أدوات الاستثمار المالي؛

- سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الاستثمار المالي

الاستثمار المالي هو استثمار في أصل مالي يعطي حق المطالبة بأصل حقيقي، ونتيجة لتعدد مجالاته والخصائص التي تميزه عن الاستثمارات الأخرى، فقد توجه إليه الكثير من المستثمرين، وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى:

- تعريف الاستثمار المالي ومجالاته؛

- دوافع وأهداف الاستثمار المالي؛

- خصائص الاستثمار المالي.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار المالي ومجالاته

الاستثمار المالي هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات.

وسوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى:

- تعريف الاستثمار المالي؛

- مجالات الاستثمار المالي.

1- تعريف الاستثمار المالي

أعطيت عدة تعاريف للاستثمار المالي منها:

يعرف بأنه: "الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات...."¹

كما يعرف أيضا على أنه: "شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية"².

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

2- مجالات الاستثمار المالي³

تتمثل فيما يلي:

1- أدوات دين

تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزنة وشهادات الإيداع....، تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.

2- أدوات الملكية

تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.

¹ - هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 132.
² - مصيبيح أحمد، الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002، ص: 40.
³ - نفس المرجع، ص: 40-41.

3- أدوات مركبة

تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.

4- أدوات مشتقة

تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

المطلب الثاني: دوافع وأهداف الاستثمار المالي

للاستثمار المالي عدة دوافع تزيد من ميل المستثمر لهذا النوع من الاستثمارات، كما أن له عدة

أهداف يسعى إلى تحقيقها كل مستثمر.

وسيتم التطرق إلى ذلك من خلال ما يلي:

- دوافع الاستثمار المالي؛

- أهداف الاستثمار المالي.

1- دوافع الاستثمار المالي¹

هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي:

-توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات؛ إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى

المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في

أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن

بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجمة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص ص: 21-22.

حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

- توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار؛ وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعاً، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقاً بدوافع الادخار.

- تعدد الأدوات الاستثمارية؛ والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الدينامكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

2- أهداف الاستثمار المالي¹

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

¹ - محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000، ص ص: 53-54.

1-2- تأمين المستقبل

عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

2-2- تحقيق أكبر دخل جاري

يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

2-3- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول

يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافاً إليها العائد المحصل.

2-4- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم

إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

2-5- حماية الدخل من الضرائب

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

2-6- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.

المطلب الثالث: خصائص الاستثمار المالي¹

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

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة.

وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية.

- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس؛ فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 49.

- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلاً يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أياً كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسامسة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المالي

تعتبر الأوراق المالية من الأدوات الرئيسية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، وتمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معاً، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها: الأسهم، السندات والمشتقات المالية.

وسيتم التطرق إليها في هذا المبحث من خلال ما يلي:

- الأسهم؛

- السندات؛

- المشتقات المالية.

المطلب الأول: الأسهم

تشكل الأسهم أحد أدوات الاستثمار المالي، ويندرج ضمنها عدة خصائص وأنواع والتي يتم التطرق

إليها من خلال النقاط التالية:

- تعريف الأسهم وخصائصها؛

- أنواع الأسهم.

1- تعريف الأسهم وخصائصها

للأسهم عدة تعاريف وخصائص يمكن إدراجها كما يلي:

1-1- تعريف الأسهم

تعرف الأسهم على أنها عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسبيا في الشركة، كما تعد هذه الأوراق أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس مال شركة الأموال¹.

السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق، قابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، حق التصويت فيها، حق الانتخاب، وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء².

كما عرف بأنه عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها. هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

ويتميز كل منهم بقيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، تمثل القيمة الاسمية القيمة التي يصدر بها

السهم في عقد الإصدار، وتحسب بالصيغة التالية:

¹ - حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشّيخ العربي التبسي، تيسية، 2004، ص: 17.
² - شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 21.
³ - محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 08.

$$\frac{\text{رأس مال الشركة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الاسمية}^1$$

بينما تمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية، وهي معطاة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمون}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية هو أن الأولى تمثل مفهوم محاسبي، بينما الثانية تمثل مفهوم قانوني²، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من الدفترية أو الاسمية، فان كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية³.

1-2- خصائص الأسهم

للأسهم عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها:

- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها.
- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، إن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.

¹ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 25.

² - مصيبيح أحمد، مرجع سابق، 2004، ص: 52.

³ - عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، طبعة أولى، الأردن، 2001، ص: 157.

- أرباح السهم غير محددة مسبقا، وتعتمد على الموقف المالي للشركة¹
- تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.

- تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
- الاستثمار في الأسهم لعبة ايجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.
- قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
- الاستفادة من حق التخصيص مجانا في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.

2- أنواع الأسهم

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الامتيازات التي تمنحها بعض الأنواع من الأسهم. وعليه، يمكن تصنيف الأسهم إلى ما يلي:

- أسهم عادية؛

- أسهم ممتازة؛

- أسهم خاصة.

2-1- الأسهم العادية

هي مستند ملكية، وهي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم، وتأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال.

¹ - ضياء مجيد موسوي، اليورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 41.

ويمكن تصنيف الأسهم العادية إلى عدة أنواع، تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم

في التصنيف، والتي منها ما يلي:

2-1-1-1- من حيث الشكل

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى ما يلي:

2-1-1-1-1- أسهم لحاملها: وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي

أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة¹.

2-1-1-1-2- أسهم اسمية: هو سهم يحمل اسم صاحبه، وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.

2-1-1-1-3- أسهم لأمر: يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير،

دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه

الأسهم كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية، باعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول

السهم².

2-1-1-2- حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

2-1-2-1-1- الأسهم النقدية: هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المكتتب قيمتها

نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

2-1-2-1-2- الأسهم العينية: هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر

مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية

التأسيسية.

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 20.

² - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 21.

2-1-1-3- أسهم أو حصص التأسيس: هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، هي أسهم قد تكون اسمية أو لحاملها تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية¹.

2-1-1-3- حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

2-1-3-1- الأسهم العادية: وهي النوع السائد والمألوف من الأسهم ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف التي تحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل المنشأة.

2-1-3-2- أسهم التمتع: وهو الصك الذي يستلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية من سهمه، ويشترط لإعطاء هذه السهم أن يكون ذلك مصرحا به في القانون النظامي للشركة ويتم ذلك عن طريق القرعة².

2-2- الأسهم الممتازة

هي ورقة مالية تمثل حق ملكية وأيضا حق مديونية، وباعتبارها ملكية فإنها تستحق أرباح مما تحققه منشأة الأعمال وتكون تلك الأرباح محددة بحدها الأدنى أو حدها الأعلى، وتدفع أولا لحملة الأسهم الممتازة لذلك فإنها تماثل السند في هذا الحق كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على امتياز يتمثل في زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت، بالإضافة إلى امتياز الأولوية في الحصول على نصيب من أموال التصفية قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية³.

¹ - نفس المرجع ، ص: 22.

² - شمعون شمعون، مرجع سابق، 1993، ص: 25.

³ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 177.

وللسهم الممتاز قيمة اسمية، دفترية و سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية و علاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة¹ وللأسهم الممتازة عدة أنواع منها:

2-2-1- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح: يقصد بالأسهم الممتازة مجمعة للأرباح بأنه إذا لم تكف أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحمله الأسهم الممتازة في سنة ما، لا يؤدي إلى سقوط حقهم في الحصول على نصيبهم من الأرباح و إنما تؤجل و تجمع مع المستحق في العام الموالي عندما تتوفر الأرباح، أما الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح فإنها إذا لم تحصل على النسبة المتفق عليها من أرباح الشركة فلا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية حتى عندما تتوفر الأرباح.²

2-2-2- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح: الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح تتميز عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت المعدلات أكبر من الحد الأدنى المقدر، بينما تستحق الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية بمعدل ثابت بغض النظر عن مقدار الأرباح التي ستحققها المنشأة.³

2-2-3- الأسهم الممتازة القابلة لسداد: يطلق عليها أيضا الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء، حيث تقوم الشركة بإصدارها وتحفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، عادة ما تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية محددة من الأرباح، لذلك فبمجرد تحسن المركز المالي للشركة، تنتهز هذه الفرصة وتقوم بسداد هذه الأسهم لأصحابها، للتخلص من النسبة العالية من الأرباح التي تدفعها لحملة هذه الأسهم.⁴

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 23.
² - محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 41.
³ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 177.
⁴ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص: 43.

2-2-4- الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت: في الغالب ليس للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية، غير أنه قد يحدث أن يعطى حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية وقد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وقد يكون امتياز في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية.

2-2-5- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: هي أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 7.5%¹.

2-3- الأسهم الخاصة

وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد تداولها تختلف نوعا ما عن الأسهم العادية والممتازة، وللأسهم الخاصة عدة أنواع أهمها:

2-3-1- شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات مثلها مثل الأسهم العادية غير أنها لا تعطي لحاملها الحق في التصويت أو المشاركة في الجمعية العامة².

2-3-2- سندات المساهمة: تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات، الواردات، الاستثمار...، وتختلف خصائص هذه السندات من بلد لآخر فبينما نجد حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة- عند الاستحقاق- منقوصا من ذلك

¹ - نفس المرجع، ص ص: 43-44.

²-Simon, *Encyclopédie des marchés financiers*, Tome :1, economica, Paris,1997, P:3.

بعض المصاريف، نجد أن حاملها في فرنسا يحصل على فائدة وأن تاريخ الاستحقاق غير محدود، أما في الجزائر فحاملها يستفيد من فوائد، جزء منها متغير والأخر ثابت وهي غير قابلة للتسديد¹.

2-3-3- السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم: هي سندات تمتاز بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلا، هذه الزيادة تتم عن طريق قسيمة الاكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك².

ويقدم هذا النوع من المستندات مزايا للمصدر والمستثمر فبالنسبة للمصدر يمثل قرضا بشروط تفضيلية، ذلك أن معدل الفائدة على مثل هذه الأوراق المالية يكون أقل من المعدل السائد في السوق أما بالنسبة للمستثمر فإن هذا النوع من الأوراق المالية يتميز بميزة المضاربة.

المطلب الثاني: السندات

تعد السندات من أدوات الاستثمار المباشر القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية فأهمية السندات كوعاء استثماري تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم العادية حيث يندرج ضمن هذا الصنف عدة خصائص وأنواع ويتم التعرض إليها في هذا المطلب من خلال ما يلي:

- تعريف السندات وخصائصها؛

- أنواع السندات.

1- تعريف السندات وخصائصها

للسندات عدة تعاريف وخصائص يمكن إدراجها كما يلي:

¹ - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص: 82.
²-Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution Houma, Alger, 2002, P: 206.

1-1- تعريف السندات

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات في ذلك الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة¹.

كما عرفت أيضا على أنها جزء من المديونية؛ بمعنى أن من يشتري سند فهو دائن للشركة يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن أداء الشركة، لذا فإن حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطرة بسيطة². من خلال التعاريف السابقة يمكن الاستنتاج أن السندات عبارة عن صك مديونية على الجهة التي أصدرته، قابل للتداول ويحصل حامله على سعر فائدة ثابت خلال مدة استحقاقها، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه.

1-2- خصائص السندات³

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي:

- السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره.
- إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها.
- للسند قيمة اسمية، معدل فائدة، وتاريخ استحقاق.
- يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة.
- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة.

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، 2000، ص: 24.

² - محمد محمود عبد ربه، مرجع سابق، 2000، ص: 08.

³ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 04.

- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- السند يمكن أن يكون مضمون بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها.
- يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من القيمة الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار.
- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة مما يحقق وفورات ضريبية للشركة المصدرة.
- عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم، يعني القيمة الاسمية للسند.
- قابلية السهم للتداول حيث يحق لمالكة بيعه للغير.

2- أنواع السندات

تقسم السندات وفقا لعدة معايير أهمها:

2-1- حسب الجهة المصدرة¹

يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى:

2-1-1- السندات العامة: هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات

تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

2-1-2- السندات الخاصة: تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل

خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

¹ - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 33.

2-2- حساب ما تمتع به من ضمان¹

يكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

2-2-1- السندات المضمونة: هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد

عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.

2-2-2- السندات غير المضمونة: هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة

المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين (مركزها المالي).

2-3- حساب العائد

يمكن هنا التمييز بين:

2-3-1- السندات ذات العائد الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً في كل السنوات إلى

غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.

2-3-2- سندات ذات العائد المتغير: هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير

حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعاً لمؤشرات اقتصادية معينة.

2-4- حساب ما تمتع به من حقوق وامتيازات

حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى:

2-4-1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم²: هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم

عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يجدد عند الإصدار.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 231.
² - ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، طبعة أولى، 1998، ص: 15.

2-4-2- السندات غير القابلة للتحويل: هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل.

2-5- حسب أجلها

يمكن التمييز في هذا الصدد بين:

2-5-1- السندات الدائمة: هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.

2-5-2- سندات ذات تاريخ استحقاق محدد: هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

2-6- حسب طريقة تداولها وتملكها¹

حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى:

2-6-1- سندات اسمية: هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيل جزئي أي تسجيل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.

2-6-2- سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها.

¹ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 07.

2-7- سندتات ذات شرط الاستدعاء¹

يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من الأصول المعنية (الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والتي تتنوع بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح هذه العقود للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات:

- عقود الاختيارات؛

- العقود المستقبلية؛

- عقود المبادلات.

1- عقود الاختيارات

1-1- تعريف عقود الاختيارات

هو حق شراء أو بيع بسعر محدد مسبقا لأصل معين خلال فترة زمنية معينة².

1-2- أنواع عقود الاختيارات

يمكن التمييز بين عدة تصنيفات لعقود الاختيارات أهمها:

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 232.
² - Yannick Marquet, *Les marchés d'option Négociables sur contrat a terme*, economica, Paris, 1988, P: 07.

1-2-1- التصنيف على أساس نوع الصفقة¹: تصنف إلى:

1-1-2-1- حق اختيار الشراء: هو اتفاق يعطي الحق (وليس الإلزام) للمستثمر في شراء عدد معين

من الأصول بسعر محدد مسبقا وخلال مدة معينة نظير مكافأة يقدمها المستثمر.

1-2-1-2-1- حق اختيار البيع: هو اتفاق يعطي حق للمستثمر (ولا يلزمه) بيع أصل من الأصول بسعر

محدد مسبقا لطرف آخر يرغب في الحصول عليها في المستقبل.

1-2-2-1- حسب تاريخ تنفيذ العقد²: تقسم حسب هذا التصنيف إلى:

1-2-2-1-1- حق الاختيار الأوروبي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق تتم

ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

1-2-2-2-1- حق الاختيار الأمريكي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم

تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

1-2-3-1- حسب ملكية الأوراق المالية³: حسب هذا التصنيف تقسم إلى:

1-3-2-1-1- حق الاختيار المغطى: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه محرر العقد

مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتعاقد بشأنها.

1-3-2-2-1-1- حق الاختيار غير المغطى: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) لا يكون فيه

المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

¹ - جبار محفوظ، مرجع سابق، 2002، ص: 90- 105.

² - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة أولى، 2003، ص: 338.

³ - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي و الفنى)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص:

2- العقود المستقبلية

العقود المستقبلية هي نوع من أنواع المشتقات المالية تبرم في اللحظة التي تناسب طرفيهما على أن يتم تنفيذ ما ورد في العقد، في تاريخ لاحق أما محل العقد فهو سلعة أو أصل ما ولها مجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من المشتقات المالية.

2-1- تعريف العقود المستقبلية

هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم، ومن أكبر البورصات التي تتداول فيها العقود المستقبلية هي مجلس شيكاغو للتجارة وبورصة شيكاغو مير كانتايل¹.

2-2- خصائص العقود المستقبلية²

للعقود المستقبلية عدة خصائص أهمها:

2-2-1-الأصل: عند تحديد الأصل المنفق عليه في العقد تعين البورصة مستويات السلعة التي تكون مقبولة نظرا لوجود تباين كبير في جودة أو نوعية ما هو متاح في السوق ويتم تعديل أو تسوية السعر وفقا للأصل المختار.

2-2-2- حجم العقد: يقصد به كمية الأصل التي ينبغي أن تسلم بموجب عقد واحد، إذ تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد.

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص:16.
² - نفس المرجع، ص: 135-137.

2-2-3- ترتيبات التسليم: يجب أن يتم تحديد مكان التسليم بواسطة البورصة، خصوصا بالنسبة للسلع التي ترتبط بها تكاليف نقل كبيرة، ويتم تعديل السعر في حالات تحديد مواقع بديلة للتسليم.

2-2-4- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

3- عقود المبادلة

3-1- تعريف عقود المبادلة¹

تعرف عقود المبادلة على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، إضافة إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في عقود لاحقة التنفيذ.

3-2- أنواع عقود المبادلة

توجد عدة أنواع لعقود المبادلة أهمها:

3-2-1- عقود مبادلة أسعار الفائدة²: هو اتفاق بين طرفين؛ حيث يوافق الطرف الأول على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة، وتتخذ عقود مبادلة أسعار الفائدة عدة أشكال أهمها:

3-2-1-1- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد: هي عقود تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

¹ - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، 2005، ص: 371.
² - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، 2001، ص: 215.

3-2-1-2-2- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنه في نفس الوقت محدد بسقف أوحد معين.

3-3-1-2-3- عقود مبادلة مختلفة: تنطوي هذه العقود على شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل الفائدة متغير ومقيد.

3-2-2-3- عقود مبادلة العملات: في ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابلة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الأجل وذلك لبيع العملة التي سبق شرائها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وتوفر عقود مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها¹.

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص: 357.

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية

يتناول هذا المبحث النقاط التالية:

- تعريف وأهمية سوق الأوراق المالية؛
- مكونات سوق الأوراق المالية؛
- وظائف سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف وأهمية سوق الأوراق المالية

يتعرض هذا المطلب إلى:

- تعريف سوق الأوراق المالية؛
- أهمية سوق الأوراق المالية.

1- تعريف سوق الأوراق المالية

أعطيت لها عدة تعاريف أهمها:

سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظمة فتتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب¹.

السوق المالية هي ذلك الفضاء الذي يتم فيه يوميا شراء وبيع أدوات استثمارية، حيث يلتقي فيها

مباشرة العارضين والطالبين لرؤوس الأموال طويلة الأجل، فهي بذلك أداة لتخصيص الموارد طويلة

¹ - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 05.

الأجل في خدمة المؤسسات والإدارات، وعليه فالسوق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية ومشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، ولكن بشرط توافر قنوات الاتصال الفعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث يجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها.

وبهذا فالسوق المالية عبارة عن مفهوم لا يرتبط بوجود مكان معين، ولكن يرتبط باللقاء العرض والطلب بغض النظر عن كيفية الالتقاء¹.

2- أهمية سوق الأوراق المالية

تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها، والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق إذا ما توفرت لها البيئات المناسبة لعملها، والتي يمكن إجمالها في الآتي:

- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض للوحدات التي تعاني من عجز، أي بمعنى آخر التوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.

- تلعب سوق الأوراق المالية دوراً في خلق السيولة الكافية للمدخرين (المستثمرين)، عند رغبتهم في تسهيل استثماراتهم في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل (بصورة خاصة) إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وبسعر مناسب، إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، أو أرادوا

¹ - مصيبيح أحمد، مرجع سابق، 2002، ص: 06.

تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات¹.

- توفير فرص سانحة لجذب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق.

- توفر سوق الأوراق المالية درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان وذلك بمساهمتها في تحقيق الضغط على موارد الجهاز المصرفي، وزيادة الائتمان في الخارج وبالتالي التخفيف من تأثيرات ارتفاع الأسعار (الضغوط التضخمية) التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.

- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية².

- تحقيق صالح البائع والمشتري من خلال الحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية

إن العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء حاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة.

إذا يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية يتكون على مرحلتين ومن ثمة يتكون من نوعين، السوق

الأولية والسوق الثانوية.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 136.
² - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 07.

1- السوق الأولية (سوق الإصدار)

تعتبر سوق الإصدار تلك السوق التي تهتم بإنشاء الورقة المالية لأول مرة، لذا فإنها تسمى أيضا سوق الورقة الجديدة، التي تهتم فيها بتجميع المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل وهي السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية.

وسيتم التعرض إلى:

- مفهوم السوق الأولية؛

- خصائص السوق الأولية.

1-1- مفهوم السوق الأولية (سوق الإصدار)

أعطيت لها عدة تعاريف أهمها:

هي سوق تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار العديد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة في المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال¹.

يقصد بالسوق الأولية أو ما تعرف بسوق الإصدار، السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، بمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة لها، فإذا أصدرت منشأة مصرفية أسهما جديدة للاكتتاب العام فإنها تطرح من قبلها مباشرة في هذه السوق ولهذا تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها².

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 275.

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 114.

هي سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها لأول مرة، وتختص بطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية، وتتضمن مجموعة مؤسسات متخصصة في إصدار الأوراق المالية التي تقدم النصح والمشورة للشركات فيما يتعلق بأنسب الأوراق المالية، وأنسب سعر، وأنسب كمية¹.

1-2- خصائص السوق الأولية

تشمل الخصائص الموالية:

- سوق الإصدار ليس لها مكان مادي يتقابل فيه عارضوا الأوراق المالية مع طالبيها، الا جزء قليل الأهمية يتم في بورصة الأوراق المالية، وهو متعلق بإصدارات المشروعات التي سبق تسجيلها في البورصة.

- عملية الإصدار غير متكررة، لأن الاكتتاب في رأس مال الشركة يتم مرة واحدة.

- عملية الإصدار غير دورية.

- إذا رغب المستثمر المكتتب في أسهم الشركة في بيع ما يملكه من أسهم فإن عملية البيع تتم من قبله مباشرة، أي أن البائع الجديد للأسهم هو المستثمر، وهو غير المنشأة المصدرة لتلك الأسهم أول مرة، وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية.

- تنتسبها مؤسسات مالية مختصة كوسيط مالي يعرض فيه للجمهور أوراق مالية جديدة.

2- السوق الثانوية (سوق التداول)

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لاتصل إلى حجم السوق الثانوية (سوق التداول) التي يتم فيها إدارة الأوراق المالية، ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص، وكلما كانت السوق

¹ - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 07.

الثانوية سوق نشطة كانت حيوية للاقتصاد أكثر فعالية، فالتعامل الحقيقي يرتبط ارتباطاً قوياً بالسوق الثانوية.

وينطوي هذا العنصر على النقاط الموالية:

- تعريف السوق الثانوية؛

- أقسام السوق الثانوية.

2-1- تعريف السوق الثانوية

أعطيت عدة تعاريف ذكر منها:

هي السوق التي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بعد إصدارها، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال السوق الأولية (سوق الإصدار)، وفيما يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية جديدة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (أسهم، سندات أو أدوات المديونية الأخرى)¹.

كما يقصد بها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم الاكتتاب فيها من قبل في السوق الأولية وتلعب هذه الأسواق دوراً أساسياً في تنضيم سيولة الادخار المستثمر على المدى الطويل. وتعبئه المدخرات وإعادة استثمارها في الأصول المنتجة، ففي حالة عدم وجود سوق ثانوية لا يمكن للمستثمرين حاملي الأسهم والسندات استرجاع رؤوس الأموال الموظفة في الأوراق المالية إلا بعد انتهاء مدة الاستحقاق أو تصفيه المؤسسة المصدرة للأوراق المالية للحصول على قيمة الورقة².

¹ - صلاح الدين حسن السبيسي، بورصة الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتاب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص: 16.

² - مصباح أحمد، مرجع سابق، 2002، ص: 07.

كما تعرف على أنها السوق التي يتم فيه تبادل الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة فالسوق المنظم - على عكس السوق غير المنظم - يتميز بأن له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالأوراق المالية المقيدة به فضلا عن أنه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، حيث تراقب الصفقات التي تبرم بدقه وحزم.¹

2-2- أقسام السوق الثانوية

تتخذ السوق الثانوية أي التداول شكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

2-2-1- الأسواق المنظمة

هي أسواق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، كما أن التعامل بالأوراق المالية فيها يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق.²

ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية، ويقصد بالسوق المركزية السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة، ومن أمثلتها بورصة لندن بورصة طوكيو، بورصة نيويورك للأسهم، أما بورصات المناطق المحلية هي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو المناطق القريبة منها.³

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 70.
² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، 2000، ص: 277.
³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 71.

2-2-2- السوق غير المنظمة

وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال التجار، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض، حيث أنه لا يوجد مكان محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات، هذا ويوجد في الولايات المتحدة الأمريكية الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق، ومنح تراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم لاختبارات مؤهلة، كما أن هذا الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل¹.

وهناك أسواق فرعية من الأسواق المنظمة وهي السوق الثالثة والرابعة تتمثل فيما يلي:

2-2-2-1- السوق الثالثة: هي بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم حق

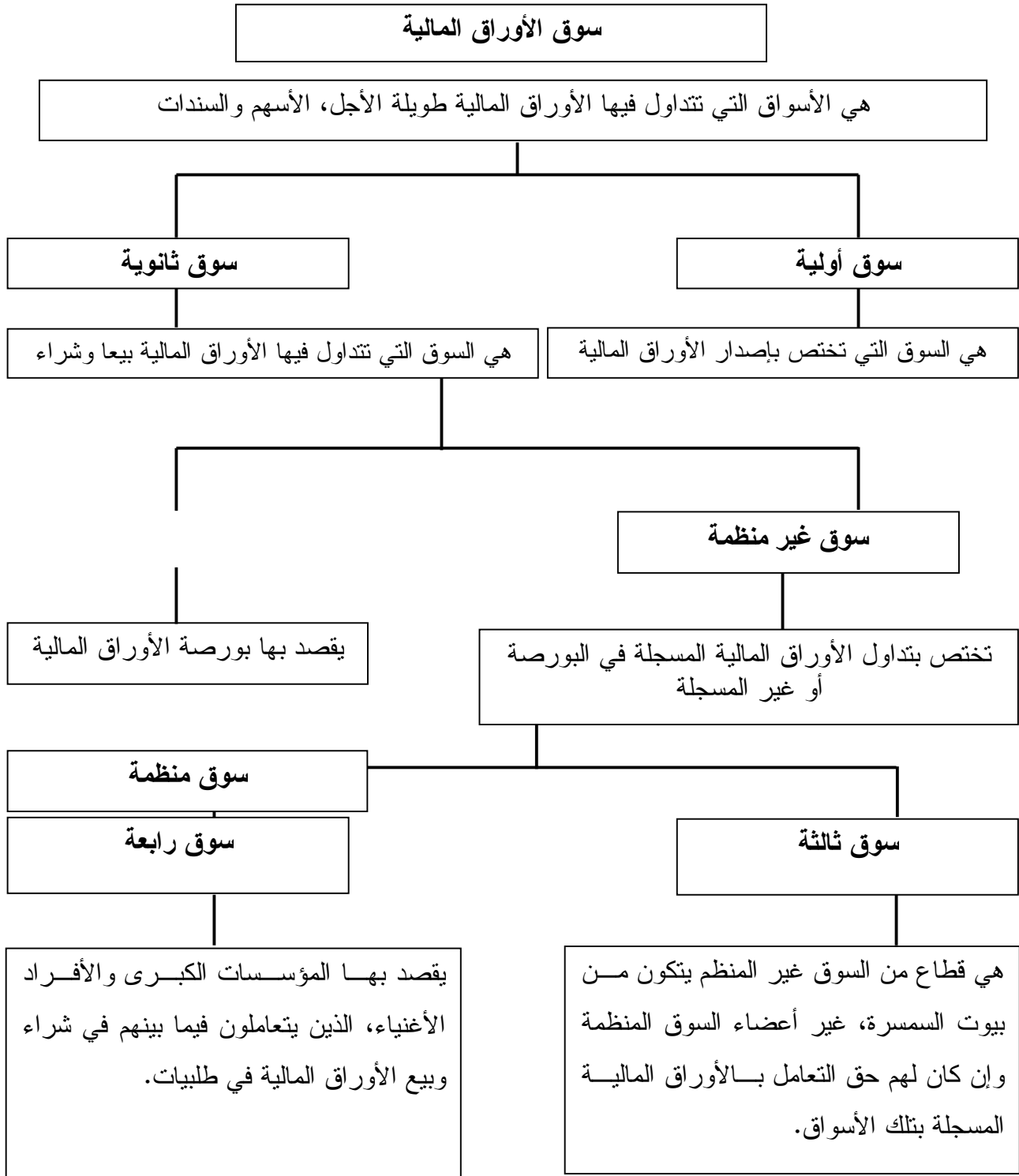
التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية².

2-2-2-2- السوق الرابعة: يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء

الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية دون وساطة، والهدف منها استبعاد الشركات التجارية والسمسرة بهدف تخفيض النفقات، ويتم التعامل فيها من خلال شبكة اتصال إلكترونية تسمى INSTINET حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.

¹ - صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى، 2000، ص: 24.
² - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 66.

شكل رقم(01): هيكل سوق الأوراق المالية.



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق،

الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: 25-26.

المطلب الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

يتضمن هذا المطلب العنصرين التاليين:

- خصائص سوق الأوراق المالية؛

- وظائف سوق الأوراق المالية.

1- خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى منها:

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة أمام المستثمرين للاستفادة منها في مختلف أرجاء العالم.

- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة.

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- مرونة أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات تعطي خاصية للأوراق المالية كونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

2- وظائف أسواق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف المتعددة والمتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له هذه الأسواق، وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتتلخص هذه الوظائف في الآتي.

2-1- الوظيفة التمويلية¹

تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال.

2-2- أداة لتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر

يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب بأنها وظيفة أساسية في سوق الأوراق المالية باعتبار أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذا السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص، أيضا أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً.

كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها².

¹ - A.Choinel & G.Rouyer, Les marches financières: structure et acteurs, Panque édition, paris, 7^{ème} édition, 1999, P:35.

² - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 50.

2-3- تقديم المعلومات المالية: يتم تقديم المعلومات المالية للأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرًا من الدقة المتعلقة بالتوقعات للأرباح في المستقبل كونها مؤسسات مالية متخصصة¹.

2-4- أداة تسهل تحويل العقارات إلى سيولة: يتميز الاستثمار في السوق المالية بالنسبة إلى باقي الاستثمارات لا سيما في الأصول الحقيقية، بقابليته للسيولة فحائز الورقة المالية المقيدة في تسعيرة البورصة يمكنه بيعها إلى مستثمر آخر في أقصر مدة ممكنة حيث أن هذه الأوراق المالية ما هي إلا عبارة عن صكوك تقابلها عقارات وأدوات ومعدات في المؤسسة وبالتالي فالمستثمر أو المساهم في المؤسسة يعتبر مال لجزء من تلك العقارات فإذا أراد التنازل عن حقه في المؤسسة فلا يقوم ببيع العقارات ليأخذ حقه، ولكن يمكنه بيع قيمة مساهمته عن طريق بيع الأوراق المالية التي يمتلكها في السوق المالية².

2-5- وسيلة لقياس قيمة الأموال: يتم الإعلان يوميًا في السوق المالية عن أسعار الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فالسوق المالية أداة لقياس قيمة المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع قيمة هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعلق بالتطورات الاقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك. فالسوق المالية تعتبر أحد الركائز الأساسية لإقامة اقتصاد السوق وبالتالي فإن الأسعار اليومية المعلن عنها في البورصة Cotation Boursière بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين (تحليل الميزانيات، التحليل المالي والتجاري، أفق المؤسسة في السوق)، تشكل منهجية لتقييم المؤسسات، معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية³.

¹ - عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، 2001، ص: 23.

² - مصيبيح أحمد، مرجع سابق، 2001، ص: 12.

³ - O. Picon, *La bourse: comment gérer votre port feuille*, Delemas, paris, 1991, P P: 312-313.

خاتمة الفصل الأول

تم التطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم حول الاستثمار المالي، الذي هو عبارة عن توظيف الأموال المالية بهدف تحقيق عوائد استثمارية، والذي يمتاز بسهولة تداوله وتحويله إلى سيولة وقلّة مخاطره بالمقارنة مع الاستثمارات الأخرى.

وتعتبر الأسهم والسندات والمشتقات المالية من أهم أدوات الاستثمار المالي، فالأسهم عبارة عن صكوك ملكية في شركات المساهمة يتمتع حاملها بجملة من الحقوق كحق الحصول على الأرباح وحق التصويت ويمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم هي الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأسهم الخاصة، أما السندات فتعبر عن حقوق مديونية على الشركة، يحصل حاملها على فوائد دورية وتنتهي علاقته بالشركة بمجرد استيفاء حقوقه من أصل الدين والفوائد في تاريخ الاستحقاق، أما المشتقات المالية فهي أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي والتي تقسم إلى حقوق الاختيار، العقود المستقبلية وعقود المبادلة.

ويتم التعامل بهذه الأدوات في أسواق خاصة تسمى سوق الأوراق المالية، والتي تتكون من السوق الأولية التي يتم فيها إصدار هذه الأوراق المالية، كما أن السوق الثانوية يمكن أن تكون منظمة وتتمثل في البورصات، التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة بها، أو غير منظمة ويتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة أو غير المسجلة بالبورصة والتي أنشئت بهدف تخفيض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية.

الفصل الثاني: مخاطر الاستثمار المالي وطرق تقليلها

يسعى المستثمر في الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مرضي يضمن له ضمن حده الأدنى تعويض عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره، وفي الحقيقة لا يمكن تصور وجود استثمار يحمي صاحبه من المخاطر، وأيضاً فإن الاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص يعرض المستثمرين لمخاطر متعددة منها ما قد ينجم عن تقلب الأسعار في الأوراق المالية المستثمر فيها، ومنها ما قد ينتج عن تقلبات أسعار الصرف بالإضافة إلى مخاطر القدرة على التخلص من الاستثمار في مدة زمنية معينة لذا يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد على الاستثمار، لأنه يعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، وفي عالم كهذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، إلا أنه يستطيع قياس المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية من خلال وضع توزيع احتمالي لهذا العائد، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة، ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلّه.

وسيتّم تناول هذا الفصل من خلال ما يلي:

- عموميّات حول المخاطرة؛

- طرق قياس المخاطرة؛

- أساليب الحد من المخاطرة.

المبحث الأول: عموميات حول المخاطرة

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى نوع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

وسيتناول هذا المبحث من خلال النقاط الموالية:

- مفهوم المخاطرة وتصنيفها؛
- المخاطرة المرتبطة بالأسهم؛
- المخاطر المرتبطة بالسندات.

المطلب الأول: مفهوم المخاطرة وتصنيفها

ترتبط المخاطرة بعدم التأكد من تحقيق العوائد النقدية المتوقعة، كما يمكن تصنيفها حسب مصادرها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وسيتم تناول هذا المطلب من خلال ما يلي:

- مفهوم المخاطرة؛
- تصنيف المخاطرة.

1- تعريف المخاطرة

للمخاطرة تعريفات متعددة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة حول هذا المفهوم، ومن بين هذه التعريفات ما يلي:

عرفت على أنها «درجة التقلب في العائد المتوقع، وبتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال

اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من

الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد يتحقق أو لا، وعلى وفق درجة المخاطرة، لذلك ففي الحالات التي تتعدم فيها المخاطرة تتساوي فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية¹.

كما عرفت على أنها «احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضا أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا»².

كما عرفت على أنها «إمكانية الحصول على عائد فعلي مختلف عن العائد المتوقع والتي تعني ببساطة بأن هناك تقلبا في عوائد الاستثمار، وهي كذلك درجة تقلب العوائد في المستقبل، فالأسهم الأشد خطورة يجب أن تكون عوائدها مرتفعة لتعويض المستثمر في حالة عدم التأكد من إيراداته المستقبلية».

على أنه يمكن التمييز بين مفهومي المخاطرة وعدم التأكد، إذ يعتمد الموضوع على درجة المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة فالمخاطرة تصف موقفا ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع احتمالات متعددة (توزيع احتمالي) بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، أما عدم التأكد فإنه يصف موقفا لا يتوفر فيه لمتخذ القرار المعلومات التاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم عليه أن يضع تخمينات معقولة للصورة التي يمكن أن يكون عليها التوزيع الاحتمالي لذلك يطلق عليها التوزيع الاحتمالي الشخصي.

وهكذا يبدو أن الفرق الجوهرى بين الخاطرة وعدم التأكد، يكمن في الطريقة التي يتم بمقتضاها

تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية³.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص:62.

² - صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص:166.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص:251.

2- تصنيف المخاطرة

تصنف المخاطرة إلى مخاطرة منتظمة ومخاطرة غير منتظمة.

2-1- المخاطرة المنتظمة

تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطر¹.

ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي:

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

2-2- المخاطر غير المنتظمة²

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ويمكن حماية المستثمر لنفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 17.
² - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص: 333.

المتفرقة في نفس الوقت، وهو ما يعرف بتنويع المخاطر الاستثمارية، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما:

- حدوث إضراب عمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه.
- الأخطاء الإدارية في تلك الشركة.
- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.
- الحملات الإعلانية من المنافسين.
- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع هذه الشركة.
- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.

تجدر الإشارة إلى أن مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة والكلية التي تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بالأسهم

يجب على المستثمر أن يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار، والتي تعتبر من الخطوات المهمة في هذا المجال، فمن بين المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم مخاطر السوق، الصناعة، الإدارة الإفلاس، الرفع التشغيلي،... ، مع ملاحظة أن هذه المخاطر يمكن أن تؤثر في السندات أيضا ولكن بدرجة أقل وضوحا وعمقا.

1- مخاطر السوق

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معا استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث

التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو هبوطا لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، ومن أهم المخاطر السوقية، تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم.¹

2- مخاطر الإدارة

يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجابيا على أسعار أسهمها.²

ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي ومن الأخطاء الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الظروف الطارئة

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، 2003، ص: 197.

² - حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص: 48.

كأزمات الطاقة وإضرابات العمال، خسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على تسيير الأزمات.¹

3- مخاطر الصناعة

تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة، لا تؤثر في غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة، وهذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة.

تتجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية، وهناك أيضا تأثيرات متمثلة بالتغييرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلا عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة، أو تكنولوجيا جديدة.²

فمثلا عندما يقرر إتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لربائنها ومموليها، تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسوف يحدث ضرر كبير في الأرباح، والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع، ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضا.

4- مخاطر الأعمال

تشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص: 48.
² - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، 2000، ص: 170.

تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء، وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال فيما يلي:

التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة، التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة، التغير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي¹.

وتقاس مخاطر الأعمال بدرجة التقلب في صافي ربح العمليات عبر الزمن، وهو ما يمكن الوقوف عليه من خلال معامل الاختلاف لصافي ربح العمليات عبر سلسلة زمنية (من 05 إلى 10 سنوات) والذي توضحه المعادلة التالية²:

$$\text{مخاطر الأعمال} = \frac{\text{الانحراف المعياري لربح العمليات}}{\text{متوسط ربح العمليات}}$$

نجد أن المستثمر الكاره للمخاطرة يمكنه تخفيض مخاطر الأعمال من خلال الاستثمار في أسهم الشركات التي تتصف أرباحها بالاستقرار والثبات، والتي هي على عكس الشركات التي تتقلب إيراداتها من دوران النشاط الاقتصادي.

5- مخاطر الرفع التشغيلي والمالي

يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 70.
² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 196.

في هيكل التكاليف، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم أي أن انخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي إلى انخفاض كبير في ربح التشغيل ويتم حساب الرافعة التشغيلية على النحو التالي.¹

$$\text{الرافعة التشغيلية} = \frac{\text{التغير في ربح التشغيل}}{\text{التغير في المبيعات}}$$

أما مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.²

وتكمن المخاطرة في هذه الحالة عندما تتخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى الانخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر، ويمكن حساب الرافعة المالية على النحو التالي:³

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{التغير في صافي الأرباح بعد الضرائب}}{\text{التغير في ربح التشغيل}}$$

6- مخاطر الإفلاس

تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة، إذ قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما

¹ - حامد العربي الحضيبي، مرجع سابق، 2000، ص: 190.
² - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، 2000، ص: 182.
³ - حامد العربي الحضيبي، مرجع سابق، 2000، ص: 188.

ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، وتكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم كاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشأة.

المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالسندات

رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات للمستثمر مثل ثبات العائد، ودرجة الأمان التي توفرها السندات كأوراق مالية، إلا أن المستثمر في السندات يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارته، وأهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات ما يلي:

1- مخاطر سعر الفائدة

تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، وأيضا وفقا لمعدلات التضخم السائدة، وفي ما إذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش، تبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعاكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية، فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على الأسعار الأخرى يشجع المستثمرين في السندات على بيع ما لديهم من سندات في السوق، مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول، ومع محدودية الطلب عليها في السوق فإن أسعارها تهبط وبشكل حاد وفقا للعلاقة بين العرض و الطلب¹، فأى تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل حيث قد يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها، وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول والخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة.²

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 234.
² - محمد محمود عبد ربه، مرجع سابق، 2000، ص: 29.

2- مخاطر التضخم

يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية؛ أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن استثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال لانخفاض في قيمتها الحقيقية، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار قد يكون ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر.

يكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي استثمار يحمل معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحالية¹، بينما يؤثر هذا على الأسهم بشكل أقل حيث تقابل مخاطر القوة الشرائية أو التضخم بارتفاع مماثل في أصول المنشأة المصدرة للأسهم.

3- مخاطر استدعاء السند

تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط الاستدعاء، مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها، بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب، وعادة ما تعتمد المنشأة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق، إذ في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات، وإحلالها محل سندات جديدة ذات معدل فائدة أقل، هذا يعني أن الاستدعاء ينطوي على بعض المخاطر، إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند آخر ذو عائد أقل، وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار.²

لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار للتأكد من تضمينه شروط

الحماية من الاستدعاء.

¹ - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، 2000، ص: 169.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 499.

4- مخاطر السيولة

يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة دون تعرض سعرها لانخفاض شديد حيث تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصا إذا كانت طويلة الأجل، لذلك فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حدها الأدنى ينصح المستثمرون في السندات بأخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار:

- حجم الإصدار؛

- حجم الصفقة؛

- فئة السند.

إذ كلما زاد حجم الإصدار، وزاد حجم صفقات التعامل، وارتفعت فئة السند، كلما زادت سيولته والعكس بالعكس¹.

5- مخاطر الإطفاء السنوي للسندات

يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانها من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.

¹ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص: 117.

لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار بعناية، للوقوف على أبعاد هذا الشرط، بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفأة، وللتأكد إذا كان يشمل جميع الإصدار أو جزء منه، أو يشمل فئة محددة من السندات، أم جميع فئاتها دون استثناء¹.

6- مخاطر تاريخ الاستحقاق

يقصد بها أنه كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عزم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثة سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثون سنة، هذا يعني أنه لا بد من حصول المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات التي يحل تاريخ استحقاقها بعد وقت طويل².

¹- نفس المرجع ، ص:119.
²- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص:497.

المبحث الثاني: طرق قياس المخاطرة

من أهم المتغيرات التي تهتم المستثمر في الأوراق المالية هي العائد والمخاطرة، حيث أن المستثمر يتجه نحو الاستثمارات التي تحقق له أكبر عائد وأقل مخاطرة، لذا يقوم بقياس عائد ومخاطرة الأوراق المالية قبل اتخاذ قرار الاستثمار.

وسيتناول هذا المطلب من خلال ما يلي:

- العائد وعلاقته بالمخاطرة؛
- قياس مخاطرة أصل مالي؛
- قياس مخاطرة محفظة مالية.

المطلب الأول: العائد وعلاقته بالمخاطرة

يسعى المستثمر من وراء استثماره في الأوراق المالية لتحقيق أكبر عائد، ولا يتحقق ذلك إلا إذا كان معدل العائد معتدلاً من وجهة نظر المستثمر ويخلق لديه الرضا وفقاً لدرجة تضحيته.

ويتناول هذا المطلب النقاط التالية:

- مفهوم العائد وعلاقته بالمخاطرة؛
- قياس العائد.

1- مفهوم العائد وعلاقته بالمخاطرة

1-1- مفهوم العائد

يعرف العائد بأنه صافي التدفق النقدي، الناتج عن استثمار مبلغ معين، وقد يتم قياسه بالأرقام المطلقة أو تتم نسبته إلى الأموال التي ولدته، كما أن زمن حدوث التدفقات النقدية الصافية أمر مهم بسبب القيمة الزمنية للنقود فكلما كان زمن التدفق النقدي الداخل اقرب كان الوضع أفضل.

ويعرف كذلك بأنه المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل، مقابل الأموال التي يدفعها من أجل أداة الاستثمار، أو أنه المكافأة التي يتوقع المستثمر الحصول عليها مقابل تخليه عن منفعته أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع أكبر في المستقبل.

وكذلك هو العرض الذي يحصل عليه المستثمر مقابل تأجيل استهلاكه الحالي من السلع والخدمات إلى وقت لاحق واستهلاك أمواله في موجود محدد.

وعليه فإن العائد هو المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر¹.

لهذا فإن معدل العائد يعد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو نقصانها، وعليه فإن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه باستثماراته، أي من خلال تضحيتها المؤقتة بأمواله، والتي يجسدها معدل العائد الذي يمكن حسابه وتقديره وفقاً للتغيير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن².

ويمكن التمييز بين ثلاث تقسيمات لمعدل العائد للاستثمار

¹ - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، 2000، ص: 177.
² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 21.

- معدل العائد المحقق¹

يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر فعلياً، ويحسب وفقاً للمعادلة

التالية:

$$\text{معدل العائد الفعلي} = \frac{\text{التغيرات الفعلية في السعر السوقي} + \text{مقسوم الأرباح الموزعة الفعلي}}{\text{مبلغ الاستثمار الكلي}}$$

- معدل العائد المتوقع

يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه، ويحسب بالعلاقة

$$\text{معدل العائد المتوقع} = \frac{\text{التغيرات المتوقعة في السعر السوقي للسهم} + \text{مقسوم الأرباح الموزعة المتوقع}}{\text{مبلغ الاستثمار الكلي}}$$

- معدل العائد المطلوب

يعرف بأنه أدنى معدل عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل

الاستهلاك الحالي للمستقبل.

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} + [\text{متوسط معدل العائد لمحفظـة السوق} - \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}] \times \text{معامل بيتا}$$

1-2- العلاقة بين العائد والمخاطرة

يرتبط عنصر العائد والمخاطرة معاً في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر

لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطرة والعكس صحيح،

¹ - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، 2000، ص: 107.

وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين تجاه المخاطرة، فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطرة، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له:

- تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة.

- أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد¹.

2- قياس العائد على الاستثمار

2-1- قياس عائد أصل مالي

يتم قياس عائد أصل مالي خلال فترة زمنية من خلال الفرق بين السعرين مضافاً إلى

ذلك التوزيعات الخاصة بتلك الفترة ثم يقسم الناتج على السعر في بداية الفترة، وذلك حسب المعادلة

$$\text{معدل العائد لأصل} = \frac{\text{السعر في نهاية الفترة } (P_1) - \text{السعر في بداية الفترة } (P_0) + \text{التوزيعات خلال الفترة } (D)}{\text{السعر في بداية الفترة } (P_0)}$$

أما إذا كان الاستثمار يأخذ شكل توزيع احتمالي فالعائد يتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$E(Rx) = \sum_{i=1}^n RxP(Rx)$$

أي: العائد المتوقع = مجموع (العوائد المحققة × احتمال الحدوث للعوائد المحققة)

2-2- قياس عائد محفظة مالية

عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالنسب المئوية للأوراق المالية التي تتشكل منها المحفظة

$$Rp = \sum_{i=1}^n Rx.P(Rx)$$

وتحسب بالعلاقة التالية:

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 58.

أما العائد المتوقع للمحفظة هو متوسط المرجح بالنسب المئوية في كل استثمار للعوائد على الاستثمارات ويمكن حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$E(Rp) = \sum_{i=1}^n Xi.E(Ri)$$

$E(Ri)$: العائد المتوقع للأصل i .

Xi : نسبة الأصل i في المحفظة.

المطلب الثاني: قياس مخاطرة أصل مالي

يمكن قياس مخاطرة أصل مالي بطرق متعددة منها: التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف و معامل بيتا.

1- التباين والانحراف المعياري

يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي ويقاس وفقا للمعادلة التالية:

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n (Rx - E(Rx))^2 P(Rx)$$

ويعرف الانحراف المعياري على أنه الجذر التربيعي للتباين حيث يرمز له بالرمز δ حيث:

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

ويتم التعرف على الخطر المرتبط باستثمار معين، من خلال معرفة تغير معدلات العائد، حيث

كلما زاد التقلب في هذه المعدلات، أو بمعنى آخر اتساع مدى منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد،

والذي يقيسه التباين أو الانحراف المعياري، كلما زادت المخاطر، وكلما انخفضت نسبة التباين أو الانحراف المعياري انخفضت المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية¹.

2- معامل الاختلاف²

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر (حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحد هما أكبر من الآخر)، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري، ويتم حساب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية:

$$CV = \frac{\delta_{Rx}}{E(Rx)}$$

فمعامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، بالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل منها عدد من الاستثمارات المنوعة ينظر إليها كوحدة واحدة.

3- معامل بيتا

معامل بيتا مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقاس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة السوق، أي أنه مقياس لتوافق حركة عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق والتي تشكل محفظة السوق، تعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية ومعدل عائد محفظة السوق، ولحساب معامل بيتا يجب حساب التباين المشترك بين عائد الورقة

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، 2003، ص: 108.
² - جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، دون سنة نشر، ص ص: 278، 279.

المالية R_x وعائد السوق R_m ، وهو حاصل ضرب معامل الارتباط r بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة δ_{Rx} و الانحراف المعياري لعائد السوق δ_{Rm} والذي يعطى بالعلاقة

$$COV(R_x.R_m) = r(R_x.R_m) \times \delta_{Rx} \times \delta_{Rm}$$

التالية:

ومنه يمكن صياغة علاقة معامل بيتا من خلال ما يلي¹:

$$B_X = \frac{Cov(R_x.R_m)}{\delta_{Rm}^2} = \frac{r(R_x.R_m)(\delta_{Rx})(\delta_{Rm})}{\delta_{Rm}^2} = \frac{r(R_x.R_m)(\delta_{Rx})}{\delta_{Rm}}$$

إذا كان بيتا يساوي 1 صحيح فإن عائد الورقة المالية سوف يتقلب صعودا ونزولا وفقا لتقلب عوائد المحفظة في السوق، أما إذا كان أكبر من الواحد الصحيح فعائد الورقة المالية يكون أكثر تقلبا من عائد محفظة السوق، أما لو كان أقل من الواحد فسيكون أقل تقلبا مقارنة بعائد محفظة السوق وبالتالي يكون له مخاطر ضعيفة.

المطلب الثالث: قياس مخاطرة محفظة مالية

المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات والمحفظة المثلى هي التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد ويمكن قياس خطر المحفظة من خلال الانحراف المعياري أو التباين، معامل الاختلاف، معامل بيتا.

¹ - Denis Mertissette, *Decisions financiers a longterme*, les editions S M G·trios revières 3^{eme} edition, 1994, P:235.

1- التباين والانحراف المعياري

1-1- قياس التباين والانحراف المعياري لمحفظه مكونة من أصلين ماليين

يتم قياس خطر محفظه مكونة من اصلين $X_1 \cdot X_2$ من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$\delta_{Rp}^2 = a^2 \delta_{x_1}^2 + (1-a)^2 \delta_{x_2}^2 + 2a(1-a) \text{cov}(x_1, x_2)$$

حيث a : تمثل نسبة الأصل X_1 في المحفظه.

ويتم الحصول على قيمة الانحراف عن طريق جذر التباين كما يلي:

$$\delta_{Rp} = \sqrt{a^2 \delta_{x_1}^2 + (1-a)^2 \delta_{x_2}^2 + 2a(1-a) \text{cov}(x_1, x_2)}$$

2-1- التباين والانحراف المعياري لمحفظه مكونة من N أصل مالي

يتم قياس خطر محفظه مكونة من N أصل مالي عن طريق العلاقة التالية للتباين:¹

$$\delta_{Rp}^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \delta_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i \cdot x_j \cdot \text{cov}(R_i, R_j)$$

والتي يمكن تمثيلها بالشكل التالي:

$$\delta_{Rp}^2 = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_n) \begin{bmatrix} \delta_{11} & \delta_{12} & \cdot & \cdot & \cdot & \delta_{1n} \\ \delta_{21} & \delta_{22} & \cdot & \cdot & \cdot & \delta_{2n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \delta_{n1} & \delta_{n2} & \cdot & \cdot & \cdot & \delta_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ x_n \end{bmatrix}$$

¹ - Idem, P :216.

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري للمحفظة ذات N أصل مالي من خلال الجذر التربيعي للتباين

2- معامل الاختلاف

يمكن قياس خطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة، ويستخدم كمقياس للتشتت النسبي فكلما زاد معامل الاختلاف كما زادت المخاطرة والعكس صحيح حيث يعطى بالعلاقة التالية¹:

$$CV(R_p) = \frac{\delta_{Rp}}{E(R_p)}$$

3- معامل بيتا

يتم قياس خطر المحفظة المكونة من N أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن التوسط المرجح لـ بيتا الأصول المشكلة للمحفظة ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\beta_{Rp} = a_1\beta_1 + a_2\beta_2 + \dots + a_n\beta_n = \sum_{i=1}^n a_i\beta_i$$

حيث: $a_1, a_2, a_3, \dots, a_n$ هي نسب الأصول $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ المشكلة للمحفظة.

b_1, b_2, \dots, b_n هي معاملات بيتا للأصول x_1, x_2, \dots, x_n على التوالي.

مع العلم أن بيتا السوق تساوي الواحد، وبالتالي فإن كل محفظه يكون لها بيتا يساوي الواحد تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق، أما المحفظة التي لها بيتا أقل من الواحد فتكون مخاطرتها أقل من مخاطرة السوق، وأما المحفظة التي لها معامل بيتا أكبر من الواحد فتكون مخاطرها أكبر من مخاطرة السوق.

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، 2002، ص: 265.

المبحث الثالث: أساليب التقليل من المخاطرة

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية إلى مجموعة من المخاطر والتي يمكن أن تقلل من العائد المتوقع من الاستثمار، ولنفاذي هذه المخاطر هناك مجموعة من الوسائل والتي يمكن من خلالها تقليل حجم المخاطر أو الحد منها.

وسيتم التعرف إلى هذه الوسائل من خلال:

- التنويع؛

- المشتقات المالية؛

- أساسيات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية.

المطلب الأول: التنويع

الميزة الأساسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنويع، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنويع أهمها: تنويع جهة الإصدار، تنويع تواريخ الاستحقاق.

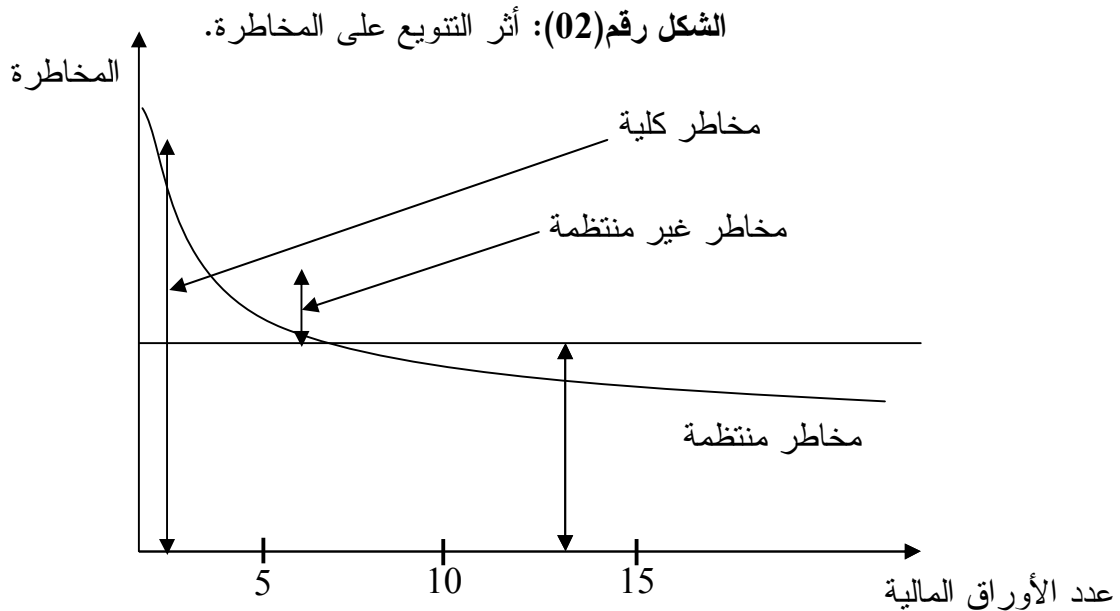
1- تنويع جهة الإصدار

يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنويع وهما التنويع الساذج وتنويع ماركو تزي.

1-1- التنويع الساذج

يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر الذي يتعرض لها عائلها، وقد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقرر المستثمر ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5% من مخصصات المحفظة، وذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد في أسهم عدد من المنشآت.¹

وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنويع إلى أن احتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي غالبا إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة حيث لا يمكن التخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق التنويع مهما كان عدد الأوراق المالية فيها، ويمكن توضيح أثر التنويع في تقليل المخاطرة غير المنتظمة من خلال الشكل التالي:



المصدر: محمد مطر، فايز يتم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى

2005، ص: 172.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 425.

- إن الايجابيات المترتبة عن إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضا عدد من السلبيات المترتبة عن المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة، وأهم هذه السلبيات ما يلي:
- **صعوبة إدارة المحفظة:** إن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الورقة المالية وذلك بهدف شراء أوراق مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.
 - **ارتفاع تكاليف المعاملات:** إن شراء وبيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعمليات البيع والشراء، خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة.
 - **اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:** حيث إن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة تزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة¹.

1-2 تنويع ماركوتز

على عكس أسلوب التنويع الساذج الذي يقضي بالاختيار العشوائي للاستثمارات المكونة للمحفظة، نجد أن أسلوب ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط بين العوائد المتولدة عنها)، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية، ولما كان معامل الارتباط يتراوح بين $(1+)$ و $(1-)$ فقد استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة².

¹ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص: 182 - 183.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 427.

2- تنوع تواريخ الاستحقاق

تقرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما، وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك إلى ثلاثة أنواع:

- الأسلوب الهجومي؛

- تدرج تواريخ الاستحقاق؛

- التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل.

2-1- الأسلوب الهجومي

يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

إن نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات، فإذا تحققت توقعات المستثمر فإنه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التبديل، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلا فإن المستثمر قد يتعرض لخسائر كبيرة، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة والمعرفة بشؤون الاستثمار¹.

¹ - نفس المرجع، ص: 559.

2-2- تدرج تواريخ الاستحقاق

يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة ويقتضي هذا الأسلوب قيام المستثمر بوضوح حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق التي يمكن قبولها، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة، فلو أن المستثمر يخطط لاستثمار 10 مليون، وأقصى تاريخ استحقاق هو 10 سنوات فإنه يوزع مخصصات المحفظة على 10 أجزاء كل جزء يستحق في تاريخ يختلف عن الأجزاء الأخرى¹ وحسب هذه الإستراتيجية فإنه بعد عام يحصل المستثمر على قيمة الأوراق المالية التي تستحق خلال سنة ويقوم باستثمارها من جديد في أوراق تستحق خلال 10 سنوات وهكذا.

تتمثل مزايا هذا الأسلوب في توفير السيولة وتحقيق الربح للمستثمر في نفس الوقت، حيث أن استرداد قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، واستثمار الأموال في الأوراق طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد².

2-3- التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل

يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل (من سنة إلى ثلاثة سنوات)، والأوراق المالية طويلة الأجل (من سبعة إلى 10 سنوات)، ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد وتوفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة.

أما الأوراق المالية متوسطة الأجل (من أربعة إلى ستة سنوات) فهي لا تحقق أيا من هدفي السيولة أو الربحية لذلك فإنه يجب تجنب الاستثمارات في هذا النوع من الأوراق.

¹- نفس المرجع، ص: 559.

²- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص ص: 180-181.

إن الواقع العملي يشير إلى أن تنويع الاستثمارات بين الأجل القصير والأجل الطويل يعتمد على توقعات سعر الفائدة كما في حالة الأسلوب الهجومي، فإذا توقع المستثمر ارتفاع أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، وإذا توقع انخفاض أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية طويلة الأجل¹.

المطلب الثاني: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت المشتقات المالية أهمية متزايدة نظرا للدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر والحد منها.

ويتم التطرق في هذا المطلب إلى النقاط التالية:

- إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار؛

- إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبلات.

1- إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار²

تمثل حقوق الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص، تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شراؤها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف إلى زيادة العائد وأهم هذه الاستراتيجيات:

¹- نفس المرجع ، ص: 181.

²- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 334-365.

1-1- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء

التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين؛ حيث يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم المستثمر شراؤها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني في العقد بتنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد على السعر المتفق عليه، وبذلك يضمن الحصول على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ وتتم التغطية عن طريق اتخاذ موقف مضاد باستخدام نفس الأوراق المالية، فإذا كان المستثمر غير متأكد مما إذا كان سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون أقل أو أكبر من سعر التنفيذ، فإنه يمكنه عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم (بيع الأسهم)، واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق اختيار الشراء (بمعنى شراء حق اختيار الشراء)، أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة عن طريق تدنيه الخسائر دون التأثير على ما يحققه من عائد.

1-2- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع

يتبع حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني (محرر العقد) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل العقد عن سعر التنفيذ، وتقوم إستراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم واتخاذ موقف قصير لحق الاختيار (بمعنى بيع حق اختيار البيع)، ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن، وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأوراق إذا ما انخفضت أسعارها وتحقق عائد من وراء ذلك.

1-3- التغطية ضد المخاطر باستخدام حقوق الاختيار المزدوجة

في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر في نفس الوقت بشراء عقد اختيار شراء وعقد اختيار بيع لنفس الأوراق المالية ليس هذا فحسب، كما يكون تاريخ تنفيذ العقدین واحداً، كذلك تاريخ الانتهاء ويلجا المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا ساد لديه اعتقاد أن الأسهم التي بين يديه قد تتعرض لتغيرات كبيرة في السعر غير أن المستثمر لا يستطيع تحديد اتجاه هذا التغير، كما أن هذه الإستراتيجية تستخدم في المواقف طويلة الأجل ويمكن أيضاً استخدامها في المواقف قصيرة الأجل، عندما يشعر المستثمر أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية لن تكون كبيرة سواء لأعلى أو لأسفل. ويلاحظ أنه كلما طالت الفترة الزمنية التي يظل فيها سعر السهم مستقراً نسبياً فإن المحرر هو المستفيد عن طريق حصوله على المكافأة، سواء كان العقد حق اختيار شراء أو حق اختيار بيع، أما إذا زادت حدة التغيرات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل فإن المستثمر يحقق خسارة كبيرة في حالة قيامه بتحرير حقي بيع أو شراء معاً.

2- إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبلية¹

من أهم الأنشطة الأساسية التي تتعامل في سوق العقود المستقبلية التحوط حيث يسعى المستثمر إلى تقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر التغيرات السعرية على مركز أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر، ويتم التحوط بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية؛ فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، يمكنه أخذ مركز عكسي في سوق العقود، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاماً عليه أخذ مركز عكسي في سوق العقود بشراء عقد على ذات الأصل، وفي ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في السوق الآخر وللتمييز بين ما

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص: 701-700.

يسمى بالتحوط الكامل وغير الكامل، فالتغطية الكاملة تتطلب توفر ثلاثة شروط إذا غاب أحدها تحولت إلى تغطية غير كاملة وهي:

- **تاريخ التسليم:** يجب تطابق تاريخ التسليم في العقد المستقبلي مع تاريخ الحصول على الموارد المالية لتحقيق التغطية الكاملة.

- **حجم العقد:** لكي تتحقق التغطية الكاملة لا بد أن تكون قيمة العقد المستقبلي مساوية للقيمة التي ينطوي عليها المركز الذي أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر.

- **الأصل محل التعاقد:** ينبغي أن يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل للأصل الذي أخذ عليه المستثمر مركزاً في السوق الحاضر.

3- إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة

تعد عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداماً، والهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة لأوراق مالية سبق وأن أصدرت أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى، وذلك دون المساس بالتزام أي منهما الأصلي على الورقة المالية، والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كل منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقاً لظروفها وتوقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، رأت المؤسسة الثانية العكس، وبأن مصلحتها وطبقاً لظروفها وتوقعاتها

تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المبادلة¹.

فالمؤسسة الأولى تستطيع تجنب مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، وعلى وجه الخصوص عندما ترتفع أسعار الفائدة عن معدل العائد الذي تحققه استثماراتها، حيث تستطيع أن تحصل على الفرق من الطرف الثاني للمبادلة.

المطلب الثالث: سياسات واستراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية

تقوم سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة المالية على أساس أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل، ومرجع هذا الاعتقاد هو خبرة ومهارة تحليلية لدى المستثمر أو معلومات لا تتاح للآخرين، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية أو تقليل المخاطرة.

وسيتناول هذا المطلب من خلال:

- السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية؛

- استراتيجيات إدارة المحفظة المالية.

1- السياسات المتبعة لإدارة المحفظة المالية²

توجد عدة سياسات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية ومن أهم هذه

السياسات:

¹ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص: 291.
² - نفس المرجع، ص ص: 183-184.

1-1- السياسة المتحفظة أو الدفاعية

وهي سياسة يتبناها مديروا المحافظ المتحفزون جدا تجاه عنصر المخاطر لذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ويطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أدوات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل الأسهم الممتازة، وبنسب تتراوح بين 60% و 70% من رأس مال المحفظة، وميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمر لمدة طويلة من الزمن، كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر.

1-2- السياسة المتوازنة

يتبنى هذه السياسة غالبية مديروا المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة، وذلك بإتباع ما يعرف في عالم الاستثمار بقاعدة الرجل الحريص، بذلك يوزعون رأس مال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة بكيفية تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى لاحت فرصة مناسبة لذلك ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة مصطلح المحفظة المتوازنة، وتتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأدوات الخزينة وشهادات الإيداع بجانب أدوات استثمار طويلة الأجل كالسندات والأسهم، بما يتيح لمديرها انتهاز سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الفائدة من جانب إلى آخر.

2- استراتيجيات إدارة المحفظة المالية¹

توجد عدة استراتيجيات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية ومن أهم هذه

الاستراتيجيات ما يلي:

2-1- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية

تقتضي إستراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي والفني، وكذا سبل تقييم الأسهم

بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار تضمينها

مكونات المحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة

وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل المنشآت التي تنتمي للصناعة، أي أنه في حاجة لمعرفة

مستقبل كل صناعة وكل منشأة تنتمي إليها، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه

التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم

والتي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية من مكونات المحفظة.

2-2- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة

هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم

منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، ومن

النشآت تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات، أسهم منشآت حساسة للتغير في أسعار الفائدة كأسهم

البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وأسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة والتي يطلق عليها الأسهم

الدورية كأسهم شركات إنتاج الثلجات، وأسهم السلع الرأسمالية وهي أسهم المنشآت المنتجة للسلع

الرأسمالية كالآلات والعتاد، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية والأغذية، وتقوم هذه الإستراتيجية

على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد والرواج لأسهم هذه المجموعات.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص ص: 445-447.

2-3- إستراتيجية توقيت السوق

تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، بعبارة أخرى تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلل المخاطرة لو أنه أدرك متى يدخل إلى سوق الأسهم متى يستمر ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منها موجهة حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية و أذونات الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم، كما تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية.

خاتمة الفصل الثاني

تم التطرق في هذا الفصل إلى مفهوم المخاطرة والتي هي عبارة عن عدم تحقق العائد الذي ينشده المستثمر في الأوراق المالية والمخاطرة بهذا المفهوم تصنف إلى مخاطرة نظامية ومخاطرة غير نظامية فالمخاطرة النظامية هي المخاطرة التي تصيب عوائد كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، ولا يمكن تجنبها بالتنوع أما المخاطرة غير النظامية فهي المخاطرة التي تصيب منشأة بعينها أو مجموعة من المنشآت والتي يمكن تجنبها بالتنوع، كما تم التعرض في هذا الفصل إلى المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم والسندات ومن أمثلة المخاطر المرتبطة بالأسهم مخاطر السوق، مخاطر الإفلاس، أما المخاطر المرتبطة بالسندات فمن أمثلتها مخاطر التضخم، مخاطر سعر الفائدة، وتقاس مخاطرة الاستثمار في الأوراق المالية بعدة طرق منها الانحراف المعياري والتباين، معامل الاختلاف، معامل بيتا.

كما توجد عدة أساليب لتقليل مخاطرة الاستثمار في الأوراق المالية أهمها التنوع، الذي يقصد به توزيع الاستثمارات على منشآت مختلفة وليس الاستثمار في أسهم منشأة معينة، وكذلك يمكن إدارة مخاطر الاستثمار من خلال استخدام المشتقات المالية، وذلك عن طريق عقود الاختيار وعقود المستقبلات وعقود المبادلة بالإضافة إلى ذلك توجد العديد من السياسات والاستراتيجيات المتعلقة بإدارة المحفظة المالية، وذلك من أجل الحصول على أكبر عائد وأقل مخاطرة.

الفصل الثالث: مخاطر الاستثمار المالي

- دراسة حالة رياض سطيف -

بعد التحول الذي شهدته الجزائر من النظام الاشتراكي إلى نظام اقتصاد السوق، أصبح لزاما على الدولة تحرير الاقتصاد، فقامت بعدة إصلاحات اقتصادية ومن بينها القيام بخصوصية الشركات العمومية فأنشأت شركات مساهمة كبيرة ناشطة في عدة مجالات، ومع التوسع المستمر لنشاطاتها من جهة وانحصار التمويل من جهة أخرى أصبح من الضروري إيجاد طرق للتمويل ومن هذه الطرق السوق المالية، حيث تم إنشاء سوق للأوراق المالية بالجزائر أو ما يعرف ببورصة الجزائر.

ونظرا لأهميتها الاقتصادية فقد عملت السلطات الجزائرية على توفير الظروف المناسبة لإقامتها، فقامت بالبحث عن الشركات من أجل قيدها في البورصة من خلال إدخال عدة شركات فيها، وهي شركة سونا طراك، سونا لغاز، الخطوط الجوية الجزائرية، مؤسسة رياض سطيف، مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، حيث تعتبر مؤسسة رياض سطيف من بين أهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

إلا أن الاستثمار في سهم مؤسسة رياض سطيف له مخاطر، هذه الأخيرة يمكن قياسها بعدة طرق

وهو ما يتطرق له هذا الفصل من خلال ما يلي:

- بورصة الجزائر؛

- مؤسسة رياض سطيف؛

- مخاطرة سهم رياض سطيف.

المبحث الأول: بورصة الجزائر

من بين الإصلاحات التي قامت بها الجزائر بعد فشل النظام الاشتراكي الذي تبنى سياسة التخطيط المركزي كنظام اقتصادي، إنشاء سوق أوراق مالية تتولى مهمة تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات والتي من شأنها المساهمة في تحقيق عملية التنمية، ويتحقق ذلك من خلال أدوات تمويلية فعالة تتمثل في بورصة القيم المتداولة، معلنة بذلك تبنيها نظام اقتصاد السوق.

والتي سيتعرض لها من خلال ما يلي:

- ظروف نشأة بورصة الجزائر والهيئة المنظمة لها؛

- الشركات المقيدة في بورصة الجزائر؛

- تداول وتسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: ظروف نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها

كانت الجزائر تعتمد على التخطيط المركزي في سياستها الاقتصادية إلى غاية وقوعها في الأزمة الاقتصادية وفشل نظامها المالي، فباتت الإصلاحات سبيلا لمعالجة هذا النظام، ما تطلب تأسيس سوق رؤوس الأموال بالجزائر، وعليه يتم التطرق في هذا المطلب إلى ما يلي:

- ظروف نشأة بورصة الجزائر؛

- الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر.

1- ظروف نشأة بورصة الجزائر¹

بعد تبني الجزائر لفكرة الإصلاحات الاقتصادية المعلن عنها سنة 1987 والتي دخلت حيز التنفيذ سنة 1988، تمت المصادقة على قوانين اقتصادية تركز استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة بشكل يدخل الجزائر إلى اقتصاد السوق، بجعل رأس مال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم توزع بين صناديق المساهمة، وعلى هذا الأساس تحولت الشركات العامة إلى شركات ذات أسهم تسير وفق أحكام القانون التجاري لسنة 1975 والمكمل بقانون سنة 1988، هذا ما أدى إلى بروز الحاجة إلى وجود سوق أوراق مالية، أو ما يسمى بالبورصة في الجزائر كأداة تسهم في تمويل المؤسسات في ظل التأكد من فشل نظام المديونية، حيث تم تأسيس بورصة الجزائر في شهر ديسمبر 1997 برأس مال قدره 320.000 دج تحت اسم شركة القيم المنقولة تساهم فيها صناديق المساهمة الثمانية بحصص متساوية، وهذا استنادا إلى المادة الأولى من القانون 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1982 المتعلق بصناديق المساهمة بتاريخ 08 ماي 1991 ظهرت ثلاث مراسيم تختص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة وكذا شروط إصدارها وأيضا لجنة البورصة، وبصدور هذه المراسيم تم استبدال ما أطلق عليه في البداية شركة القيم المنقولة لتصبح بورصة القيم المنقولة، إلا أن هذه الأخيرة مرت بفترة حرجة ناتجة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي، وكذا الدور غير الواضح لمهامها، ذلك أن السلطات آنذاك لم تكن لديها نظرة واضحة عن أهمية عملها، وبقيّة الأوضاع هكذا إلى غاية شهر فيفري 1992 حين تم رفع رأس المال الاجتماعي لبورصة الجزائر ليصبح 932.000 دج، ومنذ ذلك التاريخ و بورصة الجزائر هي الشغل الشاغل للحكومة حيث أعيد النظر في قضية تنظيمها عدة مرات من خلال جملة من المراسيم التشريعية والتنفيذية التي من بينها ما يلي:

¹ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص: 371-369.

- المرسوم التنفيذي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.

- المرسوم التنفيذي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتضمن النص الكامل المنظم لبورصة الجزائر.

- القرار التنفيذي الصادر بتاريخ 27 ديسمبر 1995 المتعلق بتعيين أعضاء لجنة البورصة واستبدال هذه الأخيرة لتصبح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- المرسوم التنفيذي رقم 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بنظام هيأت التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

- النظام رقم 03/96 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا واجباتهم.

- النظام رقم 03/96 المؤرخ في 02 نوفمبر 1996 المتضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

- النظام 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتضمن القواعد الرئيسية لسير بورصة الجزائر. فهذه المراسيم سمحت بتوفير شروط مناسبة لقيام بورصة القيم المتداولة في الجزائر.

2- الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

هناك ثلاث هيئات في الجزائر تتولى مهمة تنظيم بورصة القيم المتداولة هي:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

- شركة تسيير بورصة القيم؛

- المؤتمر المركزي على السندات.

2-1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹

بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم

المتداولة تم تأسيس هذه اللجنة و عدل بموجب القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 حيث

تتكون هذه اللجنة من رئيس و ستة أعضاء، يعين الرئيس لمدة أربع سنوات بموجب مرسوم تنفيذي

يتخذه مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية.

أما الأعضاء الستة الباقين فهم: قاض يقترحه وزير العدل، ممثل بنك الجزائر، عضو مختار من

بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة، عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء

المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين، أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم

العالي، و عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

تقوم هذه اللجنة أساسا بتنظيم ومراقبة سوق القيم المتداولة وذلك بهدف:

- ضمان الشفافية والسير الحسن لسوق القيم المنقولة.

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني

للادخار.

بهذه الصفة تقدم لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة

للحكومة.

¹- مختار عيواج، جباية القيم المنقولة دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2004.

2-2- شركة تسيير بورصة القيم¹

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم شركة مساهمة مكونة من الوسطاء في عملية البورصة ومقتصرة عليهم، حيث يحتكرون عمليات التفاوض على القيم المتداولة المقبولة بالبورصة لحساب زبائنهم ولحسابهم الخاص، ويقدر رأس مالها بـ 24.000.000 دج، وعليه فان الشركة تعتبر إطار عمومي ومنظمة لخدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين يسمح لهم بممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات سارية المفعول.

تتجلى أهمية شركة تسيير بورصة القيم في ما يلي:

- دعم الاقتصاد الوطني الجزائري، حيث أنها تعكس مكانته، صورته وبعده الجهوي، وذلك بوضع كل الإجراءات اللازمة للتفاوض على القيم المنقولة.

- تقوم بالتسيير الفعلي المتعلق بالمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، والقيام بنشر كافة المعلومات الخاصة بها، كما تتأكد من شرعية العمليات التي يقوم بها الوسطاء في عمليات البورصة أو من قبل أولئك الأشخاص المفوض لهم بالتصرف لحساب الشركة.

وتتمثل المهام الموكلة لشركة تسيير بورصة القيم في ما يلي:

- التنظيم المادي لجلسات البورصة.

- تنظيم عمليات المقاصة المتعلقة بالصفقات على القيم المنقولة.

- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.

- نشر المعلومات الخاصة بالصفقات في البورصة.

- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

¹ - نفس المرجع، ص: 104-105.

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة إلى البورصة.

2-3- المؤتمن المركزي على السندات¹

بموجب القانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 تأسست هذه الهيئة، وهي هيئة مالية تمارس

مهامها في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 65.000.000 دج من مساهمات مؤسسيه، وهم

الشركات الثلاث المسعرة في البورصة؛ صيدال، رياض سطيف، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، إضافة

إلى البنوك العمومية الخمس: CNEP, BNA, CPA, BEA, BADR.

ولا يفتح رأس ماله إلا لشركة تسيير بورصة القيم، الشركات المقيدة والوسطاء في عمليات

البورصة وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين فيه بحكم القانون، كما يخضع كل

طلب جديد للمساهمة في رأس ماله إلى موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بناء على اقتراح

من إدارة المؤتمن، ويخضع وضع القانون الأساسي للمؤتمن وتعديله وكذا تعيين المدير العام والمسيرين

الأساسيين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويتمثل

دور المؤتمن المركزي في ما يلي:

- الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات والسهر على استمرار حركيتها.

- إدارة وتنفيذ العمليات على السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.

- إصدار المعلومات الخاصة بسوق البورصة و المتعلقة بتنفيذ الأوامر وحركية الحسابات.

- الترقيم القانوني للسندات.

وقد كان الهدف الرئيسي من إنشاء المؤتمن هو:

- العمل على زيادة سرعة التداول.

¹ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص ص: 158-159.

- مركزية التداول انطلاقا من تسيير الأوراق المالية للشركات المقيدة على مستوى البورصة.
- ضمان سيولة السوق.

أما المهام التي أنيطت به عند الانطلاق فتمثلت في:

- جمع الشهادات الاسمية للأسهم.
- تحويل الشهادات الاسمية إلى شهادات خاصة.
- تعيين المدير العام والمسيرين الأساسيين لشركة تسيير بورصة القيم المتداولة.
- وقد تمت تسمية المؤتمر رسميا باسم "الجزائرية للتسوية".

المطلب الثاني: الشركات المقيدة في بورصة الجزائر

هناك عدة شركات مقيدة في بورصة الجزائر هي:

- مجمع الرياض سطيف؛
- مجمع صيدال؛
- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؛
- شركة سونا لغاز؛
- شركة سونا طراك؛
- شركة إعادة التمويل الرهني؛
- شركة الخطوط الجوية الجزائرية.

1- مجمع رياض سطيف¹

تم رفع رأس مال مجمع رياض سطيف سنة 1994 ليصل إلى 850 مليون دينار جزائري، وألحقت كل أسهمها لصالح الشركة القابضة لصناعات الغذائية الأساسية، وذلك بموجب المرسوم 25/95 المتعلق بتسيير الأموال العمومية، وفي إطار برنامج خصصة المؤسسات العمومية أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة آنذاك موافقته على إدخال الشركة إلى البورصة عن طريق رفع رأس مالها الاجتماعي.

وبناء على هذه الموافقة وبانعقاد الجمعية العامة غير العادية لمجمع رياض سطيف بتاريخ 29 أبريل 1998، تم اتخاذ قرار رفع رأس المال الشركة عن طريق الإعلان العام للادخار من جهة، وإدخال الشركة في البورصة من جهة أخرى، وكان مبلغ رأس المال المسموح برفعه يعادل مليار دينار جزائري، أي ما يقارب 1.000.000 سهم بقيمة 1000 دينار للسهم.

الأسهم موضوع الإصدار تمثل أسهم عادية محررة كلية عند الاكتتاب، قيمتها الاسمية 1000 دينار للسهم، وحدد سعر الإصدار بقيمة 2300 دج وتعتبر أسهمها اسمية، ويمنح لحاملها كل الحقوق المقررة من طرف القانون التجاري لاسيما التصويت وحق الحصول على التوزيعات وتم فتح عملية الاكتتاب في 02 نوفمبر 1998 واستمرت إلى 15 ديسمبر 1998.

2- مجمع صيدال²

قام مجمع صيدال بوضع مجموعة من الأهداف الاستراتيجية في إطار مخطط أعماله للفترة من 1998 إلى 2005، ولبلوغ هذه الأهداف لاسيما تنفيذ برنامج الخصصة المسطر من طرف الحكومة تم اتخاذ قرار من طرف مجلس مساهمات الدولة في 19 جوان 1998 بفتح رأس مال المجمع بنسبة 20 % للجمهور عن طريق الدخول إلى البورصة من خلال إجراء العرض العام للبيع بسعر محدد مسبقا، وقد

¹ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 167.
² - نفس المرجع، ص: 168.

تم قبول أسهم مجمع صيدال في التداول بموجب الاتفاق بين المجمع و COSOB بتاريخ 11 فيفري 1998، بموجب هذا اتفاق تم

إصدار مليون سهم محررة كلياً بقيمة اسمية 2500 دينار وسعر إصدار 800 دينار، وحددت فترة الاكتتاب من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999.

3- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي¹

بعد تحويل ملكية فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 25/25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، قامت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي برفع رأس مالها في إطار تدعيم قدرتها المالية وذلك عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، وأصبح بذلك رأس مالها يعادل 1.5 مليار دينار جزائري ولتنفيذ برنامج الخصخصة المسطر من طرف الحكومة في إطار تنشيط بورصة الجزائر، تقرر في بداية سنة 1999

طرح جزء من رأس مال الشركة بنسبة 20 % في البورصة وذلك عن طريق الإعلان العام للاكتتاب بما يعادل 1,2 مليون سهم بقيمة اسمية 250 دج، وسعر إصدار 400 دينار جزائري.

4- شركة سونلغاز

مرت المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز بمجموعة من المراحل التنظيمية حتى أصبحت شركة ذات أسهم حسب المرسوم الرئاسي رقم 195/02 المؤرخ في 01 جوان 2002 الذي حول المؤسسة من مؤسسة ذات طبيعة تجارية وصناعية إلى مؤسسة ذات أسهم، تتمثل وظائف سونلغاز في إنتاج وتوزيع ونقل الكهرباء وكذا نقل الغاز ويقدر راس مالها بـ 150.000.000.000 دج مقسم على 150.000 سهم بقيمة مليون دج لكل سهم حيث قامت مؤسسة سونلغاز بإصدار قرض سندي بـ 20.000.000.000 دج مقسم على 20.000.000.000 سند على ثلاثة دفعات الدفعة الأولى تقدر بـ 8.000.000.000 سند

¹ - مصيبيح أحمد، مرجع سابق، 2000، ص: 234.

بقيمة اسمية 102.8 دج للسند ومعدل فائدة سنوي 3% أما الدفعة الثانية فتقدر بـ4.000.000.000 سند
 بقيمة 104.4 دج للسند ومعدل فائدة سنوي 3.25 %، أما الدفعة الثالثة فتقدر بـ8.000.000.000 سند
 بقيمة 104.05 دج للسند ومعدل فائدة سنوي 3.5%، مع العلم أن هذه السندات أصدرت في 24 ديسمبر
 2004، تستحق الدفعة الأولى بعد 05 سنوات، أما الدفعة الثانية فتستحق بعد 6 سنوات، في حين أن
 الدفعة الثالثة تستحق بعد 07 سنوات.

5- شركة سوناطراك

أنشأت الشركة الوطنية للبحث والاكتشاف والانتاج والنقل وتحويل المحروقات سنة 1963، وبعد
 عملية التأميم سنة 1971 أصبحت شركة سوناطراك تتولى المهام الاستراتيجية المركزة على البحث،
 الانتاج، النقل المعالجة وتمييع الغاز وبتاريخ 23 جانفي 1998 صادق المجلس الوطني للطاقة على
 الملف المتعلق بالقانون الأساسي للشركة والذي بمقتضاه تحولت إلى شركة مساهمة تمتلك الدولة وحدها
 رأس مالها، ولقد كان للشركة شرف القيام بأول عملية تتعلق بإصدار قروض سنديه في السوق المالية
 الوطنية حيث قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمنح سوناطراك تأشيرة رقم 001، بتاريخ 18
 نوفمبر 1999 على المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك والمتعلقة بقرض سندي
 بمبلغ 5.000.000.000 دج بسعر فائدة اسمي مقداره 13% مدته 05 سنوات، و تم تعديل المبلغ ليصبح
 12.000.000.000 دج، حيث وضعت تحت تصرف المستثمرين ثلاثة أصناف من الأوراق المالية
 بمبلغ 10.000 دج، 50.000 دج، 100.000 دج.

6- شركة إعادة التمويل الرهني¹

قامت شركة إعادة التمويل الرهني في جويلية 2003 بإصدار قرض سندي مدعم بعقارات موجهة أساسا إلى المستثمرين المؤسسين وكانت قيمة القرض تقدر بـ 2.480.000.000 دج مقسم إلى شطرين الشطر الأول قيمته 1.280.000.000 دج بمعدل فائدة اسمي 4% يستحق بعد 03 سنوات، أما الشطر الثاني قيمته 1.200.000.000 دج بمعدل فائدة اسمي 4.5% يستحق بعد 05 سنوات، هذه العملية رافق فيها الشركة القرض الشعبي الجزائري لصالح بنك التنمية المحلية.

7- شركة الخطوط الجوية الجزائرية²

قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية في أبريل 2004 باقتراض مبلغ 4.400.000.000 دج مدعم بأصول ومقسم إلى شطرين، الشطر الأول قيمته 1.800.000.000 دج يستحق بعد سنتين ونصف بمعدل فائدة اسمي 3 %، أما الشطر الثاني قيمته 2.600.000.000 دج بمعدل فائدة اسمي 3.75 % يستحق بعد 05 سنوات وفي 01 ديسمبر 2004 قامت الشركة بإصدار قرض سندي ثان لها بقيمة 25.000.000.000 دج لاقتناء 04 طائرات رفقة قطع غيار، بقيمة 50.000 دج للسند يستحق بعد 06 سنوات بمعدل فائدة 3.75 % للسنتين الأولتين، و 4.5 % في السنتين الثالثة والرابعة، و 06 % للسنتين الأخيرتين.

¹ - عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي تبسة، 2006، ص: 170.
² - نفس المرجع، ص: 170.
³ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 162.

المطلب الثالث: تداول و تسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر

تعد بورصة الجزائر مسيرة بواسطة أوامر، تقوم على العمليات العاجلة، و عليه فان كافة القيم المتداولة يتم التفاوض عليها في سوق رسمية و موحدة و ذات الدفع النقدي العاجل.

1- نظام التداول في بورصة الجزائر

يتم التفاوض على كل القيم المتداولة في البورصة في سوق رسمي موحد، حيث توجد قاعة التداول في شركة إدارة بورصة القيم، أين يلتقي الوسطاء في عمليات البورصة لتسوية الأوامر، وقد اختير يوم الاثنين من قبل الشركة ليمثل جلسة البورصة الأسبوعية، كما يتولى ممثل من شركة إدارة بورصة القيم إدارة جلسات البورصة.

2- أوامر البورصة

الأمر هو تعليمة يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة تتضمن المعلومات التالية:

- موضوع العملية (شراء، بيع).
- اسم الورقة المالية التي يراد التفاوض عليها، أي تعيين القيمة محل التداول، خصائصها (سهم أو سند).
- عدد الأوراق التي يراد التفاوض عليها.
- مدة صلاحية الأمر للتنفيذ.
- إشارة أوحد للسعر.

ويكن إعطاء أمر البورصة و تسليمه للوسيط في عملية البورصة إما:

- كتابة: وفق نموذج موضوع تحت تصرف العميل من قبل الوسيط في عمليات البورصة.

- هاتفيا: حيث ينبغي تحديد ساعة أو تاريخ المكاملة حال استلامها من قبل الوسيط في عمليات البورصة.

كما يتولى الوسطاء جمع كافة الأوامر، وتحويلها للسوق بغية تنفيذها ويتعين عليهم إجراء جرد دوري لإحصاء كل العمليات المنفذة.

وقد تم الأخذ بثلاث أنواع من أوامر البورصة:

الأمر بسعر السوق: حيث يصدر المستثمر أمر للوسيط لشراء أو بيع عددا من الأوراق المالية فورا وهنا يكون الوسيط ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن في وقت صدور الأمر.

الأمر بأحسن سعر: لا تتضمن الأوامر أية إشارة للسعر إذ لا يحدد المشتري أي سعر أقصى ولا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، ويتم تنفيذ الأوامر بالأولوية بأحسن ما تسمح به إمكانية السوق.

الأمر بالسعر المحدد: هو الأمر الذي بمقتضاه يحدد المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل دفعه لشراء سندات أو السعر الأدنى الذي بموجبه يقبل التنازل عنها.

3- نظام التسعيرة في البورصة

إن النظام العام لبورصة الجزائر يأخذ بنظامين للتسعير، هما المستمر و الثابت سواء كان يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي، لكن الطريقة التي تعمل بها بورصة الجزائر حسب ما تم تقريره من طرف شركة إدارة بورصة القيم تتمثل في طريقة التسعير الثابت بالمناداة، وتعني تطبيق سعر لمجموع الصفقات المبرمة لكل قيمة متداولة خلال جلسة معينة للتفاوض، وهذا النظام يتماشى مع حجم مبادلات ضعيف حيث يسمح السعر المحدد من خلاله تعظيم حجم المبادلات بأكبر قدر ممكن.

4- المقاصة والتسديد

المقاصة هي تسوية المبادلات على القيم المتداول عليها، والتي يتم التفاوض عليها في جلسات البورصة ويتم ذلك بدفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط البائع، تتم عملية المقاصة في جلسة تترأسها شركة إدارة بورصة القيم بحضور كافة الوسطاء وكذا بنوك التسديد التابعة للوسطاء في عمليات البورصة، لتأكيد التغطية النقدية للوسطاء المشتريين على أساس كشف حساباتهم.

يبرز دور البنك بتنفيذ تحويل الأموال الناتجة عن التزام الوسيط في جلسة التداول، وذلك في نفس اليوم كما أن تسليم الأوراق المالية يتزامن مع تحويل الأموال.

- على شكل شهادات مادية في حالة الأوراق المجسدة.

- على شكل شهادات وجود في حالة الأوراق غير المجسدة والمسجلة في الحساب.

ويقوم بعد ذلك مشتري الورقة بممارسة حقوقه من تسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم.

تعتبر البورصة سوق مثالية يلعب فيها قانون العرض والطلب دوره الرئيسي في حركة رؤوس

الأموال وتنشيطها، وبالاعتماد على المرسوم التشريعي رقم 10/93 ثم التعرف ولو بنظرة موجزة على

هيكله سوق الأوراق المالية في الجزائر وتكوينها، حيث تتكون هذه السوق من هيئات تختلف مهامها بين

الرقابة والتسيير والوساطة.

المبحث الثاني: تقديم عام لمجمع رياض سطيف

رياض سطيف هي اختصار لمؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها، مختصة في تحويل الحبوب (قمح صلب، قمح لين)، وإنتاج وتسويق المواد المشتقة (سميد، عجائن غذائية و كسكسى)، وللتعرف أكثر على مؤسسة رياض سطيف سيتم التطرق إلى ما يلي:

- التعريف بمجمع رياض سطيف؛
- تنظيم مجمع رياض سطيف؛
- شروط دخول مجمع رياض سطيف إلى البورصة.

المطلب الأول: التعريف بمجمع رياض سطيف¹

سيتم التعرض في هذا المطلب إلى:

- لمحة تاريخية عن المجمع؛
- أهداف المجمع؛
- موضوع المجمع؛
- الفروع المكونة للمجمع.

1- لمحة تاريخية عن المجمع

أنشئت رياض سطيف في 01 جانفي 1983 أثر إعادة هيكلة الشركة الوطنية للمسامد والمطاحن والعجائن الغذائية والكسكسى (سمباك)، وتحول المجمع ابتداء من 02 أفريل 1990 إلى شركة مساهمة برأس مال قدره 100.000.000 دج، مقسما على 1000 سهم اسمي، منها 350 سهم لصندوق المساهمة

¹ - مذكرة إعلامية برياض سطيف، 1998، ص ص: 11-41.

للصناعات الزراعية الغذائية، و250 سهم لصندوق المساهمة للصناعات المتنوعة، 200 سهم لصندوق المساهمة للمناجم والمحروقات والمياه، وأخيرا 200 سهم لصندوق المساهمة للخدمات، وقد تم رفع رأس المال الاجتماعي لرياض سطيف سنة 1993 إلى 850.000.000 مقسما على 8500 سهم بـ100.000 دج للسهم، وقد حول كليا في ماي 1994 لفائدة صندوق المساهمة للصناعات الزراعية الغذائية.

ويمكن طرح أهم التعديلات التي طرأت على مجمع رياض سطيف منذ تحويله إلى شركة مساهمة

ابتداء من 02 أبريل 1990 في النقاط التالية:

- 08 جانفي 1992 توسيع الموضوع الاجتماعي.

- 03 مارس 1993 رفع رأس المال الاجتماعي من 100.000.000 دج إلى 550.000.000 دج.

- 08 جانفي 1994 رفع رأس المال الاجتماعي من 550.000.000 دج إلى 850.000.000 دج.

- 02 مارس 1996 تعديل الموضوع الاجتماعي.

-28 أبريل 1997 تحويل رأس المال الاجتماعي من صندوق المساهمة للصناعات الغذائية إلى الشركة

القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية، وذلك بموجب الأمر 25/95 المتعلق بتسيير رؤوس

الأموال المنقولة للدولة.

-29 أبريل 1998 رفع رأس المال الاجتماعي من 850.000.000 دج إلى 4000.000.000 دج.

ويبلغ حاليا رأس المال الاجتماعي للمجمع 5.000.000.000 دج موزعة على 5.000.000 سهم،

وذلك بعد رفعه آخر مرة في الجمعية غير العادية المنعقدة في 29 أبريل 1998، كما يمتلك المجمع 20

% من أسهم شركة الهندسة و صناعة التجهيزات والتي يقدر رأس مالها الاجتماعي بـ63.000.000

دج وقد تم إنشاؤها بأقساط متساوية من طرف رياض الجزائر، قسنطينة، سيدي بلعباس، تيارت،

سطيف.

2- أهداف المجمع

يمكن إيجاز أهم هذه الأهداف في ما يلي:

- تهدف رياض سطيف إلى تحويل الحبوب (قمح لين، قمح صلب)، وإنتاج وتسويق المواد المشتقة سميذ عجائن غذائية، كسكسي.
- إيجاد منافذ ومكانة في السوق، وذلك من خلال المجهودات المبذولة التي شرع فيها المجمع لإعادة الهيكلة التقنية والتجارية المتمثلة في الرقابة، والحد من تآكل نصيب المجمع في السوق، والتحسين المستمر لعلامة الجودة.
- العمل على ضمان البقاء والاستمرارية وتطوير مكانته في السوق، حيث أن الطلب المتزايد والتنوع النوعية الموافقة للمعايير العالمية وعلامة رياض سطيف تكون عوامل لضمان ذلك.
- رفع مستوى المجمع وتوطيد إمكانياته الإنتاجية من خلال انتهاج استراتيجيات مختلفة.
- ترسيخ وتحسين ظروف تراكم الأرباح على المدى الطويل وذلك من خلال رفع رأس المال الذي قام به المجمع والذي يهدف إلى جلب الادخار العمومي الوطني.

3- موضوع المجمع

يهدف الموضوع الاجتماعي لرياض سطيف إلى:

- البحث والتنمية الصناعية، الإنتاج، التمويل، التوظيف، الترقية، التسويق والتنويع على كافة المراحل والتخزين لمواد الصناعات الغذائية.
- التموين والتوزيع على كافة المراحل، وصيانة التجهيزات وعتاد الصناعات الغذائية.
- تطبيق استراتيجية التنمية الصناعية، التكنولوجية، التجارية وترقية منتوجات الصناعات الغذائية بما في ذلك الدخول في شراكة مع شركات أخرى وإنشاء شركات أخرى تابعة.

- ممارسة الأنشطة الصناعية، التجارية والمالية بما في ذلك نشاط التجارة الخارجية واكتساب، إنجاز أو التنازل عن براءات الاختراع والعلامات التجارية التي تمس بصفة مباشرة وغير مباشرة ميدان منتوجات الصناعات الغذائية والقابلة لتسهيل النمو والتنمية بصفة مثلى للمؤسسة.

4- الفروع المكونة للمجمع والمطاحن التابعة له

4-1- الفروع المكونة للمجمع

منذ أكتوبر 1997 أصبحت الذمة المالية ونشاط المجمع يسيران ويستغلان من طرف عشر شركات مساهمة ذات رأس مال اجتماعي يقدر ب 2.525.500.000 دج، حيث يمتلك مجمع رياض سطيف 100% من رأس المال الاجتماعي لكل شركاته التابعة، كل هذا سمح له بتطوير واكتساب خبرة جديدة كانت مصدر إنشاء شركة صورمي، وهي شركة تابعة مختصة في الإنجاز والصيانة الصناعية، تمس أهم فروع نشاط رياض سطيف. طحن الحبوب وإنتاج وتسويق السميد والعجائن الغذائية، والكسكسي والمواد الفرعية للطحين كما أن هناك أنشطة أخرى لا تقل أهمية هي في طريق التطور منذ إنشاء الشركة التابعة لنقل الفوارة (نقل البضائع)، صورمي (صيانة)، الفلاحة الجنوبية، وبالتالي فان رياض سطيف يتكون حسب فروع النشاط من:

- 07 شركات تابعة /ش م/ لطحن الحبوب.

- 01 شركات تابعة /ش م/ لنقل البضائع.

- 01 شركات تابعة /ش م/ للصيانة والإنجاز الصناعي.

- 01 شركات تابعة /ش م/ للفلاحة الصحراوية.

4-2- مطاحن المجمع

إن مطاحن رياض سطيف متمركزة في الجهة الشرقية حيث تمتد من الشمال إلى الجنوب، وهي

مستغلة كليا، من بينها 05 مطاحن قديمة تم امتلاكها عن طريق التأمين سنة 1994، وقد تم تجديدها

خلال السنوات الأخيرة، وهذه المطاحن هي:

- مطاحن الهضاب العليا/ ش م سطيف.

- مطاحن البيبان / ش م برج بوعريريج.

- مطاحن الصومام /ش م سيدي عيش.

- مطاحن الحضنة /ش م مسيلة.

- مطاحن الواحات/ ش م تقرت.

- مطاحن الزيبان/ش م القنطرة.

- مطاحن سيدي عيسى /ش م سيدي عيسى.

ومنه يمكن عرض فروع ومطاحن مجمع رياض سطيف في الجدول الموالي:

شكل رقم (03): الفروع المكونة للمجمع والمطاحن التابعة له.

الشركات التابعة	رأس المال الاجتماعي	مطاحن الشركات التابعة	المركز	المساحة المغطاة م ²	أماكن عقارية	الأراضي
مطاحن الهضاب العليا	265.000.000	عبيد علي	سطيف	2850	طور التسوية	طور التسوية
		زعيم الشريف		600	طور التسوية	طور التسوية
		لحمر الشريف		4382	ملكية تامة	ملكية تامة
مطاحن الببيان	627.000.000	دخاري عمار	برج بوعريرج	4265	طور التسوية	طور التسوية
		أوريسي عبد القادر		2695	طور التسوية	طور التسوية
		مسمدة مطحنة		77600	ملكية تامة	ملكية تامة
مطاحن الصومام	528.000.000	مسمدة مطحنة	سيدي عيش بجاية	12179.15	ملكية تامة	ملكية تامة
		بوسكرون العياشي		1411.74	طور التسوية	طور التسوية
مطاحن الزيبان	235.000.000	مسمدة مطحنة	القنطرة بسكرة	45630	ملكية تامة	طور التسوية
مطاحن الحضنة	479.000.000	مسمدة مطحنة	المسيلة	16225	ملكية تامة	ملكية تامة
مطاحن الواحات	261.000.000	مسمدة مطحنة	تقرت ورقلة	9992.15	ملكية تامة	طور التسوية
مطاحن سيدي عيسى	81.000.000	مسمدة مطحنة	سيدي عيسى	12775	ملكية تامة	طور التسوية
فلاحة الجنوب	4.000.000	حاسي بن عبد الله	برج بوعريرج	-	-	-
الفوارة للنقل	42.000.000	وحدة القنطرة	-	-	-	-
شركة صوري	3.500.000	وحدة سطيف	-	-	-	-

المصدر: رياض سطيف، مذكرة إعلامية، ص:17.

المطلب الثاني: تنظيم مجمع رياض سطيف

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى:

- أجهزة الإدارة و التسيير والمراقبة؛

- الهيكل التنظيمي للمجمع رياض سطيف.

1- أجهزة الإدارة والتسيير والمراقبة

يشرف على إدارة وتنظيم وتسيير ومراقبة مجمع رياض سطيف الهيئات التالية:

1-1- مجلس الإدارة

يسير مجمع رياض سطيف من طرف مجلس إدارة مكون من 09 أعضاء.

- 05 أعضاء يمثلون مجلس تسيير مساهمات الدولة.

- عضوان يمثلان العمال.

- عضو يمثل المستثمرين التأسيسيين.

- عضو يمثل المساهمين الصغار.

فعلاوة على تسديد أجورهم وقت الحضور واقتسام الأرباح التي تدفع لهم، فإن أعضاء مجلس

الإدارة ليس لهم مصالح داخل المؤسسة، وبالتالي فهم لا يستفيدون من أية مزايا عينية مهما كانت.

1-2- الجمعية العامة للمساهمين

يتم انعقاد الجمعية العامة لرياض سطيف بموجب إستدعاءات مكتوبة لمجلس الإدارة وتوجه عبر

البريد لكل مساهم أو تنشر عن طريق الصحافة طبقاً لأحكام القانون التجاري والقوانين الأساسية للمجمع.

توجه الوثائق أو توضع تحت تصرف القائمين بالإدارة بالمقر الاجتماعي أو بمكتب الاتصال وذلك حتى يتسنى لهم إصدار أحكامهم أو إبلاغ أرائهم حول التسيير وسير أعمال المجمع.

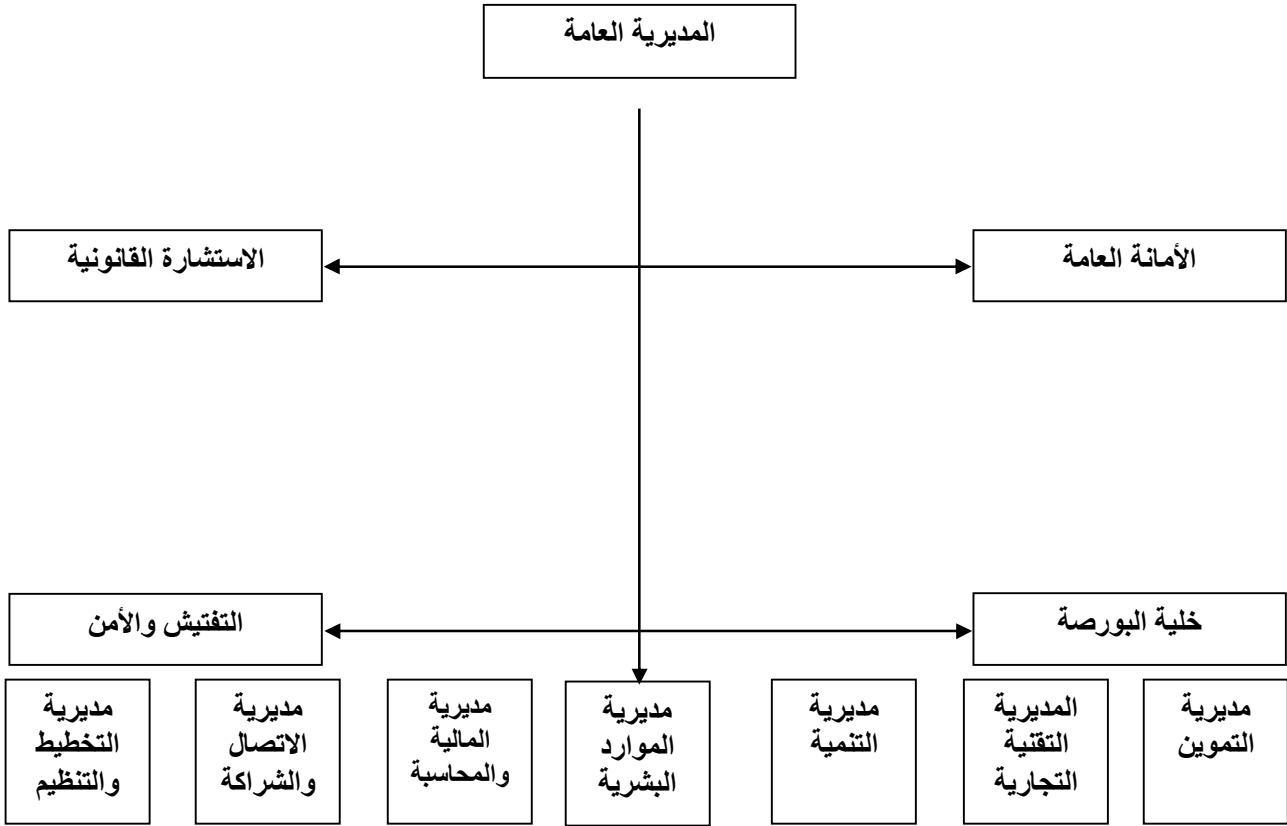
1-3- مراقبة الحسابات

يباشر هذه المهمة محافظان للحسابات تقوم الجمعية العامة بتعيينهم، وتكون لهم مهمة التحقيق في الدفاتر والأوراق المالية للمجمع ومراقبة انتظام حساباتهم وكل ما يخص العلاقة بين مجلس الإدارة والمساهمين.

2- الهيكل التنظيمي لمجمع رياض سطيف

إن تمثيل الهيكل التنظيمي لمجمع رياض سطيف هو كما يلي:

الشكل رقم (04): الهيكل التنظيمي لمجمع لرياض سطيف.



المصدر: مذكرة إعلامية، مرجع سابق، ص: 39.

إن الشكل السابق يبين وظائف التسيير لمجمع رياض سطيف والمتمثلة في:

- المديرية العامة: التي يرأسها الرئيس المدير العام، والذي يمثل أعلى سلطة في الشركة، ويلعب دور المسير والمسؤول على جميع القرارات التي تهم الشركة.
- الأمانة العامة: تتكفل بمهمة الاستقبال وتنظيم الاتصال بين الرئيس المدير العام والمديريات.
- المجلس القانوني أو الاستشارة القانونية: مهمته حل النزاعات الخارجية التي تقع بين الشركة و أطراف أخرى.
- خلية البورصة: تتمثل وظيفتها في المشاركة في تنظيم دخول المجمع إلى البورصة و متابعة تطور أسعار الأسهم والاتصال بالمساهمين وتطوير عددهم.

- **التفتيش والأمن:** تتمثل وظيفتها في التفتيش الداخلي لكل أمور التسيير وكذا التدقيق المحاسبي والمراجعة

- **مديرية التموين:** وظيفتها إعداد ميزانية التموين مراقبة الجودة، الأسعار، العرض والطلب.

- **المديرية التقنية للتجارة:** وهي ذات طابع تجاري تهتم بتسيير المنتج النهائي وتسويقه.

- **مديرية التنمية:** تتمثل مهمتها في دراسة التطورات التكنولوجية واستخدامها في إحداث تغييرات على منتوجات الشركة من أجل تحسين الجودة.

- **مديرية الموارد البشرية:** وتهتم بتسيير العمال وتوزيع الأجور والتسيير المهني ومتابعة المستخدمين وتوفير الشروط الحسنة لهم.

- **مديرية المالية والمحاسبة:** تتمثل وظيفتها في مراقبة العلاقة بين البنوك والمساهمين ومراقبة النظام المالي والمحاسبي للشركة وتقديم الميزانية للإدارة.

- **مديرية الاتصال والشراكة:** تهتم بالعلاقة بين الشركة والشركات الأخرى سواء داخليا أو خارجيا.

- **مديرية التنظيم والتخطيط:** ومهمتها تخطيط المشروعات وتنظيمها.

المطلب الثالث: شروط وإجراءات دخول مجمع رياض سطيف إلى البورصة

حددت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة جملة من الشروط والإجراءات لكل مؤسسة ترغب

في الدخول إلى البورصة، ولم تكن مؤسسة رياض سطيف بمنأى عن هذه الشروط والإجراءات، والتي

يمكن تناولها من خلال ما يلي:

- شروط دخول مجمع رياض سطيف إلى البورصة؛

- الإجراءات اللازمة لدخول مجمع رياض سطيف إلى بورصة الجزائر.

1- شروط دخول مجمع رياض سطيف إلى بورصة الجزائر

حتى تتمكن مؤسسة رياض سطيف من الدخول إلى بورصة الجزائر لابد من توافر مجموعة من

الشروط:

- ألا يقل رأس المال عن 100.000.000 دج.
 - يجب توزيع أسهم الشركة والمرتبطة برأس المال على الجمهور المحدد عدده بـ 300 مساهم على الأقل من رأس المال الاجتماعي، يملك كل واحد منهم أكثر من 5%.
 - لابد أن تكون السندات موزعة في البورصة بين 100 حائز على الأقل.
 - لا تقبل في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن شركة مساهمة.
 - لابد من معرفة الوضعية المالية للشركة وذلك من خلال نتائج الاستغلال من خلال مقارنة نتائج السنوات السابقة مع السنوات الحالية.
 - لابد من تقديم ثلاث ميزانيات مصادقة عليها.
- من خلال هذه الشروط نلاحظ أن رياض سطيف استوفى لبعض الشروط من بينها:
- لقد حقق مجمع رياض سطيف رأس مال اجتماعي يقدر بـ 4.000.000.000 دج أي 4.000.000 سهم بقيمة اسمية 1000 دينار جزائري للسهم.
 - وزعت 20% من أسهمه للجمهور.
 - جميع أسهمه محررة وموزعة على 300 مساهم على الأقل.

2- الإجراءات اللازمة لدخول مجمع الرياض سطيف إلى بورصة الجزائر

للقبول في بورصة الجزائر يجب على المؤسسة أن تقدم ملف إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات

البورصة يضم الوثائق:

- وثائق حول المؤسسة؛

- وثائق حول الوضع المالي للمؤسسة؛

- وثائق اقتصادية ومالية؛

- وثائق قانونية.

2-1- وثائق عامة حول المؤسسة: وهي عبارة عن رسالة تطلب من خلالها المؤسسة اعتماد أوراقها

المالية في البورصة وهي تضم ما يلي:

- الاسم والهيكل التنظيمي للمؤسسة وتاريخ القيد في السجل التجاري.

- تاريخ طلب الاعتماد في البورصة وهويتها الجبائية.

- مكان تواجد سجلات المساهمين وجميع التسجيلات في حسابات المؤسسة.

- توضيح كامل لكل نشاطات المؤسسة الأم وفروعها.

- الوثائق المتعلقة برأس المال وعدد وفئات الأوراق المالية المراد تسعيرها في البورصة.

- قائمة بأعضاء مجلس الإدارة، مجلس المراقبة والأعضاء المسيرين الأساسيين للمؤسسة.

2-2- وثائق حول الوضع المالي للمؤسسة: كما على المؤسسة أن تقدم ما يلي:

- تقرير حول تطور ونمو رأس مالها منذ إنشائها.

- جدول تفصيلي حول وضعها المالي أثناء طلب الاعتماد.

- المجموع العام للورقة المالية المصدرة.

- عدد المساهمين وأسمائهم والذين تكون نسبة مساهمتهم في المؤسسة تزيد عن 5% من رأس مالها الاجتماعي، وعدد الأسهم التي يمتلكونها.

2-3- وثائق اقتصادية ومالية: تضم هذه الوثائق ما يلي:

- تعليمة بمجموع النشاط التجاري والمالي للمؤسسة منذ إنشائها.

- الهيكلة المالية للمؤسسة وحالة البناءات والورشات فيها.

- أصناف الزبائن.

- تعليمة تبين الوضع المالي للمؤسسة مرفوقة بالحالة المقارنة للسنوات الخمس الأخيرة لميزانياتها قبل طلب الاعتماد.

- جدول ترتيبى بأرباح المؤسسة، وتقرير تحليلى يبين الفوائد والخسائر لآخر سنوات مالية سبقت الاعتماد.

2-4- وثائق قانونية: وتضم ما يلي:

- خمس نسخ حول هيكلة المؤسسة.

- خمس نسخ من شهادة الترقيم في السجل التجاري.

- خمس نسخ من قرار مجلس الإدارة الذي يبين موافقته على طلب اعتماد القيم المنقولة للتفاوض داخل البورصة.

- خمس نسخ حول شهادة كل صنف من أصناف الأوراق المالية والتي تكون موضوع الإصدار.

المبحث الثالث: مخاطرة الاستثمار في سهم رياض سطيف

من أجل تقييم سهم رياض سطيف لابد من معرفة تطور حجم تداول أسهمه في البورصة، وأيضا تطور السعر السوقي المتوسط للسهم، بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها هذا السهم، كل ذلك بهدف الوقوف على حالة سهم مجمع رياض سطيف في البورصة.

وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى:

- تطور حجم التداول والسعر السوقي المتوسط لسهم رياض سطيف؛

- مخاطرة سهم مجمع رياض سطيف؛

- مخاطرة محفظة مالية.

المطلب الأول: تطور حجم التداول والسعر السوقي المتوسط لسهم الرياض سطيف

يتم التطرق في هذا المطلب إلى:

- تطور حجم التداول لسهم رياض سطيف؛

- السعر السوقي المتوسط لسهم رياض سطيف.

1- تطور حجم التداول لسهم رياض سطيف

يتم عرض تطور حجم التداول لسهم الرياض سطيف في البورصة في الجدول الموالي:

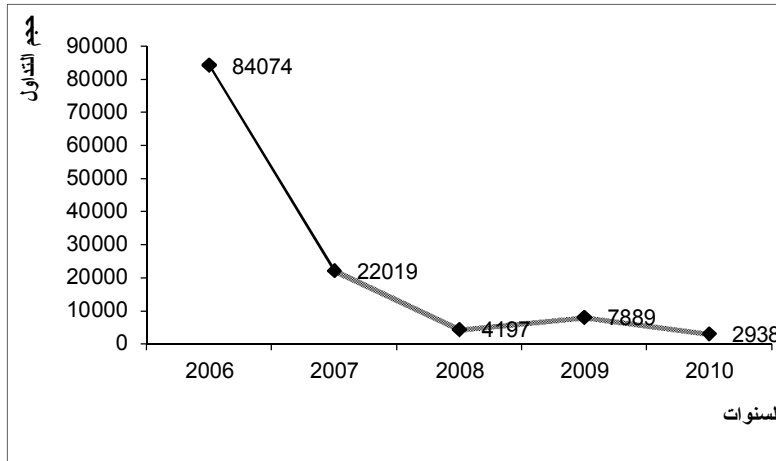
جدول رقم(01): تطور حجم التداول لسهم مجمع رياض سطيف.

السنوات	عدد الصفقات	حجم التداول (دج)	قيمة التداول(دج)
2006	1956	84074	193911565
2007	409	22019	47422190
2008	76	4197	5269530
2009	52	7889	7660510
2010	17	2938	3052950

المصدر: تم إعداده بناء على تقارير سنوية مقدمة من المجمع.

وفقا لهذا الجدول يمكن عرض تطور حجم التداول بيانيا كما يلي:

الشكل رقم(05): منحنى تطور حجم التداول لسهم رياض سطيف.



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتبين أن سهم رياض سطيف عرف تراجعاً كبيراً في حجم التداول، وخاصة في سنة 2007 حيث سجل تراجعاً بنسبة 73.8%، واستمر هذا التراجع في السنوات الموالية، ويمكن تفسير ذلك بخيبة أمل المدخرين نتيجة للقوائم الضئيلة الموزعة، وتوجه معظمهم إلى بيع أسهمهم لنقص ثقتهم في قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح.

2- تطور السعر السوقي المتوسط لسهم رياض سطيف

يتم عرض تطور السعر السوقي المتوسط لسهم مجمع رياض سطيف وفق الجدول الموالي:

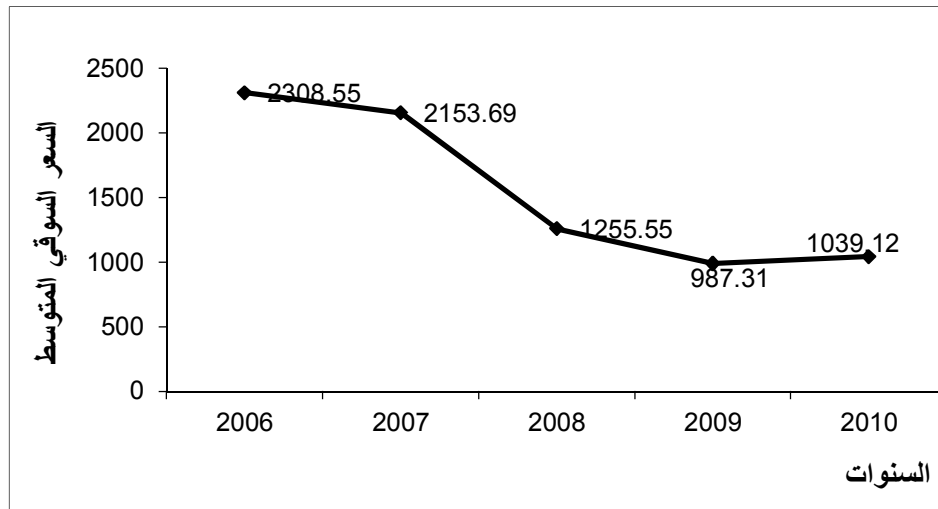
الجدول رقم(02): تطور السعر السوقي لسهم مجمع الرياض سطيف.

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010
السعر السوقي المتوسط(دج)	2308.55	2153.69	1255.55	978.31	1039.12

المصدر: تم إعداده بناء على وثائق صادرة عن المجمع (تقارير سنوية).

وفقا لهذا الجدول يمكن عرض تطور السعر السوقي المتوسط بيانيا كما يلي:

الشكل رقم(06): منحنى تطور السعر السوقي المتوسط.



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول السابق.

من الشكل يتبين أن السعر المتوسط السوقي شهد استقرارا نسبيا خلال الفترة من 2006 إلى 2007

وبعد ذلك شهد انخفاض مستمر وكبير حيث وصل سنة 2009 إلى 978.3 ثم شهد استقرارا مع زيادة

طفيفة خلال 2010.

المطلب الثاني: مخاطرة سهم مجمع رياض سطيف

يمكن قياس مخاطرة سهم مجمع رياض سطيف من خلال ما يلي:

- حساب العائد المحقق والمتوقع لسهم مجمع رياض سطيف.

- حساب مخاطرة الاستثمار في سهم مجمع رياض سطيف.

1- حساب العائد المحقق والمتوقع لسهم مجمع رياض سطيف

1-1- حساب العائد المحقق لسهم مجمع رياض سطيف: يمكن الوصول للعوائد المحققة من طرف سهم

$$R_i = \frac{(P_i - P_{i-1}) + D_i}{P_{i-1}}$$

مجمع رياض سطيف من خلال الصيغة التالية:

حيث:

R_i : العائد المحقق.

P_i : السعر السوقي المتوسط للسنة i (السنة الحالية).

P_{i-1} : السعر السوقي المتوسط للسنة $i-1$ (السنة السابقة).

D_i : توزيعات الأرباح للسنة i .

والجدول الموالي يبين العوائد المحققة من سهم مجمع رياض سطيف.

الجدول رقم(03): العوائد المحققة من سهم مجمع رياض سطيف.

السنوات	السعر السوقي المتوسط(دج)	D_i التوزيعات(دج)	R_i % العائد المحقق
2006	2308.55	230	10.37
2007	2153.69	138	0.73-
2008	1255.55	115	36.36-
2009	978.31	80.5	15.67-
2010	1039.12	-	6.22

المصدر: تم إعداده بناء على تقارير سنوية صادرة عن المجمع.

من خلال الجدول يتضح انخفاض العوائد المحققة من سهم مجمع رياض سطيف، فبعد ما حقق

المجمع في سنة 2006 عائد بنسبة 10.37 %، تراجعت هذه العوائد خلال السنوات التالية حيث وصلت

أقصاها سنة 2008 لتسجل عائد بنسبة-36.36 %، وذلك راجع إلى تدهور السعر السوقي و

التوزيعات، الأمر الذي

يؤدي بالمستثمر إلى الإحجام عن الاستثمار في أسهم مجمع رياض سطيف.

1-2- حساب العائد المتوقع لسهم مجمع رياض سطيف

يمكن الوصول إلى العائد المتوقع لسهم مجمع رياض سطيف من خلال العلاقة التالية:

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

حيث:

$E(R_i)$: العائد المتوقع.

R_i : العائد المحقق.

P_i : احتمال حدوث العائد المحقق.

ومنه يمكن الوصول إلى العوائد المتوقعة لسهم مجمع رياض سطيف من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (04): العوائد المتوقعة لسهم مجمع رياض سطيف.

السنوات	R_i (%) العائد المحقق	P_i الاحتمال	$R_i P_i$ العائد المتوقع
2006	10.37	0.2	2.07
2007	0.73-	0.2	0.14-
2008	36.36-	0.2	7.27-
2009	15.67-	0.2	3.13-
2010	6.22	0.2	1.24
المجموع	-	-	7.27-

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول السابق.

من خلال الجدول يلاحظ أن العائد المتوقع لسهم مجمع رياض سطيف ضعيف حيث بلغ -9.722 %

مما يجعل المستثمر يحجم عن استثمار أمواله في هذا السهم، ومنه يمكن القول أن حجم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في هذا السهم كبيرة.

2- حساب مخاطرة الاستثمار في سهم مجمع رياض سطيف: يمكن قياس مخاطرة الاستثمار في سهم

مجمع رياض سطيف من خلال التباين، الانحراف المعياري، معامل بيتا.

2-1- التباين والانحراف المعياري

يتم حساب التباين والانحراف المعياري لسهم مجمع رياض سطيف وفق الجدول الموالي:

جدول رقم (05): تباين سهم مجمع رياض سطيف.

السنوات	الاحتمال	$Rx_1 - E(Rx_1)$	$(Rx_1 - E(Rx_1))^2$	$(Rx_1 - E(Rx_1))^2 P_i$
2006	0.2	0.176	0.03098	0.00619
2007	0.2	0.065	0.00422	0.00084
2008	0.2	0.2913-	0.08485	0.01697
2009	0.2	0.0843-	0.00711	0.00142
2010	0.2	0.1345	0.01809	0.00362
المجموع	1	-	-	0.02904

المصدر: تم إعداده بناء على الجدولين 04، 05.

ومنه نجد أن التباين يساوي:

$$\delta^2 = 0.02904$$

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري من خلال الجذر التربيعي للتباين كما يلي:

$$\delta = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{0.02904} = 0.17041$$

هذه القيمة للانحراف المعياري تشير إلى التغير في معدلات العائد حول متوسطها بنسبة كبيرة تقدر بـ 14% وهو ما يفسر بارتفاع حجم مخاطر الاستثمار في سهم مجمع رياض سطيف الذي سببه انخفاض معدلات العائد المحقق، وأيضا انخفاض حجم التداول.

2-2- معامل بيتا لسهم رياض سطيف

قبل حساب معامل بيتا لسهم رياض سطيف يتم التطرق أولا إلى العائد المحقق والمتوقع للسوق

وكذا تباين عائد السوق وأيضا التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم سطيف.

2-2-1- العائد المحقق و المتوقع للسوق: يتم الوصول إلى العائد المحقق والمتوقع للسوق من خلال

$$R_m = \frac{\sum_{i=1}^n R_{Xi}}{N}$$

العلاقة التالية:

حيث:

R_{X1} (%): العائد المحقق لسهم رياض سطيف.

R_{X2} (%): العائد المحقق لسهم الأوراسي.

R_{X3} (%): العائد المحقق لسهم صيدال.

R_m (%): العائد المحقق للسوق.

P_i : الاحتمال.

$E(R_m)$ (%): العائد المتوقع للسوق.

جدول رقم (06): العائد المحقق والمتوقع للسوق.

السنوات	R_{X1} (%)	R_{X2} (%)	R_{X3} (%)	R_m (%)	P_i	$E(R_m)$ (%)
2006	10.37	2.59	0.65	4.54	0.2	0.91
2007	0.73-	5.02-	7.99-	4.58-	0.2	0.92-
2008	36.36-	22.94-	33.46-	30.92-	0.2	6.18-
2009	15.66-	17.44	25.37-	7.86-	0.2	1.57-
2010	6.22	17.68	17.30	13.73	0.2	2.75
المجموع	-	-	-	-	1	5.01-

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات سابقة.

2-1-2- مخاطرة السوق

يتم الوصول إلى مخاطرة السوق من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (07): تباين عائد السوق.

$(R_m - E(R_m))^2 P_i$	P_i	$(R_m - E(R_m))^2$	$R_m - E(R_m)$	السنوات
0.00182	0.2	0.00912	0.0955	2006
0.00037	0.2	0.00185	0.0043	2007
0.01343	0.2	0.0671	0.2591-	2008
0.00016	0.2	0.00081	0.0285-	2009
0.00702	0.2	0.0351	0.1874	2010
0.02135	1	-	-	المجموع

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول السابق.

$$\delta_{Rm}^2 = 0.02135$$

ومنه نجد أن تباين عائد السوق:

أما الانحراف المعياري لعائد السوق نحصل عليه عن طريق جذر التباين كما يلي:

$$\delta_{Rm} = \sqrt{\delta_{Rm}^2} = \sqrt{0.02135} = 0.14612$$

2-1-3- التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم رياض سطيف

يمكن حساب ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (08): التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم رياض سطيف.

السنوات	$R_m - E(R_m)$	$(Rx_1 - E(Rx_1))$	P_i	$\text{cov}(Rx_1 \cdot R_m)$
2006	0.0955	0.176	0.2	0.00336
2007	0.0043	0.065	0.2	0.00006
2008	0.2591-	0.2913-	0.2	0.01509
2009	0.0285-	0.0843-	0.2	0.00048
2010	0.1874	0.1345	0.2	0.00504
المجموع	-	-	1	0.02403

المصدر: تم إعداده بناء على الجدولين 06-08.

ومنه يمكن حساب معامل بيتا لسهم رياض سطيف بالعلاقة التالية:

$$\beta_{x_1} = \frac{\text{COV}(Rx_1, R_m)}{\delta_{R_m}^2} = \frac{0.02403}{0.01235} = 1.13$$

المطلب الثالث: مخاطرة محفظة مالية

بعدما تعرضنا في المطلب السابق إلى مخاطرة الاستثمار في أصل مالي منفرد (رياض سطيف)،

نعالج في هذا المطلب مخاطرة الاستثمار في محفظة مالية على النحو التالي:

- عائد محفظة مالية مكونة من N أصل مالي؛

- مخاطرة الاستثمار في محفظة مالية مكونة من N أصل مالي.

1- عائد محفظة مالية مكونة من N أصل مالي

نعتبر المحفظة المكونة من ثلاثة أصول مالية X_1 ، X_2 ، X_3 حيث:

X_1 : تمثل سهم مجمع رياض سطيف.

X_2 : تمثل سهم فندق الأوراسي.

X_3 : تمثل سهم مجمع صيدال.

لحساب عائد محفظة مالية يجب التطرق إلى حساب العائد المحقق والمتوقع لسهم فندق الأوراسي

ومجمع صيدال.

1-1- العائد المحقق والمتوقع لسهم فندق الأوراسي: يمكن الوصول إلى العائد المحقق والمتوقع لسهم

فندق الأوراسي من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (09): العائد المحقق والمتوقع لسهم فندق الأوراسي.

السنوات	السعر السوقي المتوسط (دج)	التوزيعات (دج)	(%) العائد المحقق	الاحتمال	العائد المتوقع %
2006	390.77	20	2.59	0.2	5.4
2007	349.15	22	5.02-	0.2	1-
2008	244.05	25	22.94-	0.2	4.59-
2009	256.61	30	17.44-	0.2	3.49
2010	266.99	35	17.68-	0.2	3.54
المجموع	-	-	-	1	1.97

المصدر: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تقرير سنوي، 2004، ص:44.

1-2- العائد المحقق والمتوقع لسهم مجمع صيدال: يمكن الوصول إلى العائد المحقق والمتوقع لسهم

مجمع صيدال من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (10): العوائد المحققة والمتوقعة لسهم مجمع صيدال.

السنوات	السعر السوقي المتوسط (دج)	التوزيعات (دج)	(%) العائد المحقق	الاحتمال	العائد المتوقع %
2006	785.23	20	0.65	0.2	0.13
2007	708.85	13.6	7.99-	0.2	1.60-
2008	462.65	09	33.46-	0.2	6.69-
2009	321.26	24	25.37-	0.2	5.07-
2010	356.85	20	17.30	0.2	3.46
المجموع	-	-	-	1	9.77-

المصدر: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مرجع سابق، 2010، ص: 44.

بعدما تم حساب العائد المتوقع لأسهم رياض سطيف، فندق الأوراسي، مجمع صيدال، أصبح بالإمكان

حساب العائد المتوقع لمحفظه مكونة من ثلاثة أصول وذلك كما يلي:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n a_i E(R_{X_i})$$

$$E(R_p) = \frac{1}{3}(-0.0723) + \frac{1}{3}(0.0197) + \frac{1}{3}(-0.0977)$$

$$E(R_p) = -0.0501$$

2-1- حساب مخاطر محفظة مكونة من N أصل مالي

نعتبر المحفظة المالية المكونة من ثلاث أصول مالية X_1 ، X_2 ، X_3 حيث تمثل X_1 سهم

رياض سطيف، X_2 تمثل سهم فندق الأوراسي، X_3 تمثل سهم مجمع صيدال، حيث تتشكل هذه

المحفظة من نسب متساوية من كل أصل.

ولحساب مخاطر المحفظة يتم أولاً حساب الانحراف المعياري لسهم فندق الأوراسي

والانحراف المعياري لسهم صيدال.

2-1-1-1- مخاطرة سهم فندق الأوراسي

يمكن الوصول إلى مخاطرة الاستثمار في سهم فندق الأوراسي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (11): تباين سهم فندق الأوراسي.

السنوات	$Rx_2 - E(Rx_2)$	$(Rx_2 - E(Rx_2))^2$	P_i	$(Rx_2 - E(Rx_2))^2 P_i$
2006	0.0062	0.000038	0.2	0.0000077
2007	-0.0699	0.004886	0.2	0.00098
2008	-0.2491	0.06205	0.2	0.01241
2009	0.1547	0.02393	0.2	0.00479
2010	0.1571	0.02468	0.2	0.00494
المجموع	-	-	1	0.02313

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول رقم 10.

$$\delta_{X_2}^2 = 0.02313$$

ومنه تباين سهم فندق الأوراسي:

أما الانحراف المعياري فهو عبارة عن الجذر التربيعي للتباين أي:

$$\delta x_2 = \sqrt{\delta_X^2} = \sqrt{0.02313} = 0.15209$$

يلاحظ أن مخاطرة الاستثمار في سهم فندق الأوراسي كبيرة ولكن مع ذلك فهي أقل من مخاطرة

سهم رياض سطيف.

2-1-1-2- حساب مخاطرة الاستثمار في سهم مجمع صيدال

يمكن الوصول إلى مخاطرة الاستثمار في سهم مجمع صيدال من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (12): تباين سهم مجمع صيدال.

السنوات	$Rx_3 - E(Rx_3)$	$(Rx_3 - E(Rx_3))^2$	P_i	$(Rx_3 - E(Rx_3))^2 P_i$
2006	0.1042	0.01086	0.2	0.00217
2007	0.0178	0.00032	0.2	0.00006
2008	0.2369-	0.05612	0.2	0.01122
2009	0.156-	0.02434	0.2	0.00487
2010	0.2707	0.07328	0.2	0.01466
المجموع	-	-	1	0.03298

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول رقم 11.

$$\delta_{RX3}^2 = 0.03298$$

ومنه التباين يساوي:

أما الانحراف المعياري فهو عبارة عن الجذر التربيعي للتباين:

$$\delta_{RX3} = \sqrt{\delta_{RX3}^2} = \sqrt{0.03298} = 0.18162$$

يلاحظ أن مخاطرة سهم مجمع صيدال كبيرة، وذلك راجع إلى الانخفاض المستمر في الأسعار

السوقية المتوسطة، وانخفاض الطلب على الأسهم وظهور المنافسة.

وحتى يمكن حساب مخاطرة المحفظة المالية يجب حساب التباين المشترك بين عائد سهم رياض

سطيف وعائد سهم فندق الأوراسي، التباين المشترك بين عائد سهم رياض سطيف وعائد سهم مجمع

صيدال، التباين المشترك بين عائد سهم فندق الأوراسي وعائد سهم مجمع صيدال.

2-1-3- التباين المشترك بين عائد سهم رياض سطيف وعائد سهم فندق الأوراسي

يمكن حسابه وفق الجدول الموالي:

الجدول رقم(13): التباين لمشارك بين عائد سهم رياض سطيف وعائد سهم فندق الأوراسي.

السنوات	$R_{X1} - E(R_{X1})$	$R_{X2} - E(R_{X2})$	P_i	$cov(R_{X1} \cdot R_{X2})$
2006	0.176	0.0062	0.2	0.00022
2007	0.065	0.0699-	0.2	0.00129-
2008	0.2913-	0.2491-	0.2	0.01451
2009	0.0843-	0.1547	0.2	0.00261-
2010	0.1345	0.1571	0.2	0.00423
المجموع	-	-	1	0.01506

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدولين 06-12.

2-1-4- التباين المشترك بين عائد سهم رياض سطيف وعائد سهم مجمع صيدال

يمكن حسابه وفق الجدول الموالي:

جدول رقم(14): التباين المشترك بين عائد سهم رياض سطيف وعائد سهم مجمع صيدال.

السنوات	$R_{X1} - E(R_{X1})$	$R_{X3} - E(R_{X3})$	P_i	$cov(R_{X1} \cdot R_{X3})$
2006	0.176	0.1042	0.2	0.00367
2007	0.065	0.0172	0.2	0.00023
2008	0.2913-	0.2369-	0.2	0.01381
2009	0.0843-	0.1560-	0.2	0.00263
2010	0.1345	0.2707	0.2	0.00728
المجموع	-	-	1	0.02761

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدولين 06-13.

2-1-5- التباين المشترك بين عائد سهم فندق الأوراسي وعائد سهم مجمع صيدال

يمكن حسابه وفق الجدول الموالي:

جدول رقم(15): التباين المشترك بين عائد سهم صيدال وعائد سهم الأوراسي.

السنوات	$R_{X2} - E(R_{X2})$	$R_{X3} - E(R_{X3})$	P_i	$\text{cov}(R_{X2} \cdot R_{X3})$
2006	0.0062	0.1042	0.2	0.00013
2007	0.699-	0.0172	0.2	0.00024-
2008	0.2491-	0.2369-	0.2	0.01180
2009	0.1547	0.1560-	0.2	0.00483-
2010	0.1571	0.2707	0.2	0.00850
المجموع	-	-	1	0.01536

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدولين 12-13.

بعدما تم حساب المخاطرة بالنسبة للأسهم المكونة للمحفظة أصبح بالإمكان حساب مخاطرة المحفظة

المالية المكونة من ثلاث أصول.

ويمكن التعبير عن مخاطرة هذه المحفظة بالشكل التالي:

$$\delta_{RP}^2 = \begin{bmatrix} a_1 & a_2 & a_3 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \delta_{11} & \delta_{12} & \delta_{13} \\ \delta_{21} & \delta_{22} & \delta_{23} \\ \delta_{31} & \delta_{32} & \delta_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} a_1 \\ a_2 \\ a_3 \end{bmatrix}$$

$$\delta_{RP}^2 = \left[\frac{1}{3} \cdot \frac{1}{3} \cdot \frac{1}{3} \right] \begin{bmatrix} 0.02904 & 0.01506 & 0.02761 \\ 0.01506 & 0.02312 & 0.01536 \\ 0.02761 & 0.01536 & 0.03298 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \frac{1}{3} \\ \frac{1}{3} \\ \frac{1}{3} \end{bmatrix}$$

$$\delta_{RP}^2 = \left[0.02390 \quad 0.01785 \quad 0.02532 \right] \begin{bmatrix} \frac{1}{3} \\ \frac{1}{3} \\ \frac{1}{3} \end{bmatrix}$$

ومنه التباين:

$$\delta_{RP}^2 = 0.022357$$

أما الانحراف المعياري فهو عبارة عن الجذر التربيعي للتباين:

$$\delta_{RP} = \sqrt{\delta_{RP}^2} = \sqrt{0.022357} = 0.14952$$

يلاحظ أن مخاطرة محفظة ذات ثلاثة أصول أقل من مخاطرة كل أصل مالي على حدا، حيث أنه

كلما زاد عدد الأصول المالية في المحفظة كلما قلت المخاطرة، وبصفة أخرى فالتنويع يقلل من

المخاطرة ويعتبر كذلك طريق من طرق تقليل المخاطرة.

2-2- حساب بيتا المحفظة: لحساب بيتا المحفظة يجب أولاً حساب التباين المشترك بين عائد السوق

وعائد سهم الأوراسي. حساب التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم صيدال.

2-2-1- حساب التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم الأوراسي.

يمكن حسابه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(16): التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم الأوراسي.

السنوات	$R_m - E(R_m)$	$R_{X2} - E(R_{X2})$	P_i	$\text{cov}(R_{X2} \cdot R_m)$
2006	0.0955	0.0062	0.2	0.00012
2007	0.0043	0.0699-	0.2	0.00006-
2008	0.2591-	0.2491-	0.2	0.01291
2009	0.0285-	0.1547	0.2	0.00009-
2010	0.1874	0.1571	0.2	0.00589
المجموع	-	-	1	0.01877

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدولين 12-08.

ومنه يمكن حساب بيتا سهم الأوراسي وفق العلاقة التالية:

$$\beta_{x_2} = \frac{\text{COV}(R_{X3} \cdot R_m)}{\delta_{Rm}^2} = \frac{0.01877}{0.01235} = 1.52$$

2-2-2- حساب التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم صيدال

يمكن حسابه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (17): التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم صيدال.

السنوات	$R_m - E(R_m)$	$R_{X3} - E(R_{X3})$	P_i	$\text{cov}(R_{X3} \cdot R_m)$
2006	0.0955	0.1042	0.2	0.00199
2007	0.0043	0.1720	0.2	0.00015
2008	0.2591-	0.2369-	0.2	0.01228
2009	0.0285-	0.1560-	0.2	0.00089
2010	0.1874	0.2707	0.2	0.01015
المجموع	-	-	1	0.02546

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدولين 08-13.

ومنه يمكن حساب بيتا سهم صيدال وفق العلاقة التالية:

$$\beta_{X3} = \frac{\text{COV}(R_{X2} \cdot R_m)}{\delta_{Rm}^2} = \frac{0.02546}{0.01235} = 2.06$$

أما بيتا المحفظة هي المتوسط المرجح لـ بيتا الأصول مشكلة لها وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\beta_{RP} = a_1 \beta_{X1} + a_2 \beta_{X2} + a_3 \beta_{X3}$$

$$\beta_{RP} = \frac{1}{3} \times 1.13 + \frac{1}{3} \times 1.52 + \frac{1}{3} \times 2.06$$

$$\beta_{RP} = 1.57$$

هذا يعني أن المخاطرة المنتظمة مرتبطة بمخاطرة السوق 1.57، فكل تحرك في أسعار الأسهم في

السوق يقابله تحرك لأسعار المحفظة المالية في نفس الاتجاه 1.57.

وكخلاصة لهذا المبحث نستنتج أن لتحليل الأوراق المالية أهمية كبيرة بالنسبة لاتخاذ قرار الاستثمار المالي لذا على المستثمر في الأوراق المالية تقييمها من خلال حساب عائدها ومخاطرتها، وعليه الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد وأقل مخاطرة، وكذا عليه تنويع محفظته المالية لأن لهذا الأخير أثر كبير في تقليل المخاطرة.

الخاتمة العامة

سمحت هذه الدراسة بتحليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية من خلال التعرف على مفهوما ومختلف أنواعها، وعلى طرق قياسها وأساليب التقليل منها، ومن جهة أخرى قامت هذه الدراسة بتطبيق طرق قياس المخاطرة على سهم رياض سطيف.

فالاهتمام بالظروف المحيطة باتخاذ قرار الاستثمار المالي والتي من بينها ظروف المخاطرة؛ من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة، وعليه فتحليل المخاطرة يمكن أن يكون له الأثر الايجابي على اتخاذ قرار الاستثمار.

وقد سمح التعرض لمختلف النقاط الواردة في هذا البحث باستخلاص النتائج التالية:

- تنشط السوق المالية بمعيرة الأدوات المالية المتداولة فيها، الطريقة التي تتم بها عملية التداول، البيئة التي تتم فيها العملية الاستثمارية أو ما يعرف بالاستثمار المالي.

- للسوق المالية دور فعال في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار والتي تجلب المستثمرين وتزيد من حجم التداول، ومن ثمة بعث حركة نشيطة في السوق.

- توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية والتي مهما تعددت وتنوعت فإنها تصنف إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

- يشكل كل من العائد والمخاطرة مفهومين مترابطين لا يمكن تفسيرهما بمعزل عن بعضهما البعض ويرتبطان في ما بينهما بعلاقة طردية، وعلى ضوءهما تتم المقارنة بين البدائل الاستثمارية.

- بورصة الجزائر بورصة فنية تحاول تجاوز مرحلة انطلاقه، كما أنها تتسم بالبطء وعدم الفعالية.

- إن التنويع في الاستثمارات يؤدي إلى تقليل المخاطرة، حيث أنه كلما اتسعت مساحة التنويع أدى ذلك إلى تقليص حجم المخاطرة.

أما فيما يخص الدراسة التطبيقية فقد تم استخلاص النتائج التالية:

- سعر السهم السوقي للمجمع في انخفاض مستمر.

- تدهور معدل العائد المحقق لسهم المجمع، وهو نتيجة حتمية لتراجع سعر السهم السوقي وتراجع توزيعاته ما يبرر عزوف المستثمرين على الاستثمار في سهم المجمع.

- مخاطرة الاستثمار في سهم مجمع رياض سطيف كبيرة؛ وذلك نتيجة للانخفاض المستمر لعوائد أسهمه. وعلى ضوء النتائج سالفة الذكر يتم تقديم بعض الاقتراحات وأهمها ما يلي:

- إصدار أوراق مالية ذات حجم وصيغ تتناسب مع خصوصيات المستثمر من حيث الدخل والثقافة، وذلك لرفع مستوى الطلب، كما يتعين أن تكون المؤسسات المسجلة في البورصة ذات مردودية مالية عالية تمكنها من تقديم توزيعات تجعل معدل العائد مرتفع نسبياً وحجم المخاطر ضعيف.

- على المستثمر تحليل وتقييم الأوراق المالية قبل اتخاذ قرار الاستثمار، وذلك من أجل التعرف على العوائد التي تحققها والمخاطر المرتبطة بها، حيث يتعين عليه اختيار الأوراق المالية ذات أكبر عائد في حالة ثبات المخاطرة، أو ذات الأقل مخاطرة في حالة ثبات العائد.

- على المستثمر الاستثمار في الشركات التي تكون أسهمها رائدة في السوق، كما يجب عليه تنويع محفظة الأوراق المالية، فالمحفظة المنوعة جيداً تكون مخاطرها قليلة، وأيضاً يجب عليه اتباع سياسات واستراتيجيات فعالة لإدارة محفظته المالية من أجل تحقيق أكبر عائد وأقل مخاطرة.

- يجب على مجمع رياض سطيف لتحقيق أهدافه تعظيم معدل العائد المتوقع على الاستثمارات وذلك حفاظاً على قيمته في السوق.

وهكذا نكون قد وصلنا إلى نهاية هذا البحث؛ ونتمنى أن نكون قد أسهمنا ولو مساهمة بسيطة في توضيح مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ونرجو أن نكون قد وفقنا في تقديم عمل يساعد على فهم كيفية قياس مخاطر الاستثمار المالي، والأساليب التي يمكن من خلالها تقليل المخاطرة، وفي الأخير نتمنى أن يكون هذا البحث بادرة خير لمن سيحمل المشعل بعدنا بدراسة أخرى تكون على مستوى تناول النقاط التي يمكن أن نكون تجاوزناها عن غير قصد، أو بمستوى تناول جوانب أخرى لم نتناولها. ونسال الله التوفيق والرضا ونحمده ونشكره شكرا يليق بمقام جلالته وعظيم سلطانه.

ثبت المراجع

1- الكتب

1-1- الكتب باللغة العربية

01 - أحمد لطفي (أمين السيد)، التحليل المالي لأعراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة

الدار الجامعية، مصر، 2006.

02 - إبراهيم العبد(جلال)، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى

2003.

03 - إبراهيم هندي (منير)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية،

1999.

04 - أحمد توفيق (جميل)، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، دون

سنة نشر.

05 - جمال (ناجي)، إدارة المحفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع

بيروت، الطبعة الأولى، 1998.

06 - جودة (صلاح الدين)، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر،

الطبعة الأولى، 2000.

07 - حسن الحسيني (صلاح)، مؤيد عبد رحمان الدوري، إدارة البنوك، مدخل كمي واستراتيجي

معاصر دار وائل للنشر، الأردن، 2000.

08 - حسن السيسي (صلاح الدين)، بورصة الأوراق المالية الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح

عالم الكتاب، الطبعة الأولى، مصر، 2003.

09 - الحضيرى (حامد العربى)، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.

10 - حنفى (عبد الغفار) و رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين شركات استثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2000.

11 - حنفى (عبد الغفار)، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.

12 - رمضان (زيد)، مبادئ الاستثمار المالى والحقيقى، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.

13 - الزررى (عبد النافع) و غازى فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.

14 - شمعون (شمعون)، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، 1993.

15 - صالح الحناوى (محمد) و جلال إبراهيم العبد و نهال فريد مصطفى ، الاستثمار فى الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسى و الفنى)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

16 - الصالح الحناوى (محمد) و إبراهيم العبد جلال، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.

17 - عبد العال حماد (طارق)، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

18 - عبد العال حماد (طارق)، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

- 19 - مجيد موسوي (ضياء)، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 20 - محفوظ (جبار)، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر الطبعة الأولى، 2002.
- 21 - محمود عبد ربه (محمد)، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 22 - محمود الزبيدي (حمزة)، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن 2001.
- 23 - مطر (محمد)، إدارة المحافظة الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 24 - معروف كوكا مولا (هوشيار)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2003.

- 01 - A.Choinel & G.Rouyer, Les marches financières: structure et acteurs, Panque edition, paris, 7^{eme} edition, 1999.
- 02 - Denis Mortissette, Décisions financières a long terme, les éditions S M G, trois revières, 3^{eme} édition, 1994.
- 03 - Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution Houma, Alger, 2002.
- 04 - O.Picon, La bourse: comment gérer votre port feuille, Delemas, paris, 1991.
- 05 - Simon, Encyclopédie des marchés financières, Tome: 1, economica, Paris, 1997.
- 06 - Yannick Marquet, Les marchés d'option Négociables sur contrat a terme, economica, Paris, 1998.

2- الأطروحات والرسائل الجامعية

- 01 - مصيبح (أحمد)، الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002.
- 02 - براق (محمد)، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
- 03 - بن جدو (عبد السلام)، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي تبسة، 2006.
- 04 - عبد الحميد (حفيظ)، أدوات سوق الوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي تبسة، 2004.
- 05 - عيواج (مختار)، جباية القيم المنقولة دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي - تبسة، 2004.

3- المطبوعات

- 1 - براق محمد ، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000.

4- وثائق

- 01 - رياض سطيف، مذكرة إعلامية، 1998.
- 02 - سونالغاز، تقرير سنوي، 2004.
- 03 - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تقرير سنوي، 2004.
- 04 - رياض سطيف، تقارير سنوية، 2000-2001-2002-2003-2004.

الفهرس العام

	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ-د	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: أسس ومبادئ الاستثمار المالي
2	المبحث الأول: الاستثمار المالي
2	المطلب الأول: تعريف وأدوات الاستثمار المالي
4	المطلب الثاني: دوافع وأهداف الاستثمار المالي
7	المطلب الثالث: خصائص الاستثمار المالي
9	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المالي
9	المطلب الأول: الأسهم
17	المطلب الثاني: السندات
22	المطلب الثالث: المشتقات المالية
27	المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية
27	المطلب الأول: تعريف وأهمية سوق الأوراق المالية
29	المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
36	المطلب الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية
39	خاتمة الفصل الأول
40	الفصل الثاني: مخاطر الاستثمار المالي وطرق تقليلها
41	المبحث الأول: عموميات حول المخاطرة

41	المطلب الأول: مفهوم المخاطرة وتصنيفها
44	المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بالأسهم
49	المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالسندات
53	المبحث الثاني: طرق قياس المخاطرة
53	المطلب الأول: العائد وعلاقته بالمخاطرة
57	المطلب الثاني: قياس مخاطرة أصل مالي
59	المطلب الثالث: قياس مخاطرة محفظة مالية
62	المبحث الثالث: أساليب التقليل من المخاطرة
62	المطلب الأول: التنويع
67	المطلب الثاني: المشتقات المالية
71	المطلب الثالث: سياسات واستراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية
75	خاتمة الفصل الثاني
76	الفصل الثالث: مخاطر الاستثمار المالي (دراسة حالة رياض سطيف)
77	المبحث الأول: بورصة الجزائر
77	المطلب الأول: ظروف نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها
83	المطلب الثاني: الشركات المقيدة في بورصة الجزائر
88	المطلب الثالث: تداول وتسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر
91	المبحث الثاني: تقديم عام لمجمع رياض سطيف
91	المطلب الأول: التعريف بمجمع رياض سطيف
97	المطلب الثاني: تنظيم مجمع رياض سطيف
100	المطلب الثالث: شروط وإجراءات دخول مجمع رياض سطيف إلى البورصة
104	المبحث الثالث: مخاطرة الاستثمار في مجمع رياض سطيف
104	المطلب الأول: تطور حجم التداول و السعر السوقي المتوسط لسهم رياض سطيف
107	المطلب الثاني: مخاطرة سهم مجمع رياض سطيف

113	المطلب الثالث: مخاطرة محفظة مالية
124	الخاتمة العامة
	ثبت المراجع
	الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
105	تطور حجم التداول لسهم مجمع رياض سطيف	01
106	تطور السعر السوقي لسهم مجمع رياض سطيف	02
108	العوائد المحققة من سهم مجمع رياض سطيف.	03
109	العوائد المتوقعة لسهم مجمع رياض سطيف.	04
110	تباين سهم مجمع رياض سطيف.	05
111	العائد المحقق والمتوقع للسوق.	06
112	تباين عائد السوق.	07
113	التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم رياض سطيف.	08
114	العائد المحقق والمتوقع لسهم فندق الأوراسي.	09
115	العوائد المحققة والمتوقعة لسهم مجمع صيدال.	10
116	تباين سهم فندق الأوراسي.	11
117	تباين سهم مجمع صيدال.	12
118	التباين لمشارك بين عائد سهم رياض سطيف وعائد سهم فندق الأوراسي.	13
118	التباين لمشارك بين عائد سهم رياض سطيف وعائد سهم مجمع صيدال.	14
119	التباين المشترك بين عائد سهم صيدال وعائد سهم الأوراسي.	15
121	التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم الأوراسي.	16
122	التباين المشترك بين عائد السوق وعائد سهم صيدال.	17

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
35	هيكل سوق الأوراق المالية.	01
63	أثر التتويج على المخاطرة.	02
96	الفروع المكونة للمجمع والمطاحن التابعة له	03
99	الهيكل التنظيمي لمجمع لرياض سطيف.	04
105	منحنى تطور حجم التداول لسهم رياض سطيف.	05
106	منحنى تطور السعر السوقي المتوسط.	06

أهم المصطلحات

L'investissement financement	الاستثمار المالي
Les titre financières.....	الأوراق المالية
Les actions.....	الأسهم
Les obligations.....	السندات
Les dérivés.....	المشتقات المالية
Les options.....	حقوق الاختيار
Contrat a terme.....	العقود المستقبلية
Contrat de change.....	عقود المبادلة
Le marché des titres.....	سوق الأوراق المالية
Le marché primaire.....	السوق الأولية
Le marché secondaire.....	السوق الثانوية
Le marché du bourse.....	السوق المنظمة
Le marché hors bourse.....	السوق غير المنظمة
Le troisième marché.....	السوق الثالثة
Le quatrième marché.....	السوق الرابعة
Le rendement.....	العائد
Le risque.....	المخاطرة
Le diversification.....	التنوع
Commission d'organisation et de surveillance opération des bourse(cosob).....	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
Société de gestion de la bourse des valeurs(sgbv).....	شركة تسيير بورصة القيم
Dépositaire contral des titres.....	المؤتمن المركزي للسندات
Variance (δ^2).....	التباين
écart-type(δ).....	الانحراف المعياري
Coefficient de variance(CV).....	معامل الاختلاف
Covariance(cov).....	التباين المشترك
Coefficient bêta (β).....	معامل بيتا

ملخص

الاستثمار المالي هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والاستثمار المالي قد يتحقق من خلال عدة أدوات استثمارية وتعتبر الأسهم والسندات أكثر هذه الأدوات شهرة وانتشاراً، فالسندات تمثل أداة دين يقرض بموجبها المستثمر المؤسسة مبلغاً من المال مقابل فوائد دورية، أما الأسهم فهي عبارة عن صكوك يحصل بموجبها حاملها على حصة معينة من رأس مال المؤسسة، أما الصنف الثالث من الأوراق المالية فتسمى بالمشتقات المالية التي تشتق قيمها من قيمة الأسهم والسندات.

أما سوق الأوراق المالية فهو الإطار الذي يتعامل فيه بالأدوات الاستثمارية ويتكون من السوق الأولية والتي تختص بإصدار الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوية التي فيها تتداول الأوراق المالية بعد إصدارها، والتي تنقسم بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة فالسوق المنظمة تتمثل في البورصة أما السوق غير المنظمة فتتمثل في السوق الثالثة والسوق الرابعة.

وإذا كان الهدف من الاستثمار المالي هو تحقيق عائد في المستقبل إلا أن له مخاطر والتي هي عبارة عن التذبذب في عوائد الأوراق المالية وهي تنقسم إلى مخاطر منظمة ومخاطر غير منظمة فالمخاطر المنظمة هي التي تمس كافة أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، أما المخاطر غير المنظمة هي التي تمس أسهم منشأة بعينها، أو مجموعة من المنشآت وهناك مخاطر مرتبطة بالأسهم ومخاطر مرتبطة بالسندات وتوجد عدة طرق لقياس المخاطرة أهمها التباين، الانحراف المعياري معامل الاختلاف، ومعامل بيتا، فكلما قل التباين والانحراف المعياري أدى ذلك إلى انخفاض المخاطرة المرتبطة بالورقة المالية.

بالإضافة إلى ذلك هناك عدة أساليب للتقليل من المخاطرة أهمها التنويع فكلما كانت المحفظة المالية متنوعة جيداً أدى ذلك إلى تقليل المخاطرة، كما توجد سياسات واستراتيجيات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطرة ومن السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية السياسة الدفاعية التي تقوم على عنصر التحفظ تجاه عنصر المخاطرة، وذلك بإعطاء الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد وأيضاً هناك السياسة المتوازنة التي تقوم على تحقيق التوازن النسبي بين العوائد والمخاطرة، أما فيما يخص الاستراتيجيات فهناك إستراتيجية اختيار الأوراق المالية والتي تقتضي القيام بالتحليل الفني والأساسي وكذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية لها، وكذلك توجد إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة التي تقتضي توزيع مخصصات المحفظة على مجموعة متعددة كأسهم البنوك وأسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة.

ومن خلال الدراسة الميدانية التي تم القيام بها في مجمع رياض سطيف باعتباره أحد المؤسسات المقيدة في البورصة يمكن القول بأن هناك مخاطر استثمار بالنسبة لسهم مجمع رياض سطيف وهذا راجع إلى الانخفاض المستمر لعوائد أسهمه، وكذلك لانخفاض السعر السوقي والتوزيعات.

Summary

Financial investment is the ownership of financial assets in the hope that it achieved behind dividend in the future and the financial investment has been achieved through a number of investment tools are equities and bonds over these tools known and widespread, Valsendat religion is a tool whereby the investor lender institution a sum of money in return for benefits periodically, The shares are for instruments acquired by the holder of the share capital of certain institution, The third class of securities called derivatives, which values derived from the value of shares and bonds. The stock market is the framework that deals with the tools of investment consists of the market, which specializes in the primary issuance of securities for the first time, The secondary market in which the securities traded after issuance. which in turn is divided into regulated markets and the markets of unregulated market in the Exchange organization is either unregulated market is the third market and the forth market..

If the objective of the financial investment is to achieve a return in the future, however, is the risk that is a fluctuation in the returns of securities and is divided into systematic risks, and risks of irregular Risk regular is affecting all the prices of securities traded on the market. The risks are irregular affecting equities business specific or group of enterprises, there are risks associated with equity and the risks associated with the bonds, there are several ways to measure risk is divergence, standard deviation difference factor, beta factor, The less variation in the standard deviation has led to a decline in the financial risk associated with the paper.

In addition, there are several methods to reduce the risk of the most important diversification Whenever well-diversified portfolio of Finance led to the reduction of risk, There are also policies and strategies pursued leads to minimize the risk of policies in the portfolio management of financial defense policy based on the element of the reservation to the risk element, by giving priority to the safety component at the expense of return and also a balanced policy which is based on the relative balance between returns and risk, The strategies is a strategy for selecting securities, which requires a technical and fundamental analysis, as well as ways of assessing securities to determine the real value, There are also strategic re-allocations portfolio allocations requiring a portfolio of multi-bank shares stocks of companies producing durable goods.

Through field study carried out in the compound of ERIAD SETIF as one of the institutions registered in the Stock Exchange could be argued that there are risks of investing in stock compound kindergarten schools because of the continuing decline of revenue shares, as well as the low market price and distributions.