



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -  
كلية العلوم التجارية و الاقتصادية و علوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص: بنوك و أسواق مالية.

تحت عنوان:



تحت إشراف الأستاذ:

رمضاني محمد.

من إعداد الطالبة:

طيب باشا إيمان

لجنة المناقشة:

رئيسا (جامعة مستغانم)	د. بن حمو محمد عصمت أستاذ محاضر (ب)
مشرفا (جامعة مستغانم)	د. رمضاني محمد أستاذ محاضر (أ)
ممتحنا (جامعة مستغانم)	أ. قوار حبيب السعيد أستاذ مساعد (أ)

السنة الجامعية 2017-2018

## كلمة شكر و تقدير

الحمد لله الذي منى علينا بالوصول إلى هذه المترلة التي ما كنا لنبلغها إلا بفضلله فالحمد لله عز و جل الذي  
أهمننا الصبر و مدنا بالقوة و العزم على مواصلة مشوارنا الدراسي.

نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساعدنا في انجاز هذه المذكرة نخص بالذكر، الأستاذ المشرف: رمضان محمد  
الذي لم ييخل علينا بالمساعدة و التوجيهات الضرورية.

و إلى اللذين حضينا بشرف الجلوس متعلمين بين أيديهم.

# فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	شكر و تقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ-د	المقدمة
	الفصل الأول: المحفظة الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.
17	تمهيد الفصل
36-18	المبحث الأول: الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية.
20-18	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية نشأتها و تطورها.
23-20	المطلب الثاني: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية.
36-23	المطلب الثالث: بنية سوق الأوراق المالية.
50-36	المبحث الثاني: العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية.
38-36	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
43-38	المطلب الثاني: العلاقة بين العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية
50-43	المطلب الثالث: تقنيات تغطية الأخطار في سوق الأوراق المالية.
57-50	المبحث الثالث: أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية.
52-50	المطلب الأول: المحفظة الاستثمارية (أهداف و خصائص).
56-50	المطلب الثاني: مبادئ المحفظة الاستثمارية (أنواع و تقسيمات).
57-56	المطلب الثالث: سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية.
58	خلاصة الفصل.
	الفصل الثاني: المالية السلوكية و سوق الأوراق المالية.
60	تمهيد الفصل
67-61	المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية.
62-61	المطلب الأول: ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية.
65-62	المطلب الثاني: الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية.
67-66	المطلب الثالث: إثبات كفاءة السوق المالي و النتائج المستخلصة.

78-67	المبحث الثاني: الإطار النظري للمالية السلوكية.
70-67	المطلب الأول: ظهور المالية السلوكية و مفهومها.
73-70	المطلب الثاني: الفرضيات الأساسية لنظرية المالية السلوكية.
78-74	المطلب الثالث: أهم الانحرافات السلوكية الواحظة.
89-87	المبحث الثالث: الاتجاه السلوكي في تقييم و تحليل الأوراق المالية.
84-78	المطلب الأول: خطوات الاستثمار المالي.
87-84	المطلب الثاني: أهمية التحليل عند الاستثمار المالي.
89-87	المطلب الثالث: التحليل الفني كأداة لتقييم و التحليل في ظل النظرية السلوكية
90	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: دراسة حالة البنك الوطني الجزائري
92	تمهيد الفصل
101_92	المبحث الأول: البنك الوطني الجزائري.
95-92	المطلب الأول: تقديم وكالة مستغام
98-96	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبنك الوطني الجزائري
101-99	المطلب الثالث: البنك الوطني الجزائري بصيغة أخرى
103-101	المبحث الثاني: شركة بيوفارم الصيدلانية
102-101	المطلب الأول: تعريف.مجمع بيوفارم الصيدلاني
103-102	المطلب الثاني: مجمع بيوفارم في السوق المالية الجزائرية
103	المطلب الثالث: بيوفارم الصيدلانية و البنك الوطني الجزائري
118-103	المبحث الثالث: تحليل الاستبيان
105-104	المطلب الأول: تصميم الاستبيان
117-105	المطلب الثاني: تحليل الاستبيان

118-117	المطلب الثالث: نتائج الدراسة التقييمية في البنك الوطني الجزائري
119	خلاصة الفصل
124-121	الخاتمة
133-126	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق

## قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
41	العلاقة عائد- مخاطرة	الجدول(01-01)
45	التغطية بأخذ مركز قصير (القيمة بالدولار الأمريكي)	الجدول(01-02)
46	التغطية بأخذ مركز طويل(القيمة بالدولار الأمريكي)	الجدول(01-03)
87	الانتقادات الموجهة لتحليلين الأساسيين و الفني.	الجدول(02-01)
105	توزيع عينة الدراسة حسب الوظيفة.	الجدول(03-01)
106	توزيع العينة من حيث المعلومات التعريفية.	الجدول(03-02)
107	تحليل الأسئلة المتعلقة بالاستثمار.	الجدول(03-03)
108-109	تحليل الفئة المستثمرة في العينة.	الجدول(03-04)
110	أسئلة تتعلق بسوق الأوراق المالية و المحفظة الاستثمارية.	الجدول(03-05)
111	التوزيع النسبي للأسئلة المتعلقة بالأوراق المالية و المحفظة الاستثمارية.	الجدول(03-05-01)
112-113	أسئلة حول الوسيط المالي.	الجدول(03-06)
113	التوزيع النسبي للجدول 06.	الجدول(03-06-02)
114-115	أسئلة تتعلق بالمعلومات و سلوك المستثمر.	الجدول(03-07)

## قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
64	الرشادة في السوق المالي.	الشكل (01-01)
74	الخطأ في الإدراك البصري.	الشكل (01-02)
96	المهيكل التنظيمي للبنك الوطني الجزائري.	الشكل (02-03)
105	يوضح توزيع العينة حسب الوظيفة.	الشكل (02-04)
106	توزيع العينة من حيث المعلومات التعريفية.	الشكل (03-05)
108	يوضح تحليل الأسئلة المتعلقة بالاستثمار.	الشكل (03-06)
109	تحليل الفئة المستثمرة في عينة الدراسة.	الشكل (03-07)
111	توزيع النسبي للجدول 05.	الشكل (03-08)
114	يوضح التوزيع النسبي للجدول 06.	الشكل (03-09)
115	أسئلة تتعلق بالمعلومات و سلوك المستثمر.	الشكل (03-10)

# المقدمة

## المقدمة:

تعد المالية على غرار كل من علم الاقتصاد و علوم التسيير علما إنسانيا، فبرغم سعي الباحثين إلى وضع نماذج رياضية لدراسة و فهم حركة المتغيرات المالية، و المعايير و المؤشرات المالية المختلفة التي يعتمد عليها المستثمر في عملية اتخاذ القرار الملائم في الوقت الملائم باعتماد هذه المعطيات غير أنه يبقى الإنسان المحرك الأساسي لمعظم هذه الظواهر .

تأتي دراسة الأسواق المالية في صميم النظرية المالية و سوق المال ليس سوى تجمع معقد من العلاقات الإنسانية الاقتصادية المعقدة التي يلعب فيها الأفراد الحجر المحرك لها، من خلال "العقلانية" التي تتحكم في العرض و الطلب، تقوم هذه النظرية على أن جميع الأفراد(المستثمرين) يتصرفون برشاد و عقلانية تتضح من خلال قدرتهم على بناء توقعات عقلانية و في قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى.

سمحت هذه الافتراضات في ظهور نظرية "كفاءة الأسواق المالية" التي هيمنت على البحوث الأكاديمية لأكثر من نصف القرن، شكلت مجالا خصبا للدراسة ساهمت هذه الأخيرة في ظهور العديد من النماذج و النظريات ذات صلة بالموضوع من نموذج تسعير الأصول المالية "MADAF" ل شارب عام 1964 و نظرية المحفظة "ماركوفيتز" عام 1952.

اشتركت جميع هذه النظريات في كونها تعتمد نمط المقاربة المعيارية و التي يجب أن تتكيف مع الواقع العملي مما دفع بظهور جدل واسع في الأوساط الأكاديمية، تولد عن هذا الجدل القائم ما يطلق عليه "المالية السلوكية" و هي اتجاه جديد يسعى لتفسير هذا الشذوذ في نظريات الكفاءة، و التشوهات التي تتولد عنها عند التطبيق في السوق المالي.

تعتبر المخاطر جزءا لا يتجزأ من النشاط الإنساني مهما كانت طبيعته، و هي في النشاط الاقتصادي أشد و أكثر وضوح، وقد استمرت المخاطر في التزايد و التنوع الذي عرفته الأنشطة الاقتصادية، بل و أصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة، و بتزايد حدة هذه المخاطر ترتب على ذلك زيادة مطردة على أهمية عمليات الحماية أو التغطية ضد هذه المخاطر لدرجة أصبحت ضرورة لا غنى عنها في بيئة اقتصاديات المال و الأعمال في العصر الحديث، و استجابة لهذه السمة الحديثة ظهرت العديد من أدوات التغطية التي تلي المختلفة في هذا

الشأن و أصبح مصطلح المشتقات المالية من المصطلحات الشائعة للاستخدام في مواجهة و التقليل من حدة المخاطر.

### 1- طرح مشكل البحث:

ما هو تأثير نظرية المالية السلوكية على العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية؟

تتولد عن هذه الإشكالية مجموعة أسئلة فرعية أهمها:

- ✓ ما مدى قدرة نظرية المالية السلوكية على تفسير التشوهات الملاحظة في الواقع و حل الأزمات؟
- ✓ هل يمكن أن تشكل نظرية المالية السلوكية البديل الأمثل لنظرية كفاءة الأسواق المالية؟
- ✓ هل يمكن للمشتقات المالية أن تخفف من حدة المخاطر التي يعرفها السوق المالي بصفة مستمرة؟

### 2- فرضيات البحث:

بغرض الوصول إلى أجوبة عن كل من الإشكالية و الأسئلة الفرعية قمنا بوضع فرضية أساسية هي:  
"يمكن للمالية السلوكية تدارك النقص في النظريات السابقة التي أهملت الجانب الإنساني في تحليلاتها، و بهذا يمكن القول أن هذه النظرية سلطت الضوء على الجانب المهمل و سد بعد النواقص في نظرية كفاءة الأسواق المالية."

كما سنضع مجموعة من الفرضيات الثانوية التي نحاول اختبارها من خلال دراستنا:

- معظم التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية سببها سلوك بشري، و التي وسعتها النظرية المالية و قامت بتفسيرها و تحليلها.
- يعرف السوق المالي العديد من المخاطر التي تمكنت المشتقات المالية من تغطيتها و التقليل من حدتها.
- يعتبر التحليل الفني أسلوب لتقييم و تحليل الأوراق المالية و بالتالي فالمالية السلوكية ليست في حاجة للبحث عن أسلوب آخر يشكل بديلا للتحليل المالي.

### 3- مبررات اختيار الموضوع:

الدوافع وراء اختيار هذا الموضوع كما يلي:

- الرغبة في الاطلاع أكثر على الموضوع، إذ أن الحديث عن استبدال نظرية الكفاءة بنظرية حديثة يثير فضول أي باحث للتعرف عليها و اكتشاف مدى صحة هذا الاعتقاد.
- الرغبة شخصية في التعرف و التطرق إلى هذا الموضوع كفكرة جديدة لم لنا التطرق لها و باعتبار الأبحاث الأكاديمية في غالبها لم تأخذ بالجانب الإنساني في تحليلها.

#### 4- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الموضوع في أنه موضوع جديد لم يتم التطرق إليه بصفة كبيرة و قلت الدراسات الأكاديمية باللغة العربية، هذا من خلال توضيح مفاهيمه و الفرضيات التي قامت عليها النظرية، و لم نكتفي بذلك بل ربطنا هذه النظرية المخاطرة التي يعرفها السوق المالي، و بالحديث عن الخطر يجب التطرق إلى الزوج(العائد -مخاطرة).

#### 5- أهداف الدراسة:

- فتح المجال للبحث أكثر في هذا الموضوع و ما اتصلت به من مواضيع.
- توضيح أهمية الجانب السلوكي في تفسير الظواهر التي يغرفها السوق المالي.
- إثراء المكتبة الجامعية بموضوع جديد قد يحتاج الطالب إلى الإطلاع عليه.

#### 6- حدود الدراسة:

1. التعريف بالمالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية.
2. التطرق إلى توزيع المخاطر و تعظيم العائد من خلال التنويع في المحفظة الاستثمارية.
3. التعريف و توضيح كل جوانب السوق المالي.
4. إجراء دراسة ميدانية على مستوى إحدى الوكالات البنكية الوطنية كوسيط مالي بين المستثمر و السوق المالي.

#### 7- المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث:

يطغى على هذا البحث المزج بين المنهج الوصفي و المنهج المقارن، و ذلك بالتطرق أولا إلى ما جاء به نظرية كفاءة الأسواق المالية أو تحليل العائد/المخاطرة أو التحليل الأساسي و بالتطرق إلى الاتجاه الحديث و هو نظرية المالية السلوكية و نظرية المحفظة و أسلوب التحليل الفني.

## 8- صعوبات البحث:

عند إعدادنا لهذه المذكرة تعرضنا إلى عدة عقبات و صعوبات، الأمر الذي دفعنا إلى عدم التطرق إلى بعض العناصر أو إيجاز البعض الآخر في إعدادنا لهذه المذكرة، بالإضافة إلى بعض الصعوبات في ما يخص نقص المعلومات المتعلقة بالموضوع في الجانب الميداني ليس تقصيرا منا أو من مكان التربص و إنما خضوعا لظروف السوق المالي الجزائري الغير نشط.

بالإضافة على أن الموضوع يعتبر حديث و لا يزال الجدل قائم حوله الأمر الذي انعكس على قلة المصادر باللغة العربية.

## 9- خطة و هيكل الدراسة:

لأجل مناقشة المذكرة المشار إليها سابقا، قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول ( فصلين نظريين، و الأخير تطبيقي):

الفصل الأول تحت عنوان "المحفظة الاستثمارية في سوق الأوراق المالية" و للإلمام بالموضوع قسمنا الفصل إلى ثلاث مباحث (الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية،العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية،أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية).

الفصل الثاني تحت عنوان "المالية السلوكية و سوق الاوراق المالية" و اعتمدنا في هذا الفصل نفس عدد المباحث السابق ( كفاءة الأسواق المالية، الإطار النظري للمالية السلوكية،الاتجاه السلوكي في تقييم و تحليل الأوراق المالية).

و الفصل الثالث و الأخير بعنوان "دراسة الحالة البنك الوطني الجزائري" المقسم إلى ثلاث مباحث كالتالي: (البنك الوطني الجزائريBNA، شركة بيوفارم الصيدلانية، تحليل الاستبيان).

و في الأخير حاولنا من خلال الخاتمة توضيح و عرض نتائج الدراسة المتوصل إليها من بحثنا.

# الفصل الأول: المحفظة الإستثمارية في سوق الأوراق المالية.

تمهيد الفصل:

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل المجالات الاقتصادية، الصناعية و الاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حضت باهتمام بالغ على جميع المستويات و ذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل.

و أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها و سيولتها، ينعكس هذا الأمر بالإيجاب على الأداء الاقتصادي ككل، و يتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين و الجهات التي تقوم باستثمار الأموال، و بذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، و حضت باهتمام كبير و خاصة من طرف الحكومات و المستثمرين.

من هذا المنطلق و قصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية.

## المبحث الأول: الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية.

يطلق في بعض الأحيان على سوق الأوراق المالية بالبورصة، كما يطلق عليها بالسوق المالية و بهذا نكون أمام المفهوم الضيق للسوق المالية، مرت بعد مراحل خلال نشأتها لحين الشكل الحالي الذي تعرف به، تتكون سوق الأوراق المالية من سوق النقد و سوق رأس المال، فضلا عن ذلك نجح هذا السوق يتطلب عدة مكونات و هذا ما نحن بصدد توضيحه بتقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب كما يلي:

## المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية نشأتها و تطورها.

تعد سوق الأوراق المالية الجناح الثاني من سوق رأس المال الذي يعد بدور أحد جناحي سوق المال في أي بلد، و يمكن الآن تقديم التعاريف التي تساعدنا في التدقيق في مفهومها، كما يتم تناول تطورها.

## ✓ أولا: تعريف سوق الأوراق المالية.

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نستعرض منها ما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها "السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات، قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنتظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره و يتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت و الهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، و تتداول فيها أوراق مالية لمنشآت و هيئات من دول أجنبية"<sup>1</sup>

و تعرف أيضا على أنها: "أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، و معلن عنها على الأوراق المالية، و ذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين و متخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع."<sup>2</sup>

و يمكن تعريف سوق الأوراق المالية وظيفيا بأنه: "السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة و السندات، و هو بهذا يمثل الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشتريها أيا كانت وسيلة هذا الجمع أو مكان التقاء طرفي هذه العلاقة، مدام هذا الحيز أو الإطار يوفر قنوات

<sup>1</sup>- ضياء مجيد موسوي، "البورصات (أسواق المال و ادواتها)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 6-7.

<sup>2</sup>- وليد أحمد صافي و أنس بكري، "الأسواق المالية الدولية"، دار المستقبل لنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 62.

اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق، بحيث توحد هذه القنوات الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية لأية ورقة مالية متداولة في السوق.<sup>1</sup>

نستنتج من هذه التعاريف أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات، وفق عملية التداول (بيع و شراء الأوراق المالية) من قبل متخصصين في هذا النوع من المعاملات، و بذلك تكون هذه السوق حيز لالتقاء رغبات البائع و المشتري و من ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض و الطلب.

### ✓ ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية و مراحل تطورها.

#### أ- نشأة سوق الأوراق المالية:

"يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء

(collegin marcaterum) في القرن الخامس قبل الميلاد. و كذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، وكانت هناك أسواق عرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، و صيفية إلى الشام. كما كان هناك حي للتجارة في المدن الكبرى يسمونه بازار (Bazar) يعرض فيها التجار أمتعتهم و يتفقون فيها على الأسعار.

أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر ميلادي بدأت بيوت التجارة و الصرافة بالهجرة من إيطاليا إلى بلاد الفلندر ببلاد الفلمك، و أقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن و المراكز لتجارية العالمية في ذلك الحين و هي مدينة بروج (Bruge) البلجيكية. و أصبح هذا المكان مهبطا للتجارة و رجال الأعمال. ففي عام 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج، و احتفظت بمركز الصدارة في المال و التجارة إلى سنة 1485م، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس (Anvers) في مدينة أنتورب (Antorp) الفلندرية، حيث تم توسيعها عام 1531م، فاستوعبت التجارة من كل مكان.

و تعود البدايات الأولى لظهور و تشكل الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم البورصات، ثم تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة و تداول رؤوس الأموال، فكانت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724م، و في إيطاليا بأوائل القرن التاسع عشر، أما الو.م.أ فقد أنشأت أول بورصة عام 1821م في شارع وول ستريت.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، جامعة أم القرى، 2007، ص: 08.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، "بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)"، عالم الكتب للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، 2003، ص: 5-6.

## ب-مراحل تطور سوق الأوراق المالية:

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية بأنظمتها و هيكلها و إدارتها الحالية بصورة فجائية، بل مرت بعدة مراحل نوجزها في ما يلي:

## 1-مرحلة إنشاء بورصات البضائع:

أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م، و بعد ذلك أنشأت بورصة أمستردام للبضائع عام 1608م فكانت مركزا للسوق الآجلة للبضائع.

## 2-مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات و السحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول. و في إنجلترا سنة 1688م كان التعامل يتم في سندات الإئتمان، و كذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست في سنة 1599م.

## 3-مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي و على الطريق:

بعد خروج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع و المقاهي في الأيام الباردة و الممطرة.

## 4-مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها و أنظمتها:

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية. فينمو الاقتصاد و تطور الصناعة و زيادة الدخول من ناحية، و رواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، و ضرورة تطور نظمها و أساليب التعامل فيها. و من البورصات المشهورة في العالم و التي استقلت بنظمها و مبانيها في وقت مبكر، بورصة لندن و نيويورك و طوكيو.<sup>1</sup>

## المطلب الثاني: مقومات نجاح السوق المالي.

يشترط لنجاح أي سوق للأوراق المالية توفير مجموعة من المقومات و الشروط و سوف نقوم بتوضيحها في هذا المطلب عن طريق العناصر التالية:

أولا: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup>-شعبان محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001، ص: 32-34.

و هي الشروط التي تتعلق بالحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية و منها:

-وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها و الحصول على أكبر عائد ممكن، و من غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد و تهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخصوصية أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، و فتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي- في حالة اعتمادها- تلقائيا إلى تنشيط عملية الادخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق الأوراق المالية.

-الاستقرار السياسي و الاقتصادي و ذلك من خلال توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الايمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، و بالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، و مدى الرغبة لدى راسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات و الفوائد الخاصة و نقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج.<sup>1</sup>

-وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة و الاقتصاد الوطني.

-وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.

-مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الادخار.

-توافر الوعي الاستثماري و الثقافة البورصية لدى الافراد.

-وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم و فعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفئات و أصحاب العجز في التمويل.

-كما يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية و حماية لهذه السوق، و يتم ذلك عن طريق:

-وجود تشريعات قانونية واضحة و صريحة و قوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة و الوساطة و الوكالات لضمان التصريف و التجديد و الابتكار و زيادة ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة.

-ضرورة توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية و الاستثمارية.

<sup>1</sup>-نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، "الأسواق و المؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، 2005، ص: 79.

-فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية.

-وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل.<sup>1</sup>

ثانيا: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية.

يمكن توضيحها في ثلاث شروط أساسية:

### 1- شرط التوسع:

يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ تهدف إلى جعل بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية و بالتالي أكثر قدرة على جذب الإدخار و هي:

-مبدأ تعايش قسمي السوق: فكلاهما مهم و لازم للآخر و مكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية و طرحها للاكتتاب في البورصة و بالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى بتغطية احتياجاتهم من السيولة.

-مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

-مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: و ذلك من أجل تقليص المخاطر.<sup>2</sup>

### 2- شرط السيولة:

يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن تسويق الأوراق المالية فيه و هو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ:

-مبدأ حرية الدخول و الخروج: أي سهولة الدخول و الخروج من و إلى السوق دون حواجز.

-مبدأ حرية الاستثمار: بعدم التمييز بين المستثمرين أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز.

<sup>1</sup>-محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2006، ص: 36-37.

<sup>2</sup>-محمود الصبح، "التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية"، البيان لطباعة و النشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000، ص: 140.

- مبدأ عدم استقرار رأس المال: لضمان سيولة الادخار للمستثمرين لأجل طويل و كذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

- مبدأ الاستقرار: فتتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر الخاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، و مخاطر منظومية ناجمة عن عدم إستقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية و الثقافية.<sup>1</sup>

### 3- شرط الشفافية:

فيجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة و الصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة و كذا الملصقات و اللوحات الالكترونية التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر و يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية و يمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية:

- كوجود إدارة عامة ذات كفاءة و نزاهة تتصف بالحياد التام و لها القدرة على إتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

- كذا وجود إطار تشريعي و تنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات و التغيرات المالية و الاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية و يعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية و يمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم و بين الوسطاء.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: بنية سوق الأوراق المالية.

أولاً: مكونات السوق المالي.

يشكل أجل العمليات المالية التي تتم في الإطار التنظيمي لسوق المال أهم معيار للترقية بين جناحي سوق المال في أي بلد و هما سوق النقد و سوق رأس المال.

### ✓ سوق النقد:

<sup>1</sup>-نادية أبو فخرة، و محمود صبح و شامل الحموي، "الأسواق و المؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، 2005، ص: 83.

<sup>2</sup>-محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية و موقعها بين الأسواق"، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر، الاسكندرية، 2000، ص: 83-84.

تعرف سوق النقد على أنها: "سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل و القابلة للتداول (أقل من سنة)، و هذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص و محدد لإبرام الصفقات، إذ أنه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، و الهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، و مدنها بالقروض، و أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق (أذونات الخزينة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع)."<sup>1</sup>

و الأصل أن يتولى الجهاز المصرفي في الدولة عمليات سوق النقد، حيث يقوم البنك المركزي بنوعين من العمليات:

- الإقراض المباشر للحكومة بأسعار فائدة رمزية.

- النيابة عن الحكومة في إصدار و ترويج تغطية الاكتتاب لما تصدره وزارة المالية/الخزانة من أذون على الخزانة العامة.

و في هذه العملية الأخيرة قد يدخل البنك المركزي إلى جانب المؤسسات المالية و الأفراد مشتريا لهذه الأذون حيث يتقدم بعطائه و يزايد عليها عند عملية بيعها شأنه شأن الجهات الأخرى، فإذا رسا المزاد عليه كان مقرضا للحكومة.

و قد يتمتع البنك المركزي عن شراء الأذون من مزادات بيعها، تجنباً لحدوث تمويل تضخمي، و منعا من التأثير على متوسط سعر الفائدة السائد، و تنفيذاً لسياسته الرامية إلى امتصاص فائض السيولة لدى الأفراد و مؤسسات الادخار للحد من ظاهرة التضخم، و في هذه الحالة يكفي البنك المركزي بالنيابة عن الحكومة في تنظيم عمليات الإصدار و الاكتتاب.

أما البنوك التجارية فإنها تقوم من خلال سوق النقد بنوعين من العمليات أولهما: خصم الأوراق التجارية (الكمبيالات، السندات الأذنية) حيث تنطوي عملية الخصم على قرض قصير الأجل، تتحدد مدته بتاريخ استحقاق الورقة المالية قدمه البنك إلى المستفيد بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، و يمثل الفرق بين القمتين ربحاً للبنك. و ثانيهما: تقديم القروض قصيرة الأجل إلى العملاء حيث تشارك البنوك التجارية في هذه العملية البنوك المتخصصة (الزراعية، الصناعية، الإسكانية...).

أما الخزانة العامة للدولة قد تشكل طرفاً في الإطار المؤسسي لسوق النقد إلى جانب أعضاء الجهاز المصرفي بما تصدره من أذون قصير الأجل و من سندات متوسطة و طويلة الأجل على الخزانة العامة، و بما تلعبه في بعض

<sup>1</sup>-حسين بن هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص: 15.

الأحيان من طلب على القروض الداخلية في حالات الإصدار الجديدة التي يكون الغرض منها استهلاك الإصدارات السابقة من الأذون و السندات.<sup>1</sup>

✓ سوق رأس المال:

تعرف هذه السوق بأنها: "تلك السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل و التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا، و من الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما. حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة."<sup>2</sup>

كما تعرف على أنها: "السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن سنة، و الهدف من هذا السوق أنه يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما:

- يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة، و بالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

- تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية و شركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق."<sup>3</sup>

ثانيا: موقع السوق المالي بين الأسواق.

تعتبر السوق المالية نوعا من الأسواق و لكن حسب معيار معين لتصنيفها.

**1-تعريف السوق المالي:**

كان مفهوم السوق قديما هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون و المشترين و تتبادل فيه السلع و الخدمات و من ثم تحدد فيه أثمانها، أي أن مفهوم السوق كان ماديا يشير إلى مكان محدد، أما الآن فإن السوق يأخذ مفهوما معنويا إذ أنه يشير إلى المجموعة العلاقات التبادلية بين البائعين و المشترين نظرا لتلاقي إرادتهم و رغباتهم لتبادل سلع و خدمات معينة، حيث لم يعد هناك أهمية للمكان و أصبحت السوق تتحدد وفقا للسلعة التي تتداول فيها."<sup>4</sup>

**2-معايير تصنيف الأسواق:**

<sup>1</sup>-محمد صالح الحناوي، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص:23، 24.

<sup>2</sup>-حسين بن هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص:15.

<sup>3</sup>-عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية (من منظور إداري و محاسبي)"، دار طيبة للنشر و التوزيع، القاهرة، 2004، ص:09.

<sup>4</sup>-سعيد الخضري، "مبادئ الاقتصاد"، جامعة قناة السويس، 2003، ص:274.

"تصنف الأسواق المالية حسب عدة معايير، فهناك من يصنفها من حيث توحيد السعر و فيه تقسم الأسواق إلى نوعين هما: السوق الكاملة و السوق غير كاملة، و يقصد بالأولى تلك السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، أما النوع الثاني فهو يمثل النمط الشائع لأغلبية الأسواق.

بالإضافة إلى هذا التصنيف فإنه يمكن التمييز بين الأسواق من خلال الاعتماد على معيار درجة المنافسة، حيث نجد ثلاثة أنواع من الأسواق و هي سوق المنافسة الكاملة، سوق الاحتكار التام و سوق المنافسة الاحتكارية، فضلا عن هذا يوجد نوع آخر ينتمي إلى هذا التصنيف و يسمى بسوق احتكار القلة و هو في الحقيقة مزيج بين سوق المنافسة الكاملة و الاحتكار إلا أنه يميل إلى سوق الاحتكار.<sup>1</sup>

و إذا ما نظرنا لأنواع الأسواق من حيث طبيعة السلعة فإننا نجد أربعة أنواع نذكرها كما يلي:

سوق السلع: "و هي السوق التي نعرفها جميعا و التي تشمل المنتجات الصناعية و الزراعية... إلخ، و قد تكون عبارة سوق جملة أو سوق تجزئة.

سوق الخدمات: و من أمثلة هذه السوق نجد سوق خدمة الكهربي و الحلاق، و سوق الخدمات الصحية.. إلخ.

سوق المال و النقد: و هي السوق التي تكون فيها المعاملات في آجال قروضها قصيرة، متوسطة أو طويلة، و تسمى في بعض الأحيان سوق رأس المال.

سوق العمل: في هذه السوق يأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال و الذين يرغبون في توظيف و تشغيل العمال أو أصحاب المهن و الذين يمثلون العرض.<sup>2</sup>

ثالثا: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

تتوفر سوق الأوراق المالية على المنتجات متنوعة من أسهم و سندات بمختلف أنواعها و أدوات مستحدثة كأوراق المهجنة و المشتقات المالية، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، و ذلك بيعها على مستوى السوق الثانوية فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري. لهذا سيتم في هذا الجزء سيتم تناول الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق من خلال :

أولا: ماهية الأسهم.

### 1- تعريف السهم و مختلف قيمه

<sup>1</sup>-محمود امين زويل، "بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق أدواتها و مستقبلها)"، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر، الاسكندرية، 2000، ص: 28-32.

<sup>2</sup>-محمود امين زويل، ن فس المرجع السابق، ص: 26-27.

أ-تعريف السهم:

يعرف السهم على أنه: "الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة، سواء كانت نقدية أم عينية و يتكون رأس المال الشركة من هذه الأسهم."<sup>1</sup>

و تعرف الأسهم أيضا على أنها: "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموما مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، و يمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها."<sup>2</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السهم هو حصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة الأموال، و يمثل جزءا من رأس مال الشركة، و يتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، و هذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة.

ب-القيم المختلفة للسهم

للسهم قيمة إسمية، قيمة دفترية و قيمة سوقية نوجزها فيما يلي:

-القيمة الاسمية: تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، و هي أيضا القيمة التي ظهر بها السهم في أول إصداره، فهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس و القانون النظامي للشركة، و قد يحدد القانون مبلغ معين كحد أدنى للقيمة الإسمية.

-القيمة الدفترية (المحاسبية): و تمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال المساهم و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم المصدرة، و بذلك فهي تعتبر مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.

-القيمة السوقية: و هي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوي للأوراق المالية، فقد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض و الطلب، لذا فهي تتميز بالتقلب و ذلك حسب عدة عوامل.<sup>3</sup>

2-العوامل المحددة لقيمة الأسهم:

عند التحدث عن العوامل المحددة لقيمة السهم، فإننا نشير عادة إلى القيمة الجارية (القيمة السوقية) و التي تتعرض لتغيرات مستمرة، و هذا راجع لكثرة العوامل التي تؤثر عليها، و من أهمها نذكر ما يلي:

<sup>1</sup>-شعبان محمد إسلام البروراري، "بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي"، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001، ص: 88.

<sup>2</sup>-سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص: 265.

<sup>3</sup>-محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية موقعها في الأسواق"، دار الوفاء لندنيا الطباعة و النشر، الاسكندرية، 2000، ص: 48-49.

- يؤثر المركز المالي للشركة على سعر السهم تأثيرا سلبيا أو ايجابيا،و ذلك حسب الوضعية فكلما تمتعت الشركة بوضعية مالية أحسن كلما ارتفع سعر السهم،وكلما تدهورت الوضعية المالية للشركة كلما انخفض سعر السهم.

-معدلات الأرباح الفعلية سواء كانت محققة أو مستقبلية فهي تلعب دورا كبيرا في تحديد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه مالك السهم.

-معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح و التوقعات المستقبلية لاتجاهاتها.

-توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة.

-الأوضاع الاقتصادية:يزيد الطلي على الأسهم في فترات الاستقرار و الانتعاش الاقتصادي،نظرا لارتفاع الإيرادات مما ينتج عنه ارتفاع أسعار الأسهم.بينما ينخفض الطلب على هذه الأخيرة في أوقات الأزمات و الانكماش الاقتصادي،و يتسبب ذلك في زيادة عرض الأسهم للبيع مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.<sup>1</sup>

### 3\_خصائص الأسهم:

يتميز السهم عن غيره من الأوراق المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص،و من أهمها نذكر ما يلي:

#### أ-خاصية القابلية للتداول

تتوفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية من خلال هذه الخاصية،حيث تجعل بالإمكان التنازل عن هذا السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة،و خاصية التداول و إن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة.

لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطا خاصة على التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم،منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا،أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.

#### ب-خاصية متساوية القيمة

تعني هذه الخاصية أنه حين تقوم شركة المساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة،و لا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى،إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلا سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد مثل

<sup>1</sup>زهية زرقعة، " بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصة مع دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير،معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر،2003،ص:33.

سند قيمته 100دج و آخر قيمته الاسمية 1000دج،بينما لا يمكن ذلك في الأسهم،إلا أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة أن تقوم بإصدار مثل هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

#### ج-خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة،و هذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤولية غير محدودة.<sup>1</sup>

#### 4-أنواع الأسهم

للأسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة نعرضها كما يلي:

##### أ-تقسيم الأسهم على أساس الشكل الذي تظهر به

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها أو حسب الشكل الذي تظهر به إلى ثلاثة أنواع كالتالي:

-الأسهم الاسمية: أين يقيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم،على أن يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد في سجلات المساهمين للشركة المصدرة عند تداول هذه الأسهم في البورصة.

-الأسهم لحاملها:و هي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المداولة من يد إلى يد و بذلك هي تشبه إلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوها هو مالكها،هذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين كعدم الإعلان عن اسم المستثمر،سهولة التداول،إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة و التهرب الضريبي،كما أن لها بعض العيوب كعرضتها للسرقة أو الضياع،و حملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية،لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

-الأسهم الأذنية: يذكر اسم صاحبها في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن،و عليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير و بدون حاجة للرجوع إلى الشركة.<sup>2</sup>

##### ب- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى أنواع عدة نذكر منها:

<sup>1</sup>-سميرة عبد الحميد رضوان،"أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، القاهرة،1996، ص:267-268.

<sup>2</sup>-جون وايت ترجمة خالد العامري، "الاستثمار في السندات و الأسهم"، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة،2003، ص:72.

- الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً و يمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.

- الأسهم العينية: هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن.

- الأسهم المنح: تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو احتياطي إلى رأس مالها الأصلي، وبالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.<sup>1</sup>

ج- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى نوعين نوجزها كما يلي:

- الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه: "عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، و يأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في سوق الأوراق المالية"<sup>2</sup>

و قد عرف أيضا كما يلي: "يمثل السهم العادي وثيقة ملكية أو صك ملكية و تعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، نوع السهم و رقمه و عدد الأسهم."<sup>3</sup>

حاملوا هذه الأسهم يمتلكون الشركة مثلهم مثل الشركاء في شركات الأشخاص فهم لا يحصلون على عائد محدد مقابل شرائهم لهذه الأسهم، بل تستخدم بعض الإيرادات لمصلحتهم و المتمثلة في شكل توزيعات أرباح أو أموال يتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها من أجل توليد توزيعات أرباح أكبر في المستقبل. و يترتب على ذلك ضرورة أن يمارس المساهمون العاديون نوعاً من الرقابة على الشركة لحماية حقوقهم، و الطريقة المعروفة في ذلك هي انتخاب مجلس الإدارة الذي يتولى بدوره اختيار الإدارة العليا المسؤولة عن تسيير الشركة بالإضافة إلى حق الإنتخاب السابق فإن للمساهم العادي الحقوق التالية:

<sup>1</sup>- السيد عليوة، "تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية"، دار الأمين، القاهرة، 2006، ص: 58.  
<sup>2</sup>- ضياء مجيد موسوي، "البورصات (أسواق المال و أدواتها)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 38.  
<sup>3</sup>- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)"، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2005، ص: 88.

- يحق للمساهمين العاديين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

- يحق للمستثمر (حامل السهم) أن يكون مالكا جزئيا لموجودات الشركة و ذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة و أن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

- الاطلاع على دفاتر و سجلات الشركة.

- لحملة الأسهم العادية الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكونه حاليا فيها و في الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.<sup>1</sup>

- الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز كما يلي: "السهم الذي يقع في مكان وسط بين الأسهم العادية و الديون، حيث يتحدد له نسبة توزيعات أرباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم و لكن لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات و تدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها."<sup>2</sup>

و يطلق على السهم الممتاز أيضا اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية و يتمتع حملة هذه الأسهم بالحقوق التالية:

- حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها و هذا من شأنه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحاب هذه الأسهم للحصول على الأرباح.

- حق الأولوية عند تصفية الشركة فتستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة) قبل سداد قيمة الأسهم العادية.<sup>3</sup>

و يكمن الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في العناصر التالية:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية، و لا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

<sup>1</sup>نادية أبو فخرة و شامل الحموي و محمود صبح، "الأسواق و المؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، 2005 ، ص:25.

<sup>2</sup>نادية أبو فخرة و شامل الحموي و محمود فاخر، نفس المرجع السابق، ص:33.

<sup>3</sup>صبيح مجيد موسوي، "البورصات (أسواق المال و أدواتها)"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005 ، ص:40.

- حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العامة إلا في حالات محددة.

- يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، هذا معناه أن حملة الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة.

- في حالة التصفية فإن الأولوية في هذه الأموال تكون لحملة الأسهم الممتازة مقارنة بحملة الأسهم العادية، و لكن الأسبقية تكون لحملة السندات في الأموال التصفية.

- يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء حملة الأسهم الممتازة بحيث تقوم بشرائها من أصحابها و لا يقع هذا الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية.<sup>1</sup>

ثانيا: ماهية السندات

### 1-تعريف السند:

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو الوزارات المالية في الحكومات، و في ما يلي بعض التعاريف للسندات:

يعرف السند على أنه: "شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند."<sup>2</sup>

و يعرف أيضا: "أنه صك قابل لتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاككتاب العام و تصدره الشركات أو الحكومة و فروعها، و يعتبر حامل سند الشركة دائئا لها، و يعطى لحملة السندات فائدة ثابتة سنويا، و لهم استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين."<sup>3</sup>

بعد عرض هذه التعاريف نستنتج أن: السند عبارة عن وثيقة لقرض، يتعهد المصدر لها بدفع قيمة القرض كاملة لصاحب هذه الوثيقة، في تاريخ محدد بفائدة محددة.

و من أهم المعلومات التي تصاحب إصدار السند نوجزها بما يلي:

- القيمة الاسمية، و هي التي يتم بها إصدار السند الأول مرة في السوق الأولي.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)"، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2005، ص: 101.

<sup>2</sup> -احمد عبد العزيز الحداد، "الأسهم و السندات تصور و أحكام"، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007، ص: 5.

<sup>3</sup> -عبد الله بن محمد العمراني، "السندات من منظور شرعي"، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007، ص: 3.

- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.
- أجل الاستحقاق، و هو تاريخ استحقاق السند أو تاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين و عادة يكون لمدة طويلة نسبيا.
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- السند يعتبر صك مديونية و ليس صك ملكية.
- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، و توجد عدة صيغ للاهتلاك تتمثل في اهتلاك الكلي أو اهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.
- وعادة ما تتم التفرقة بين القيمة الاسمية و القيمة الجارية للسند، فالقيمة الاسمية يقصد بها القيمة التي يصدر بها هذا الأخير، و التي تبقى ثابتة طيلة مدة الاستحقاق، أما القيمة الجارية فهي تمثل القيمة السوقية التي يتداول بها السند في السوق الثانوية، و التي تتعرض للتقلبات باستمرار.<sup>1</sup>

## 2- خصائص السند

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص و هي:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت (عائد) سواء ربحت الشركة أم لم تربح، و يترتب عليها الإفلاس إن عجزت عن دفعها.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند و سعر الفائدة الجارية في السوق.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.

<sup>1</sup>- سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1998، ص: 51.

-تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.<sup>1</sup>

### 3-أنواع السندات

#### أ-حسب نوع وطريقة الضمان :

-السندات المرهونة بأصول معينة: حيث تقدم الشركة المصدرة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات، فإذا فشلت الشركة في مقابلة التزاماتها نحو حملة هذه السندات يمكن لحملة السندات بيع هذه الأصول في المزاد و تقسيم ما يتحصلون عليه مع إرجاع الفائض عن قيمة القرض إلى الشركة.

-السندات غير المضمونة بأصول معينة: وتسمى أيضا السندات البسيطة و ليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرّة، بل هناك ضمان يقف خلفها و هو المركز الإئتماني و القوة الإيرادية للشركة المصدرة.<sup>2</sup>

#### ب- حسب طريقة السداد:

-سندات تسدد عند موعد استحقاقها.

-سندات تسدد قبل حلول موعد استحقاقها: فقد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سندات المصدرة قبل حلول ميعاد استحقاقها و ذلك بطريقتين:

1 - السداد حسب اختيار الشركة: فإما أن تقوم الشركة بشراء سندات من السوق ثم إلغائها بعد ذلك، أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الاستدعاء، و لكن هذه الأخيرة تلتزم وجود شرط في عقد الإصدار.

2 -السداد الإجباري: و ذلك عندما يحتوي عقد إصدار السندات على شرط تكوين احتياطي الاستهلاك.

-سندات تسدد تدريجيا: أو ما يطلق عليها السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسلة، و في هذه الحالة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة تسدد في تواريخ استحقاق متتالية.<sup>3</sup>

#### ج-حسب أجال الاستحقاق:

<sup>1</sup> ضياء مجيد موسوي، "البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص: 37-38.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي و آخرون، "مقدمة في المال و الأعمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 393.

<sup>3</sup> عبد الغفار الحنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق و المؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 270.

تكون هذه الآجال إما قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، وهناك السندات الدائمة أي السندات التي ليس لها تاريخ استحقاق محددة، والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا النوع من السندات هو بيعها، كما يمكن للمنشأة شرائها من السوق مباشرة.

#### د- حسب العملة التي تحرر بها السند :

-سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.

-سندات محررة بعملات أجنبية " و تعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار هذه السندات، وكان ذلك في بداية العام 1963، حين قامت بعض الشركات الأمريكية بالسماح لفروعها في الدول الأوروبية لإصدار مثل هذه السندات، ولكن معظمها من النوع القابل للاستدعاء، كما أن منها من يصدر مقترنا بشرط خيار العملة الذي يوفر لحامل السند الحق في اختبار نوع العملة التي يحصل بها على فوائد السند و قيمته الاسمية.

#### هـ- حسب جهة الإصدار:

-سندات خاصة أي صادرة عن الشركات الخاصة.

-سندات حكومية أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى.

-سندات دولية أي صادرة عن مؤسسات و منظمات دولية.<sup>1</sup>

#### و- حسب التي تصدر بها السندات:

-السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية: وهي تلك الصادرة بالقيمة المبنية عليها، والقيمة التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل عند الاكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.

-السندات ذات مكافأة الوفاء: والتي تصدر بأقل من القيمة الاسمية المبنية فيها، و عند الاكتتاب لا يلتزم المكتتب إلا بدفع القيمة الأولى عند حلول أجل الاستحقاق يسترد القيمة الاسمية المذكورة فيه أما الفرق بين القيمتين فهو علاوة الوفاء.

-السندات ذات النصيب: وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية فيها، وتعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريق القرعة.<sup>2</sup>

#### 4- مخاطر السندات:

<sup>1</sup>-محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سابق، ص: 394.

<sup>2</sup>-محمد يوسف ياسين، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004، ص: 46.

يحصل حامل السند على التدفقات النقدية تتأثر هذه الأخيرة بمجموعة من العوامل نذكر منها:

أ- **مخاطر أسعار الفائدة:** إن عائد السند يتأثر بالتقلب في أسعار الفائدة السائدة في السوق و إذا حدث و ارتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند و كانت لحامل السند رغبة في بيعه فإنه في هذه الحالة يكون سعر البيع أقل من القيمة الاسمية للسند الأمر الذي ينجر عنه خسائر مالية يتحملها حامل السند. و أيضا إذا أصبحت أسعار السندات نفسها أكثر تقلبا، فإن المخاطر المقترنة بجيازة السندات تزداد و من ثم تصبح أصولا أقل جاذبية.

ب- **مخاطر إعادة الاستثمار:** تشير مخاطر إعادة الاستثمار إلى المخاطر الناجمة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي يستردها عند استحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند و التي على أساسها قبل المستثمر شراء السند. و كلما كان السند قابل للاستدعاء كلما زادت مخاطر إعادة الاستثمار فغالبا ما تلجأ المنشأة المصدرة إلى هذا الإجراء عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول حامل السند على العوائد التي اتخذ قرار شراء السند على أساسها، ليس هذا فقط بل يقوم بإعادة استثمار المبلغ الذي يتحصل عليه من الاستدعاء عند سعر فائدة منخفض.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية

أضحى قيام سوق الأوراق المالية ضروريا و خاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرين جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفير المعلومات الكافية حول التداول مما يعطي للسوق الكفاءة و بهذا يعرف المستثمر الخطر الذي قد يواجهه و الوسيلة الناجعة لتقليل نسبة المخاطرة و الرفع من العائد المتوقع و هذا ما نحن بصدد توضيحه في هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

#### المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية و متطلبات تحقيقها

##### 1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

(fama1965) في تعريفه لسوق الأوراق المالية: "سوق الأوراق المالية كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة و الخاصة بكل أصل مالي مدججة في سعر ذلك الأصل"<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- محمد صالح الحناوي و ابراهيم سلطان و جلال العبد، "تحليل و تقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001- 2002، ص: 258

<sup>2</sup> Charles ,p. jones , investments Analysis and managemenet, john milg et sons inc new york, 1996,P :245.

ثم عرض بيثر (Beaver1981) تعريفا بسيطا و واضحا استطاع أن يتقلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة<sup>1</sup>

نستنتج مما سبق تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفاء يفترض توافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين، حتى لا يكون هناك مشاكل عدم تماثل المعلومات.

## 2- مقومات السوق الكفاء:

هناك ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي (Reilly1985) هي:

### 1- دقة و سرعة وصول المعلومات:

" إن دقة و سرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، و هو ما يعني تحقيق كفاءة السوق و بدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية"

### 2- كفاءة التشغيل و التسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق:

يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة و دون تحقيق التجار لأرباح غير عادية.

أم كفاءة التسعير يقصد بها الكفاءة الخارجية و هي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس المعلومات المتاحة و ذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

### 3- السيولة:

يقصد بها أن يستطيع كل بائع و مشتري من إبرام الصفقات بسرعة و بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على الورقة المالية، للسيولة المالية أهمية كبيرة في زيادة كفاءة الأسواق المالية، و ذلك أن المعلومات تنعكس على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، و في حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة لسهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار و عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفة إلى أخرى.

<sup>1</sup> Phillippe gillet, l'efficience des marchés financières\_ ecanarnica, paris, 1999, P : 11 .

و يضيف (Bemstien1987) السمة الرابعة و هي:

#### 4-عدالة السوق:

بمعنى إتاحة فرص الاستثمار متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض و الطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني:العلاقة بين العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية

#### أولاً:عائد الاستثمار في الأوراق المالية

##### 1-تعريف العائد:

"هو ثمن تحمل عنصر المخاطرة أو عدم التأكد و كلما كان هناك طموح كبير لدى المستثمر في الحصول على العوائد فسويواجه بتحمل المخاطر أكبر،أيضا ترتفع درجة هذه المخاطر بزيادة طول فترة الاستثمار،أي كلما زادت فترة استرجاع رأس المال المستثمر زادت درجة المخاطرة ،و المخاطرة تظهر نتيجة ظروف عدم التأكد باحتمال تحقيق عوائد أم لا."<sup>2</sup>

"يقصد به عائد الصافي الربح بعد الضرائب بالمفهوم المحاسبي،أو صافي التدفق بعد الضرائب و قبل الاستهلاك.بمفهوم التدفقات النقدية منسوبا إلى الأموال التي ولدته."<sup>3</sup>

"يعرف على انه مقدار الزيادة و الإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار،و يمكن حساب العائد من خلال ذلك كما يلي:

$$\text{العائد} = \text{الثروة في نهاية الفترة} - \text{الثروة في بداية الفترة.}^4$$

##### 2-أهمية عائد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية:

<sup>1</sup>بن أمير بن حاسين،"فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية"، اطروحة دكتوراه،كلية العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،ص:70،71.

<sup>2</sup>-عبد القادر حوة،"بناء المحافظ و إدارة الاستثمار في الأسهم و بين العائد و المخاطرة"، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3،2010 ، ص: 101.

<sup>3</sup>-عدنان تايه النعيمي،أرشد فؤاد التميمي،"الإدارة المالية المتقدمة"، عمان، دار البازوري العلمية،2009 ، ص:90.

<sup>4</sup>-محمد البشير مبروك،محصول النعمان،"إدارة المحفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية"، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجيات إدارة المخاطر واقع و آفاق،25/ 26 نوفمبر 2008، جامعة شلف، ص:4.

تظهر أهمية حساب عائد الاستثمار بالنسبة للمستثمرين في مدى اختياره لأنسب المشاريع التي سيضع فيها أمواله و ما الذي سيحنيه في مختلف المشاريع المتاحة أمامه، إذن كل مستثمر عندما يفكر في وضع أمواله في أي استثمار معين يأخذ العائد بعين الاعتبار و تأخذ في العادة عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال:

أ-توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم لذلك فهو من مالكيها و له الحق في الحصول على العوائد إذا ما حققت نتائج إيجابية و إذا ما قرر مجلس الإدارة توزيع هذه الأرباح.

ب-الفوائد: إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال اقترضت مثل السندات فحامل السند مقترضة للشركة التي أصدرت ذلك السند، و مبلغ السند يعبر عن قيمة القرض و السند يعطي لحامله الحق في الحصول على فائدة يكون قد اتفق عليها مسبقا مع الشركة المقرضة.

ج-الأرباح الرأسمالية: التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السند أو السهم إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو ربح رأسمالي.<sup>1</sup>

### 3-أنواع العائد على الأوراق المالية :

لا يقبل المستثمر الدخول في أي مشروع إلا إذا كان العائد المتوقع أكبر أو يساوي على الأقل العائد المطلوب، لما يعلمه أن هذا العائد كفيلا بأن يعوضه عن تأجيله لاستهلاكه الحالي و يغطي له كافة المخاطر التي ينطوي عليها هذا الاستثمار. يمكن التمييز بين عدة أنواع من العوائد و ذلك حسب التصنيف فهناك العائد الفعلي، العائد المتوقع، و العائد المطلوب و العائد على الأسهم و السندات:

#### 1-العائد المتوقع:

"هو الاحتمال غير أكيد لحدوث هذا العائد، إذ من وقوع ذلك العائد فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية و عليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار في ورقة معينة و بالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة:

$$\text{العائد المتوقع} = \text{مجموع (العائد المحتمل} \times \text{احتمال حدوثه).}^2$$

"يتم الحصول عليه في حالة ما إذا كان الاستثمار قائما من خلال المتوسط الحسابي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي حصلت في الماضي، أما إذا الاستثمار جديد فإنه يتوصل للعائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة باحتمال تحققها في المستقبل."<sup>1</sup>

<sup>1</sup>قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، الأردن، دار وائل للنشر و التوزيع، 2008، ص:48.

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثالثة، الإسكندرية، 2010، ص:37.

2-العائد المطلوب:

"هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بالقدر الكافي الذي يعوض المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو الأداء، إذن العائد المطلوب يمثل العائد الأدنى يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك و درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار."<sup>2</sup>

العائد المطلوب=العائد الخالي من المخاطرة+ بدل المخاطرة المنتظمة.

أ-العائد الخالي من المخاطرة:

"هو العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائياً أي مجالات خالية من الخطر. وهو عبارة عن المعدل الذي تكون عوائده تحققه على درجة عالية من اليقين، أي أنه لا يتحمل أي درجة من درجات عدم التحقق."<sup>3</sup>

ب-بدل المخاطرة(علاوة المخاطرة):

"هو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الأوراق المالية أو المقدار هو المقدار من العائد الذي يطلبه المستثمر ثمناً للمخاطر المنتظمة التي يتوقعها عند اختياره لأحد الاستثمارات المتاحة، و بصيغة أخرى هو العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل التضحية بالاستهلاك الحالي."<sup>4</sup>

3-العائد المحقق(الفعلي):

"هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة حيازته أو بيعه لأداة من الأدوات الاستثمارية و يتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الايراديه أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً بينهما، و تعرف العوائد الايرادية بأنها مقدار الزيادة في الثروة التي حصلها المستثمر نتيجة احتفاظه بالسهم أما العوائد الرأسمالية فهي نتيجة عن بيع الأصل المستثمر كما توفر مصادر دخل جارية بالإضافة للدخل الناتج من هذه الاستثمارات كما أنها لا تخضع للضرائب عند ارتفاع قيمة الأصل إلى في حالة البيع."<sup>5</sup>

ثانياً:مخاطر محفظة الأوراق المالية

1-تعريف المخاطر:

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواربة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008 ، ص:37.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، 2008 ، ص:60.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواربة، مرج سابق، ص:39.

<sup>4</sup> يوسف خروبي، "تقدير العائد و المخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية"، رسالة ماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011/2012، ص:52.

<sup>5</sup> قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، الأردن، دار وائل للنشر و التوزيع، 2008 ، ص:49-50.

"إمكانية الحصول على عائد فعلي مختلف من العائد المتوقع و التي تعني ببساطة بأن هناك تقلبا في عوائد الاستثمار و هي كذلك درجة تقلب العوائد في المستقبل فالأسهم الأشد خطورة يجب أن تكون عوائدها مرتفعة لتعويض المستثمر في حالة عدم التأكد من إيراداته المستقبلية"

تعرف أيضا "على أنها درجة التقلب في العائد المتوقع، و بتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسيا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقع إذ قد يتحقق أولا و على درجة المخاطرة، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوى فيها العوائد المتوقعة من العوائد الفعلية و هي حالات نادرة جدا في الاقتصاد."<sup>1</sup>

## 2-أنواع المخاطر:

### أ-المخاطرة المنتظمة:

"تعرف أنها المخاطر المتعلقة بالنظام نفسه و من ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد و أرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في سوق الأوراق المالية، و تحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة أو تغيير في النظام السياسي.

### ب-المخاطرة غير المنتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، و تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل و يمكن حماية المستثمر من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته و ذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، و من هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما: حدوث إضراب عمال في تلك الشركة- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة- الأخطاء الإدارية في تلك الشركة."<sup>2</sup>

### ثالثا: العلاقة بين العائد و المخاطرة

يرتبط عنصر العائد و المخاطرة معا في علاقة طردية، بمعنى انه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه تحمل درجة أعلى من المخاطر و العكس صحيح، و بغض النظر عن اتجاهات المستثمرين اتجاه المخاطر فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار الذي يضمن له تحقيق أعلى مستوى ثابت من المخاطر أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت العائد.

مثال: يردي المستثمر الاختيار بين استثمارات على أساس حساب العائد و المخاطرة لكل استثمار و

لدينا المعلومات التالية:

<sup>1</sup> -حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق لنشر و التوزيع، الأردن، 2001، ص:62.  
<sup>2</sup> -زيد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي"، دار وائل لنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص:333.

الجدول (01-01): العلاقة بين العائد و المخاطر

الحالات	الاحتمالات	عائد الاستثمار الأول	عائد الاستثمار الثاني
1	0,1	5	-1
2	0,4	7	6
3	0,3	-4	2
4	0,2	15	20

المطلوب: إيجاد العائد المتوقع لكل مستثمر؟

إيجاد المخاطرة المرافقة لكل استثمار؟

المقارنة بين الاستثماري؟

الحل:

1- العائد المتوقع:

$$Er = \sum_{i=0}^n P \times R$$

$$Er_1 = 0.1(5) + 0.4(7) + 0.3(-4) + 0.2(15)$$

$$Er_1 = 5.1$$

$$Er_2 = 0.1(-1) + 0.4(6) + 0.3(2) + 0.2(20)$$

$$Er_2 = 6.9$$

2- المخاطر المرافقة:

$$\sigma^2 = \sum_{i=0}^n P_i \times (R_i - R_e)^2$$

$$\sigma^2_1 = 0.1(5-5.1)^2 + 0.4(7-5.1)^2 + 0.3(-4-5.1)^2 + 0.2(15-5.1)^2$$

$$= 45.89$$

$$\sigma^2_2 = 0.1(-1-6.9)^2 + 0.4(6-6.9)^2 + 0.3(2-6.9)^2 + 0.2(20-6.9)^2$$

$$= 48.09$$

$$\sqrt{\sigma^2_1} = \sqrt{45.89} = 6.77$$

$$\sqrt{\sigma^2_2} = \sqrt{48.09} = 6.93$$

3-معامل الاختلاف:

$$\delta = \sigma / Er$$

$$\delta = \sigma / Er_1 = 6.77 / 5.1 = 1.32$$

$$\delta = \sigma / Er_2 = 6.93 / 5.1 = 1$$

و منه العائد على المحفظة الأوراق المالية يتأثر بعوائد الاستثمارات الفردية بالإضافة إلى عناصر أخرى تنشأ من طبيعة المحفظة و تقدير العائد المتوقع على المحفظة بتأثر ب:

-العائد المتوقع لكل استثمار فردي على حدا.

-اختيار عدد من الاستثمارات الفردية في المحفظة.

-تحديد الجزء المخصص من الثروة يمكن استثماره في كل استثمار فردي.<sup>1</sup>

المطلب الثالث: تقنيات تغطية الأخطار في الأسواق المالية

1- مفهوم التغطية:

"التغطية هي مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلا عن أصل معين، كما يمكن تعريفها بأنها أسلوب لحماية قيمة أصل ما يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته."<sup>2</sup>

"التغطية هي المركز الذي يزيح خطر سعر مركز آخر، فالتغطية تقلل التعرض للمخاطر أو تلغيها إذا توفرت التدفقات النقدية المتساوية في الحجم، و لكن المعاكسة لاتجاهات المخاطر الحالية، لتكون التغطية ممكنة يجب أن يكون العائد من المشتق مرتبطا بالمركز المغطى. في الواقع كلما كانت المشتقات أكثر ارتباطا بعوائدها كلما كانت التغطية أكثر فاعلية."<sup>3</sup>

2-أساليب التعامل مع المخاطر:

<sup>1</sup>-محمد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية -تحليل و ادارة"، دار الميسر للنشر و التوزيع، طباعة عمان، الاردن، 2004 ، ص:196.

<sup>2</sup>-نوال بوعكار، "حدود الهندسة المالية في تفعيل إستراتيجية التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية"، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية و محاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، ص:91.

<sup>3</sup>-سامي إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، المعهد الإسلامي، للبحث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ص:31.

أ-تجنب المخاطرة: يرفض الفرد(المؤسسة) أحيانا قبول خطر معين،و ينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة،مثل ذلك تجنب الاستثمار في وعاء ادخاري معين و تفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة،و عدم شراء سيارة لتجنب حوادث السيارات. و من أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر و ذلك لتجنب المخاطر الائتمانية، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.

ب-تقليل المخاطرة: في هذا الأسلوب المؤسسة المالية و لتقليل المخاطر تقوم،رصد سلوك القروض من أجل معرفة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكرا أو تقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول و الخصوم و التي يجري تصميمها لذلك الغرض.

ج-نقل المخاطرة: إن شراء التأمين هو إحدى وسائل نقل المخاطرة من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر(شركة التأمين) بيدي استعداده لتحملها مقابل ثمن،هناك من أشار إلى خمسة طرق للتعامل مع المخاطر فأضاف إلى العناصر الثلاثة السابقة،اقتسام المخاطرة و الذي يعني قبول بعض المخاطر و تحويل بعضها(أي أن هذه الإستراتيجية تجمع بين التجنب و النقل)،بالإضافة إلى التحوط و الذي يختلف عن التأمين في كونه نقل للمخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح.<sup>1</sup>

### 3-أنواع المشتقات المالية:

أ-العقود الآجلة:"اتفاق بين طرفين و عادة ما يكون البنك و أحد عملائه أو البنك(أ)و البنك(ب)،و يتم بمقتضاه الاتفاق على تسليم مقدار معين من عملة معينة في تاريخ لاحق،و ذلك طبقا لسعر صرف يتم الاتفاق عليه عند تحرير الاتفاق.<sup>2</sup>

ب-العقود المستقبلية: "اتفاقية بين المشتري و البائع على استلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق و بسعر محدد سلفا،و العقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق،بحيث يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو مضاعفتها،لذلك تعرف هذه العقود بالنمطية و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد،بينما دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه يكون في المستقبل،و من هنا جاء تعبير "مستقبلي"،لوصف العقد، كما يتم التزام كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل % معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه،و يطلق على هذا المقدار الهامش المبدئي و يستخدم

<sup>1</sup>-رضوان سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005 ، ص:314-315.

<sup>2</sup>-وليد صافي و أنس البكري،"الأسواق المالية الدولية"، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، 2009 ، ص :148.

هذا الهامش كضمان للوفاء بالالتزامات التي تقع على المستثمر من ناحية و كإبداء لحسن النية من ناحية أخرى.<sup>1</sup>

ج- عقود الخيارات: "تعرف الخيارات بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق و لكن ليس الالتزام لشراء أو بيع موجود بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفاً."<sup>2</sup>

د- عقود المبادلات (المقايضة): "هي اتفاق بين طرفين على التبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينة في الحاضر على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقاً، و أهم هذه العقود عقود مبادلات العائد و العملات. و يعود منشأ عقود المبادلات إلى 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الاجنبية."<sup>3</sup>

### أولاً: تغطية المخاطر على الأسهم

#### 1- التغطية باستخدام العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

هناك نوعين للتغطية باستخدام العقود المستقبلية على المؤشرات الأسهم و هما التغطية بأخذ مركز قصيرة و التغطية بأخذ مركز طويل.

#### أ- التغطية بأخذ مركز قصير:

"تناسب التغطية بأخذ المركز قصير حالة المستثمر الذي يمتلك محفظة للأوراق المالية، و من ثم يقوم ببيع عدد مناسب من العقود المستقبلية على أحد مؤشرات الأسهم. و في ظل ما يسمى التغطية الساذجة، فإن قيمة المركز على العقد المستقبلي ينبغي أن تساوي أو تكون قريبة من قيمة المركز الذي أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر:

الجدول الموالي يمثل حالة مستثمر قام بتغطية مركزه على محفظة متنوعة قيمتها 250 ألف دولار، ببيع عقد على مؤشر ستاندرد اندبور 500 عندما كان عند 1020 نقطة، و هو ما يعني مركزاً قصيراً بقيمة قدرها 255 ألف دولار (250x1020). كان ذلك في ظل فرضيتين: فرضية انخفاض الأسعار في السوق أو ارتفاعه بنفس النسبة 15%.

#### الجدول (01-02): التغطية بأخذ مركز قصير (القيمة الدولار)

<sup>1</sup>-هندي منير ابراهيم، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية، باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الثاني المشتقات و العقود الآجلة و العقود المستقبلية"، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2003، ص: 92.

<sup>2</sup>-زينب بوقاعة، "تسعير الخيارات المالية لنموذج بلاك و شولز"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية، جامعة فرجات عباس، سطيف، 06-05 ماي 2014، ص: 102.

<sup>3</sup>-بلعوز بن علي، "استراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة شلف، 2009-2010، ص: 339.

التغيير	المركز بعد انخفاض مؤشر السوق الحاضر بنسبة 15%	المركز الحالي	
37500	212500	250000	-امتلاك محفظة متنوعة
28250	216750	255000	-أخذ مركز قصير
750			-صافي المكاسب(الخسائر)
التغيير	المركز بعد ارتفاع مؤشر السوق الحاضر بنسبة 15%	المركز الحالي	
37500	287500	250000	-امتلاك محفظة متنوعة
(37500)	293250	255000	-أخذ مركز قصير
750			-صافي المكاسب(الخسائر)

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة و العقود المستقبلية، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2003، ص: 517.

و يبدو واضحاً انه لو لم تتم التغطية لكانت خسائر المحفظة في ظل انخفاض الأسعار 37500 دولار، و لكانت الأرباح في ظل ارتفاع الأسعار هي أيضا 37500 دولار أي تغير في قيمة المحفظة قدره 37500، أما في ظل التغطية فإن الخسائر تراوحت ما بين أرباح قدرها 750 دولار أو خسائر بنفس القيمة.

أي أن التغيير في قيمة المحفظة هو 750 دولار، و هو أقل بكثير من التغيير في ظل غياب التغطية، و قد كان من المفروض في ظل التغطية أن تنتهي العملية دون ربح أو خسارة إلا أن سبب النتيجة هو أن العقد المستقبلي كان بقيمة أكبر من قيمة مركزه في السوق الحاضر، و لو كانت القيمتين متساويتين لأصبح ناتج عملية التغطية صفراً.<sup>1</sup>

ب-التغطية بأخذ مركز طويل:

"تناسب التغطية بأخذ مركز طويل، حالة المستثمر الذي يتوقع الحصول على مبلغ من المال في تاريخ لاحق، و يرغب في استثمارها في محفظة للأسهم، غير انه ترتفع الأسعار، عندما يتاح المبلغ المتوقع.

و لتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر يتوقع الحصول على مبلغ 270 ألف دولار في تاريخ لاحق، و من ثم فقد قرر شراء عقد مستقبلي عندما كان مؤشر ستاندرد أندبور 500 عند 1100، بما يعني انه يمكن له التغطية على مركز بقيمة قدرها 275 ألف دولار (100 نقطة x 2500 دولار) و يوضح الجدول التالي صافي مكاسب العقد المستقبلي، في ظل افتراض أن الأسعار ارتفعت بنسبة 10%، و أن المستثمر قام بشراء الأسهم من السوق

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء الثاني العقود الآجلة و العقود المستقبلية"، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2003، ص: 517.

الحاضر بعد أن ارتفعت الأسعار و كما يبدو فإنه لو لم تتم التغطية لتطلب الأمر استثمار قدره 297 ألف دولار، وهو أكبر من قيمة المبالغ المتوقع الحصول عليها و هي 270 ألف دولار.

الجدول (03-01): التغطية بأخذ مركز طويل (القيمة الدولار).

التغيير	المركز بعد ارتفاع مؤشر السوق الحاضر بنسبة 10%	المركز الحالي	
27500	302500	275000	- شراء عقد مستقبلي
(27000)	297000	270000	- الموارد المخصصة للاستثمارات في الأسهم
500			- صافي المكاسب (الخسائر)

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الثاني: العقود الآجلة و العقود المستقبلية، مرجع سابق، ص: 519.

أما في ظل التغطية فإن الزيادة في قيمة الاستثمار بسبب ارتفاع الأسعار (27000 دولار) قد تم تغطيتها من مكاسب العقد المستقبلي (27500 دولار) هذا ما يعني أن التكلفة الكلية في ظل التغطية قد بلغت 269.5 ألف دولار (297 ألف دولار و هي قيمة مكاسب العقد). وهي تقل عما كانت ستكون عليه لو أن الشراء قد تم قبل ارتفاع الأسعار. مرة أخرى المكاسب للتباين بين حجم المركز في السوق الحاضر و حجمه في سوق العقود.<sup>1</sup>

## 2- التغطية باستخدام عقود الخيار على مؤشرات الأسهم:

"يستطيع المستثمرون استخدام عقود الخيار التي تقوم على مؤشرات السوق لحماية مراكزهم، على سبيل المثال فإن المستثمر الذي يمتلك محفظة متنوعة من الأسهم قد لا يكون راغبا في تصفية محفظته، ولكنه يكون قلقا من قرب حدوث تراجع أو هبوط في السوق، شراء عقد الخيار سوف يوفر للمستثمر الحماية، في حالة حدوث الهبوط في السوق والواقع أن المستثمر يشتري بذلك شكلا للتأمين السوقي، و الخسائر الناتجة عن الأوراق المالية المملوكة ضمن المحفظة سوف تعوضها جزئيا المكاسب المتحققة من وراء شراء عقد الخيار على المؤشر، أما إذا انتعش السوق يخسر المستثمر العلاوة المدفوعة."<sup>2</sup>

ثانيا: التغطية على أسعار الفائدة

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، مرجع سابق، ص: 519.

<sup>2</sup>- طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 101.

1- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

تداول هذه العقود في كل البورصات الكبرى: في بورصة شيكاغو للتجارة (عقود على ودائع لأجل 3 أشهر بقيمة مليون دولار، وعلى ودائع بقيمة 3 ملايين دولار لأجل شهر واحد). في فرنكفورت و لندن (عقود Euribor لأجل 3 أشهر على مليون دولار)، في طوكيو (عقود على الودائع لأجل 3 أشهر بالأورو-ين بقيمة مليارين)، و في سيدني (عقود على السندات الأسترالية لأجل 3 أشهر)، أما عقود الأورو-الدولار فيتم تداولها في عدة مراكز في الـو.م.أ، كندا، لندن، و في سنغافورة.

أ- التغطية باستخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة قصيرة الأجل

"إن العلاقة بين معدل الفائدة و سعر العقد المستقبلي هي علاقة ماثلة للعلاقة التي تربط معدل الفائدة بسعر أي أصل مالي ذو دخل ثابت في السوق الحاضر، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض سعر العقد المستقبلي، و انخفاض المعدل يؤدي إلى ارتفاع العقد المستقبلي. من هنا تتم التغطية ضد ارتفاع معدل الفائدة ببيع عقود مستقبلية و التغطية ضد انخفاض معدل الفائدة بشراء عقد مستقبلي."<sup>1</sup>

ب- التغطية باستخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة متوسطة وطويلة الأجل

"قد تتم من خلال مركز قصير الأجل أي بيع عقد مستقبلي لتغطية مركز طويل على استثمارات فعلية في أوراق مالية ذات دخل ثابت، و ذلك بهدف تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، و من الأمثلة على المهتمين بتلك التغطية تجار السندات الذين يحتفظون بها، و بنك الاستثمار الذي يبيع عقودا مستقبلية لتغطية أثر تقلبات أسعار الفائدة، على ما تبقى لديه من إصدار سندات للشركة معينة.

كما قد تتم التغطية بأخذ مركز طويل في سوق العقود فيتمثل في شراء عقد على سندات، بهدف تغطية مخاطر ارتفاع أسعارها في تاريخ مستقبلي يُخطط للمستثمر لشراؤها فيه، و من أبرز صور تلك التغطية حالة مدير محفظة يتوقع الحصول على موارد نقدية مستقبلا يُخطط لاستثمارها في السندات، في الوقت الذي يخشى فيه أن ترتفع تلك السندات عندما تتاح له الموارد، مما يترتب عليه انخفاض العائد المتولد عنها."<sup>2</sup>

2- تغطية عقود الخيار لمخاطر أسعار الفائدة:

"خيارات أسعار الفائدة هي أداة تغطية تعطي تأمينا من طرف واحد ضد مخاطرة أسعار الفائدة. و تحقق عقود الخيارات على أسعار الفائدة الحماية من التغيير في أسعار الفائدة سواء كان مكتسب الخيار مقرضا أو مقرضا، حيث تسمح له بالاستفادة من التغيير الملائم في هذه الأسعار نظرا لما يمثله الخيار من حق في الاقتراض

<sup>1</sup>-سعود جايد مشكور العامري، "المالية الدولية: نظرية و تطبيق"، دار زهران للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012، ص: 295.

<sup>2</sup>-سعود جايد مشكور العامري، مرجع سابق، ص: 298.

أو الإقراض لمجموع معين من المال خلال فترة محددة، و بسعر معين سلفاً، و بالتالي إذا كان مكتسب الخيار هو المقرض فإن وضعه يتحدد حسب تطورات أسعار الفائدة في السوق كما يلي:

أ- إذا ارتفعت قيمتها بدرجة كبيرة نتيجة انخفاض أسعار الفائدة، فإنه يستطيع التنازل عن خياره فيفقد مبلغ "قيمة الخيار فقط".

ب- أمل إذا انخفضت قيمتها نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، فإنه يستطيع ممارسة خياره بإقراض بائع الخيار بمعدل أعلى من ذلك السائد في السوق.

ج- يضاف إلى ذلك حق مشتري الخيار في تداول خياره في السوق بالتنازل عنه للغير.

أما إذا كان مكتسب الخيار هو المقترض، فإنه يستطيع حماية نفسه من التطور غير الملائم لأسعار الفائدة بطريقة عكس تلك المشار إليها بالنسبة للمقرض.<sup>1</sup>

### ثالثاً: التغطية على العملات

التغطية باستخدام العقود المستقبلية على العملات:

"لنفرض أن شخصاً يرغب في شراء عقد مستقبلي لعملة الين الياباني حيث العقد النمطي 12.5 مليون ين، و تعرض قيمة العقد بالسنت الأمريكي لكل ين فإذا افترضنا أن هذا الشخص قام بشراء عقد مستقبلي لشهر ديسمبر و ذلك في شهر ماي كما أن سعر العقد هو (0.010387 دولار/ين) و على ذلك يصبح:

القيمة الكلية للعقد بالدولار الأمريكي = 12.5 مليون × 0.010387 = 129837,50 دولار.

الهامش المعتاد على العقد الين هو 2300 دولار.

فإذا افترضنا أن قيمة الين قد تصاعدت بالنسبة للدولار (بسبب انخفاض في معدلات الفائدة بالو.م.أ)، و بسبب التضخم في اليابان أو (أي سبب آخر) وأصبحت قيمة الين (0.010485 دولار/الين) فإن ذلك يعني أن قيمة العقد قد ارتفعت الآن لتصبح بالدولار الأمريكي = (0.010485 × 12.5) = 131062.50، و بمقارنة ذلك بالوضع السابق تكون الزيادة الصافية في قيمة العقد هي 1225 دولار.

القيمة الجارية = 131062.50.

القيمة الأصلية = 129837.50.

<sup>1</sup> سيد طه بدوي، "عمليات البورصة الأوراق المالية، نظرية و تطبيق"، دار زهر للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص: 473، 474.

المكسب=1225.50.

و لما كان متطلب الهامس الأصلي هو 2300 دولار فإن معدل الفائدة المحقق على العقد المستقبلي عن هذه التسوية=53.3%.

و بالطبع عند تقدير هذا المعدل على أساس سنوي فإنه سيكون عاليا عن ذلك.

و من الناحية الأخرى إذا افترضنا أن الين قد هبطت قيمته مقابل الدولار (نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة في ال.م.أ أو تزايد التضخم في اليابان) و ليكن المعدل الجديد هو 0.010325 دولار/ين فإن الموقف يصبح كما يلي:

القيمة الجارية = 12.5 مليون  $\times$  0.010325 = 129062.50

القيمة الأصلية = 12.5 مليون  $\times$  0.010387 = 129837.50

الخسارة = 775.00 دولار

و بالطبع معدل الخسارة =  $100 \times \frac{2300}{775} = 33.7\%$

و يصبح من المتعين إضافة مبلغ 775 دولار حتى يبقى الهامش على قيمته الأصلية.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية.

إن الهدف الأساسي من وراء الاستثمار هو تحقيق العائد و على ضوء هذا الهدف تصمم الخطط المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد معايير على أساسها يتم الاستثمار، و لتفادي المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى التنوع و هذا يعني تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها و هو ما نحن بصدد توضيحه من خلال المطالب التالية:

#### المطلب الأول: المحفظة الاستثمارية (أهداف و خصائص)

##### 1- تعريف المحفظة الاستثمارية.

"هي كل ما يملكه المستثمر من أصول و موجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، فالمحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار و

<sup>1</sup> صالح مفتاح ، "محاضرات في مقياس المالية الدولية"، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، فرع مالية، نقود و بنوك، جامعة خيضر ، بسكرة، الجزائر، 2005 - 2006، ص: 89-90.

ذلك لأنها تتركب من أصلين أو أكثر، و يتم التفرقة بين محفظة أو أخرى بسبب نوعية الاستثمارات التي تحتويها.<sup>1</sup>

"كما تعرف بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة و الاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية و تحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال."<sup>2</sup>

## 2-اهداف من تشكيل المحفظة الاستثمارية:

إن الهدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هنا يتطلب عملية مفاضلة بين العائد و المخاطرة، و من أهم الأهداف الأساسية التي يطمح المستثمر إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

أ-تعظيم الربح: أي تعظيم المخاطرة، فإذا كان للربح الأولية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.

ب-تحقيق أمان مستقبلي: و هذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، و في مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة و المؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.

ج-تحقيق النمو: أي زيادة تراكمية رأسمالية، و في هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن مجالات التي تحقق له الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع و زيادة خطوط إنتاجها أو أرباحها.

د-تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي: من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم و السندات يتم تدويرها بشكل كفء و فعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.

هـ-التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين: لان الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، و بالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.

و-مواجهة الالتزامات المستقبلية: أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية.

و في الواقع فان الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية هو مزيج من الأهداف السابقة، و تتحدد درجة أولوية كل منها وفقاً لاحتياجات و طبيعة المستثمر صاحب المحفظة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> -بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية-تكوينها و مخاطرها"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث، 2004، ص: 37.

<sup>2</sup> -بوزيدة سارة، "إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري"، مذكرة ماجستير علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة مونتييري-قسنطينة، 2006-2007، ص: 10.

## 3- خصائص محفظة الأوراق المالية:

تتميز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع، كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات و الذهب و الفضة و المشاريع الاقتصادية ، و على أصول مالية مثل الأسهم و السندات و سندات الخزينة.

كما تتميز الأصول الحقيقية أو الاستثمارات الحقيقية بمجموعة من الخصائص منها:

-عدم تجانسها لذلك فإنها تحتاج إلى نوع من الخبرة و التخصص في كل مجال من مجالاتها.

-منخفضة السيولة و ذلك لصعوبة تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية محددة و بدون خسارة.

-ارتفاع نفقاتها كنفقات النقل و التخزين... الخ.<sup>2</sup>

## المطلب الثاني: مبادئ المحفظة المالية (أنواع و تقسيمات)

## 1- تكوين المحفظة المالية الناجحة:

الخطوة الأولى التي يتخذها المستثمر في بناء المحفظة هو تحديد النسب الأساسية لمزج أصول المحفظة و الذي يوجهه يتحدد نوع الأصول و درجة جودتها ثم نسبة كل أصل منها إلى القيمة الإجمالية للمحفظة:

## أولاً: سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية

أ- السياسة الهجومية (الغير متحفظة): يبين المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأس مالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجهاً نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار و يطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال). ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80% إلى 90% من قيمة المحفظة، و يلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية و الاحتفاظ بها تتحسن الأسعار و بذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية. بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم

ب- السياسة الدفاعية (المحفظة): يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى بحيث يكون متحفظاً جداً اتجاه عنصر المخاطرة و ذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات

<sup>1</sup> -بوزيدة سارة، مرجع سابق، ص: 12.

<sup>2</sup> -بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية-تكوينها و مخاطرها"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث: 2004، ص: 37.

الاستثمار ذات الدخل الثابت و تشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية و الأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80%.

ج- السياسة المتوازنة (الدفاعية و الهجومية): يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي، في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عن مستويات معقولة من المخاطر، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، و تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أذونات الخزينة مضاف إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات، و الأسهم العادية و الممتازة أو السندات طويلة الأجل...، مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار و يستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل أما في حالة هبوط الأسعار فإن احتواء المحفظة على عقارات و أدوات أخرى سندات طويلة ذات دخل ثابت يخفف على المستثمر إمكانية الخسارة.<sup>1</sup>

#### ثانياً: أنواع المحافظ المالية

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، و تبعاً للأهداف المرجوة منها، و درجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى:

#### أ- محافظ العائد المنتظم (الدخل):

يتأني الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، و على هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم الثابت و المستقر و تخفيض المخاطر بقدر الإمكان، و هذا يحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية إختيار الأوراق المالية التي تدرأ على عائد لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع ارباح عالية قليلة الخطورة. و عليه الهدف الرئيسي من هذه المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلاً شهرياً أو سنوياً و يتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة.<sup>2</sup>

#### ب- محافظ الربح (النمو):

و هي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح و ما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، و بالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة و يتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى

<sup>1</sup> -بن موسى كامل، "المحفظة الاستثمارية-تكوينها و مخاطرها"، مرجع سابق، ص:40.

<sup>2</sup> -بوزيدة سارة، "ادارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري"، مذكرة ماجستير علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007، ص:16.

تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة. و عليه فان هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة و هي من المؤكد لها خصائص معينة.

-لها استثمارات جيدة و متطورة

-لها قيمة سوقية مرتفعة

-لها معدل مردودية جد عالي

-هيكل مالي متوازن

-قدرة تمويل ذاتي كبيرة جدا..

ج- محافظ الربح و العائد(المختلطة):

تقع هذه المحافظة في الوسط بين العائد و محفظة الربح، و هي تهدف إلى حماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، و أوراق مالية تحقق دخلا كبيرا و تتضمن مخاطر عالية و يعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد و الخطر

د-المحافظ التقليدية:

هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول عل نتائج جيدة مقارنة بالسوق، و هذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر. هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، و تتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

ه-المحفظة المهاجمة:

هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطر كبيرة،لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص.

و-المحفظة الحذرة:

هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تأمين و ضمان زيادة في رأس المال و في نفس الوقت تحقيق عائد معين، و لهذا فهي تعتمد في شكلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد و نمو الدخل، و في الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل و العائد المحقق في المدى القصير، و الدخل و العائد المحقق في المدى الطويل.

ز- المحفظة المضاربة:

تركز على تحقيق عوائد سريعة و كبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة،لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة.

و في الأخير تجدر الإشارة إلى أنه مهما كان نوع المحفظة المالية فان كل الأنواع تشترك في عدة أهداف أبرزها:

-المحافظة على رأس المال الأصلي.

-استقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة المالية.

-النمو في رأس المال.

-المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.<sup>1</sup>

ثالثا:تقسيمات المحفظة الاستثمارية

تقسم المحافظ المالية إلى نوعين رئيسيين و هما

أ-محافظ العملاء-المحافظ الخاصة:

هي المحافظ التي تشكلها بناء على طلب العملاء و حسب رغبتهم،حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة الأدوات التي ترغب أن تتضمنها المحفظة و نسب توزيعها،و تعليمات إدارتها،بحيث يكون دور المدير دورا تنفيذيا،ينفذ تعليمات العميل (المستثمر) و يعمل وفق توجيهاته،و قد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضا لمدير محفظته حرية التصرف وفق ما تقتضيه ظروف السوق و متطلبات الاستثمار و المستجدات فيه،و الذي بدوره يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان و السيولة و الربحية حتى تفي المحفظة بأغراضها.

ب-محافظ المؤسسات-المحافظ العامة:

هي محافظ مؤسسات عامة استثمارية مشكلة سلفا من أدوات استثمارية متنوعة،على شكل صناديق مشتركة و قد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام،و في هذه الحالة فإن المستثمر

<sup>1</sup>بوزيدة سارة،مرجع سابق،ص: 16-17.

يعتبر مساهما في رأس المال و لا يكون له دور في إدارة المحفظة إلا بالقدر الذي توفره له ملكية من أسهم قد يكون عضو في مجلس الإدارة أو قد لا يكون.<sup>1</sup>

و تقسم المحافظ بناء على الأدوات المستخدمة فيها إلى:

محافظ الأدوات النقدية: مثل الأسهم و السندات، شهادات الإيداع و إسناد القروض و الأوراق المستخدمة و المعادن الثمينة.

محافظ العملات الأجنبية: تتكون من المحفظة النقدية (مزيج الودائع و شهادات الإيداع بالعملات الأجنبية)، و المحفظة المركبة (تتكون من مزيج من العملات الأجنبية المستثمرة في أوراق نقدية و أوراق مالية مختلفة محررة بالعملات الأجنبية).<sup>2</sup>

#### رابعا: الوظائف الرئيسية لإدارة المحفظة

من أهم الوظائف التي تعمل المحفظة الاستثمارية على إنجازها نذكر:

- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق و إنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأدوات الاستثمارية و التداول الحر لها.

- تعزيز قيم الموجودات داخل المحفظة الاستثمارية و ذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات و العمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر.

- تحديد أنواع الأصول الاستثمارية على بيان إسهامها النسبية في المحفظة الكلية و ذلك بناء على الفرض المتاحة.

- تحصين المحفظة و عملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية و المالية خاصة بالنسبة للضرائب المختلفة و هو ما يكون بالابتعاد عن أي تصرف أو مخالفة مالية أو إدارية أخرى.

- بناء إستراتيجية الاستثمار و التي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف الاقتصادية التي تجري فيها مواجهة السوق.

- توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال ربط هادف بين سلوكي النمو العقلانية مع القبول بهامش ضروري للمخاطر، و ذلك بالاستناد إلى تنوع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية و العمل في ظروف تتميز بالشفافية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> -بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث، 2004، ص:38.

<sup>2</sup> -بن موسى كمال، مرجع سابق، ص:38.

## المطلب الثالث: سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية

المحفظة الاستثمارية الكفاء بالنسبة للمستثمر:

لجأ ماركويتز إلى محاولة وضع قاعدة للاختيار بين مجموعة من المحافظ عن محفظة مثلى.

الفرص الاستثمارية في المحافظ: يرى ماركويتز أنه بمعرفة العائد و المخاطر المتوقعين لكل محفظة، ويمكن ترتيب مجموعة هذه المحافظ مثلاً أ، ب، ج... (التي تعطي مستويات معينة من العائد و المخاطرة) وتحديد بعد ذلك الحد أو الوضع الأمثل للاستثمار بالمحفظة المالية فإذا اقترضنا أننا ندرس عدد من الاستثمارات، فإنه يمكن تكوين عدد لا نهائي من المحافظ الاستثمارية، و يكون لكل محفظة عائدا متوقعا و خطر وتظهر جميع المحافظ المحتملة.<sup>2</sup>

بمعرفة مجموعة المحافظ المحتملة التي يجب اختيارها؟ الواقع أن الاختيار يتضمن اتخاذ قراراتين:

-تحديد مجموعة المحافظ الكفاء.

-الاختيار من بين هذه المجموعة تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر بأقصى درجة. و تعرف "المحفظة الكفاء" بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع.

-إن العائد و مخاطرة أي محفظة يعكس عائد و مخاطر مجموعة الأصول المكونة لها.

-عند اختيار المستثمر تنوع مكونات محفظته لابد أن يراعي في ذلك درجة الارتباط بين عوائد أصولها، فكلما ارتفع الارتباط ارتفعت معه درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة ككل.

-و بالتالي عند اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة لابد من مراعاة تنوع جهة الإصدار، و بالتالي فشل أي ورقة لا يؤثر على الأصول الأخرى. لا تجمع كل البيض في سلة واحدة.

-فمثلا لا يجب شراء أصلا أو ورقتان تابعتان لقطاعا مترابطة في نشاطهما.

-بعد تكوين مجموعة المحافظ المالية بالاعتماد على السياسة السابقة، يختار كل مستثمر محفظة المثالية التي تحقق له عائد المنتظر و مستوى المخاطر التي يرضى بتحملها، و تختلف المحفظة المثالية من المستثمر إلى آخر حسب طبيعته

<sup>1</sup>- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء لنشر، الطبعة الأولى، 2003، عمان، الأردن، ص: 222-223.

<sup>2</sup>- بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية-تكوينها و مخاطرها"، مجل الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث، 2004، ص: 44.

و في هذا قسم ماركويتز المستثمرين إلى طائفتان منهم من يقبل بتحمل درجة كبيرة من المخاطر عند مستوى معين من العائد، ومنهم من يقبل بدرجة مخاطرة أقل، فهو يُخصص بعائد أقل مقابل مستوى معين من المخاطر.<sup>1</sup>

### خلاصة الفصل:

تعطي الأوراق المالية لصاحبها الحق في شراء سهم أو سند معين خلال فترة زمنية محددة مسبقا و بسعر مستقبلي، الهدف الأساسي من خلالها هو المضاربة و التقليل من المخاطر من خلال تكوين محفظة مالية مدروسة مسبقا. يكون تكوين المحفظة على أساس التنوع بهدف التقليل من المخاطر التي تواجه المستثمر خلال فترة الاستثمار مع تحقيق عائد معين. و هذا ما يعرف بالتنوع الكفاء و عن طريقه يتوصل المستثمر إلى تكوين المحفظة الاستثمارية مثالية عند درجة مخاطرة و مستوى عائد الذي يتقبله.

بعد معالجتنا للسوق المالية و دراسة علاقة العائد و المخاطرة توصلنا إلى النتائج التالية:

- ترتبط أي ورقة مالية بعائد معين و بدرجة من المخاطرة التي يمكن تقديرها حسابيا.

- عند اختيار المستثمر تنوع أي محفظة استثمارية لابد أن يراعي في ذلك درجة المخاطرة و العائد.

- التنوع في المحفظة الاستثمارية لا يعني بالضرورة تفادي الخطر بل التقليل منه و لهذا الهدف يتم اللجوء إلى التغطية باستخدام المشتقات المالية.

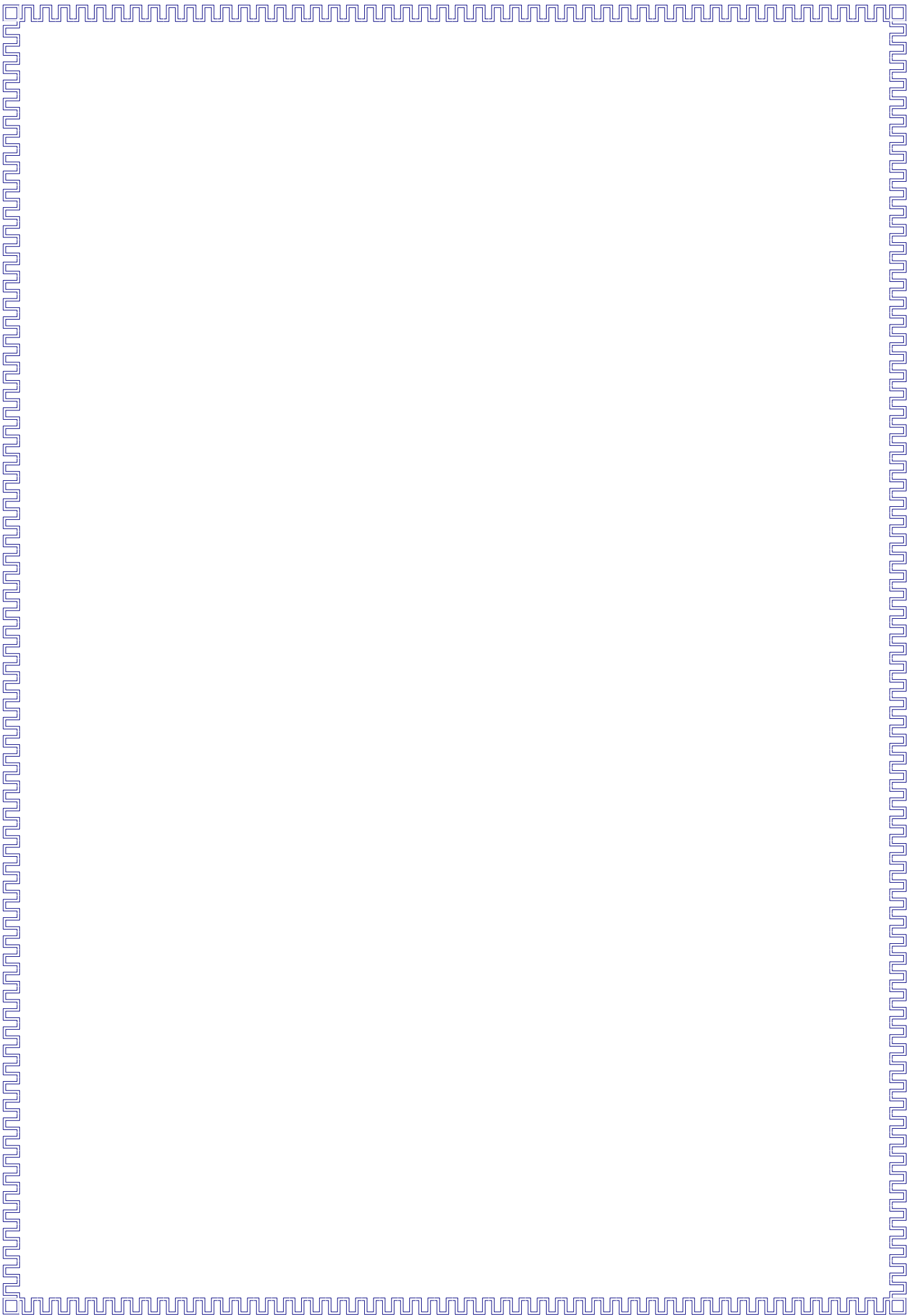
غير ذلك فان هذا الأمر لا ينطبق على كل المستثمرين في السوق الأوراق المالية بل تنحصر الدراسة باعتبار المستثمر شخص راشد و عاقل.

مثلما يحتوي السوق على مخاطر مرتبطة بالأوراق المالية هناك خطورة من نوع آخر تتعلق بشخصية المستثمر في حد ذاته لاختلاف شخصيات كل مستثمر و كيفية تعامله مع السوق المالية.

<sup>1</sup> - بن موسى كمال، مرجع سابق، ص: 44-45.

و هذا ما يسمى بسلوكيات المستثمرين و الذي نحن بصدد توضيحه في الفصل الثاني.

# انفاصل الثاني: المالية السلوكية و سوق الأوراق المالية



تمهيد الفصل:

لقد شكلت فرضية الأفراد التي قدمها كل من "فون نيومان، Von Neumann" و "مورغنسترن Morgenstern" عام 1944 محور الجدل القائم مؤخرا في الأوساط الأكاديمية بين أنصار النظرية التي أصبحت تعد اليوم تقليدية "l'orthodoxie" بعد أن كانت أساس بناء النظرية المالية الحديثة، ألا وهي "نظرية كفاءة الأسواق"، و بين أنصار هذا الاتجاه البحثي الجديد الذي أخذ في الظهور حديثا، و زاد قوة بعد حصول "دانيال كانمان Daniel Kahneman" أحد مؤسسيه على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002 ألا و هو "المالية السلوكية".

لقد أثبت عالما النفس كانمان "kahneman" و تفرسكي "Tversky" عام 1981 من خلال جملة اختبارات أن تفكير الإنسان تشوبه أخطاء إدراكية تتحكم في بناء توقعاته كالإفراط في الثقة و التفاؤل و اللجوء إلى تبسيط عملية اتخاذ القرار، كما تؤثر على تفضيلاته التي قد تتغير كليا بمجرد إعادة صياغة المشكل المطروح. و كنتيجة للمزاوجة بين النظرية المالية و نظريات علم النفس ظهرت المالية السلوكية التي أصبح يطلق عليها النموذج البراغماتي أو الإيجابي "**la théorie positive**" كونها تنطلق من ملاحظة الواقع ثم تقوم بالبناء النظري، فهي تعترف للإنسان بعدم رشادته و للأسواق بعدم كفاءتها.

على هذا الأساس سوف نتطرق في :

المبحث الأول : كفاءة الأسواق المالية .

المبحث الثاني: الإطار النظري للمالية السلوكية .

المبحث الثالث:الاتجاه السلوكي في تقييم و تحليل الأوراق المالية.

## المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية.

تقوم نظرية كفاءة الأسواق المالية على جملة من الفرضيات كفاءة السوق المالي و المستثمر في حد ذاته و كان أول ظهور لهذه النظرية من خلال نموذج "تسعير الأصول المالية" مداف (MEDAF) لشارب "SHARP" سنة 1964 يسمح هذا النموذج بمقارنة مرد ودية سوق المال مع مرد ودية الأصل محل الدراسة فهو يهدف إلى تحديد المر دودية المتوقعة لأصل معين بدلالة خطر السوق، كما يهدف إلى البحث عن المحافظ التي تعظم المر دودية مع مراعاة تدنيه الخطر) مع العلم أن هذه المحافظ تضم أصولا خطيرة و أخرى عديمة الخطورة) و هذا ما نحن بصدد توضيحه في هذا المبحث:

## المطلب الأول: ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية.

"يعتبر فاما الحائز على نوبل سنة 2013 أول من صاغ نظرية كفاءة الأسواق رأس المال 1965 فقد عرفها لأول مرة ب "يكون سوق المال كفؤا من الناحية المعلوماتية إذا و فقط إذا عكس سعر الأصل المالي جميع المعلومات المتعلقة به و بشكل فوري " إن جوهر مفهوم الكفاءة المقدم من طرف فاما لم يتغير بشكل فعلي منذ سنوات الستينات و إنما تغيرت التعاريف التي صاغها ، و أخيرا حاول "فاما" عام 1991 تقديم تعريف يأخذ فيه بعين الاعتبار الصفقات و التكاليف المرتبطة بعميلة التنبؤ فقال: "في السوق الكفاء تعكس الأسعار جميع المعلومات إلى غاية المستوى التي تصبح فيه الأرباح الإضافية الناجمة عن استغلال المعلومة مساوية تمام لتكاليف الإضافية المرتبطة بالحصول عليها"

حيث عرف السوق الكفاء بأنه: "السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> -بن الضب علي، بلقاسم حليلة، "نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية و كفاءة أسواق رأس المال -دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة في البورصة السعودية خلال فترة 2011-2014"، أبحاث اقتصادية و إدارية، المركز الجامعي لعين تموشنت، الجزائر، العدد 18، ديسمبر 2015، ص: 300.

يقصد بالكفاءة عموماً: "القدرة على الأداء الجيد لمهمة معينة، و على هذا يكون السوق المالي كفؤاً إذا كان يؤدي دوره على أتم وجه أي، يسمح بتمويل المؤسسات (من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية)، و يضمن إعادة تخصيص الموارد (من خلال شراء و بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية)".<sup>1</sup>

مما سبق يظهر جلياً الدور الهام الذي تلعبه المعلومات في سوق المال، تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات الشراء و البيع كونها تحدد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، كما أن كفاءة السوق المالية تتوقف من جهة على توافر المعلومات و على سرعة وصولها من جهة أخرى، و تبعاً لهذا تظهر مستويات ثلاثة ممكنة لكفاءة السوق أو هناك من يطلق عليها صيغ الكفاءة هي:

➤ **الصيغة الضعيفة للكفاءة:** تعكس الأسعار عند هذا المستوى المعلومات الماضية (التاريخية) المتعلقة بالتغيير في أسعار و أحجام التداول، و هذا معناه استحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية بالاعتماد على هذه المعلومات لأنها ثبت لنا سابقاً أن لا علاقة تربط بين الأسعار لان حركتها عشوائية.

➤ **الصيغة المتوسطة للكفاءة (شبه قوية):** عند هذا المستوى تعكس الأسعار إلى جانب المعلومات الماضية المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور سواء تعلقت بالاقتصاد ككل أو بالمؤسسة مصدرة الورقة المالية ناهيك عن أي تنبؤات أو تحليلات لهذه المعلومات.

➤ **الصيغة القوية للكفاءة:** تعكس الأسعار عند هذا المستوى جميع المعلومات المتاحة للعمامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة (المحظيون، Insiders) و عند هذا المستوى لا يمكن لأي مستثمر - حتى لو امتلك مهارة في التحليل - أن يحقق أرباحاً غير عادية.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: الفرضيات الأساسية لنظرية كفاءة الأسواق المالية.

لقد قامت الكفاءة المعلوماتية لأسواق المال على جملة من الفرضيات المتعلقة بسلوك المستثمرين و السوق على حد سواء نحاول في هذا الصدد الإشارة إليها بشكل مجمل و سريع:

**1.** يتمتع جميع المستثمرين بالرشاد-العقلانية- هذا يعني أن كل المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق.

<sup>1</sup>- هواري سويبي، "تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه، الجزائر، 2007 - 2008، ص: 131، 158.

<sup>2</sup>- محمد صالح الحناوي، "التحليل و تقييم الأسهم و السندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 123-129.

2. يتصف السوق بمجانبة المعلومات و سرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع دون أي تكلفة و هذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار.

3. حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو غيرها من الحدود الخاصة بالتداول، غير أن هذا الفرض مستحيل التحقيق في الواقع و لذا فالأصح القول بأن الفرد يقبل على الاستثمار حين يقدر بأن الربح المتوقع أكبر من تكاليف الصفقات المحتملة.

4. وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرتهم على التأثير في أسعار من خلال أوامر البيع و الشراء فوجدنا المعلومات تؤثر على الأسعار و هو ما يطلق عليه (Atomicité des investisseurs) و الأمر سيان بالنسبة لمستوى السيولة.<sup>1</sup>

أما أندري شليفير "Andrie Shleifer" فقد أجملها سنة 2000 في أسس ثلاثة و أعاد صياغتها بشكل يوضح كيفية الوصول إلى الكفاءة، حيث نجد:

1. رشاد المستثمرين: إذ في وسعهم تحديد القيمة الحقيقية (la valeur fondamentale) لكل أصل و التي تتحدد بمجموع التدفقات المستقبلية المستحدثة.

2. حتى إذا وجد في السوق بعض المستثمرين الذين تنقصهم العقلانية، فإن هذا لا ينقص من كفاءة السوق لان قراراتهم غير مرتبطة و إنما هي عشوائية يمكن لآثار أن تلغي بعضها البعض من دون أن يكون لها أي وقع على الأسعار.

3. إذا كان هناك مستثمرون لا يتمتعون بالرشاد، فحتما يتمتع بها آخرون و نقصد هنا المحكمون

(les arbitragistes) الذين تقود تصرفاتهم إلى إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين، ناهيك عن أن فئة المستثمرين غير العقلانيين محكومة بالزوال على حد قول "ميلتون فريدمان 1953 Milton Friedman" بفعل الخسائر التي تتكبدها باستمرار و التي تؤدي إلى التناقض التدريجي في ثرواتها وصولا إلى اختفائها، فقوى السوق هي التي تعمل على إزالة و إقصاء هذه الفئة من المستثمرين.<sup>2</sup>

إذن فنظرية كفاءة السوق HEM تعتبر بأن تقييم السوق لأي سلعة أو ورقة مالية هو:

● أفضل تقدير لقيمتها.

<sup>1</sup>- هواري سويبي، "تقييم المؤسسة و دورة في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه، الجزائر، 2007-2008، ص: 135-138.

<sup>2</sup>- مفتاح صالح و معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010، ص: 182.

- هو انعكاس تام و دقيق لكل المعلومات المتاحة.
- يتغير و يصحح عند ورود معلومات جديدة.

نحاول الآن الاستفاضة في شرح مفهومين أساسين شكلا الأرضية الصلبة لنظرية الكفاءة خصوصا أن أحدهما كان السبب وراء الهجوم الذي تعرضت له لاحقا، هذين المفهومين هما:

➤ العقلانية (الرشادة)، la rationalité.

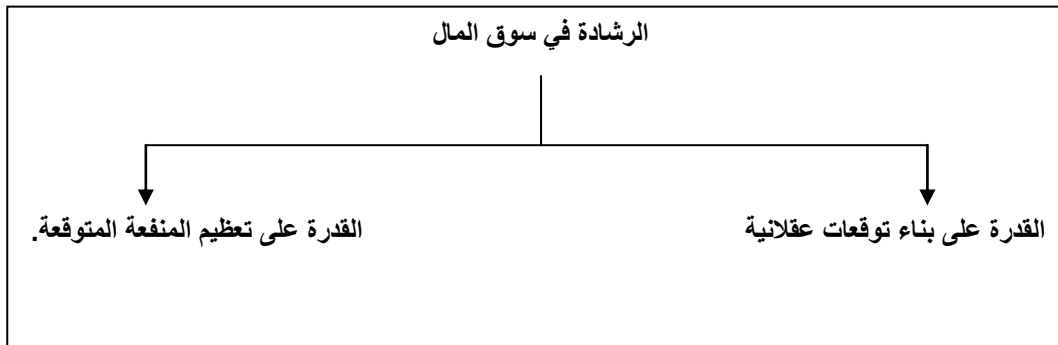
➤ التحكيم، l'arbitrage.

### 1. الرشادة (العقلانية): la rationalité

يعد كل من جون فون نيومان "Von Neumann"، و أوسكار مورغنسترن "Oskar Morgenstem"، أول من قاما بتأسيس نظرية عامة للخيار العقلاني في مواجهة الخطر، تعدى صداها المجال الاقتصادي و ذلك في المؤلف الذي قام بنشره عام 1944 تحت عنوان "نظرية الألعاب و السلوك الاقتصادي"، حيث ضمناه المسلمات الأولى لمفهوم الخيار العقلاني الذي يشكل الخطوة الأولى في بناء نموذج المنفعة المتوقعة .

تظهر العقلانية على مستوى سوق المال من جهة في قدرة المستثمرين على بناء توقعات عقلانية و في قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى. و هذا ما يظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01-01): الرشادة في سوق المال.



المصدر: صافية صديقي، تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع تطبيق على بورصة باريس خلال فترة 2007-2010، ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص: 12.

يقوم مفهوم الكفاءة المعلوماتية على أساس العلاقة بين السعر السوقي و المعلومة التي ساهمت في تشكله و يرتكز مفهوم "فاما" للكفاءة على عنصرين أساسيين هما: التوقع العقلاني و شرط التوازن الذي يساوي بين العائد المطلوب و التوقع.

إن مفهوم الرشادة يحدد السلوك الواجب إتباعه في السوق، إذ يسعى العون الاقتصادي إلى الوصول إلى الأمثلية و يظهر في سبيل ذلك إرادة و أنانية لا محدودة. بمعنى أن سلوكه في لحظة اتخاذ القرار مستقل عما يجري حوله، و كل ما يهمه هو منفعته الخاصة (أي أنه يتبع نمطا سلوكيا معيناً يمليه عليه النموذج لا تأثير للفرد عليه).<sup>1</sup>

## 2- التحكيم: l'arbitrage

"يقدم شليفير "Andrie Shreleifer" تعريف كل من ألكسندر "Alexander" و شارب "Sharp" الذي قدمه سنة 1990 و الذي ينص على أن التحكيم هو شراء و البيع المتزامن لنفس الورقة المالية على مستوى سوقين مختلفتين و بأكبر سعر ممكن.

إذن يتجلى من خلال هذا التعريف أن وظيفة المحكمين هي العمل على تصحيح السعر عند انحرافه مؤقتاً عن قيمته الحقيقية (التي تعكس المعلومات الأساسية حول المؤسسة)، و لشرح كيفية حدوث هذه العملية نعطي مثالا: بورقة مالية لها بديل أمثل أي ورقة مالية أخرى بنفس مستوى الخطر النظامي، يفترض أن يكون لكلا الورقتين نفس السعر عند التوازن، و في الحالة العكسية تكون هناك إمكانية تحقيق ربح دون تحمل أي خطر من خلال القيام بعمليتين متوازيتين: بيع الورقة الأعلى و شراء الورقة الأقل ثمناً، فإذا نهج جميع المستثمرين العقلانيين هذا السلوك فسيؤدي كثرة الطلب على الورقة الأقل سعرا إلى ارتفاع ثمنها، في حين أن كثرة المعروض من الورقة الأعلى سعرا ستؤدي إلى انخفاض ثمنها.

و بالتالي سيعمل سلوك المحكمين على تساوي سعر كلا الورقتين، بحيث كلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة و على مستوى سوق مثالي تعطي جميع الأوراق ذات خطر نظامي متماثل عوائد متماثلة (نفس السعر).

<sup>1</sup> -صفية صديقي، "طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع تطبيق على بورصة باريس خلال فترة 2007-2010"، ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص: 11-14.

نلاحظ أن جميع المفاهيم و الأسس التي قامت عليها فكرة الكفاءة تتركز على قدرة السوق على الوصول إلى سعر يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية، مما يبرز الأهمية البالغة التي يحظى بها ميكانيزم الأسعار في إطار هذه النظرية و لذا لا بد من معرفة الكيفية التي يفترض بالأسعار أن تشكل وفقها داخل سوق كفو<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: إثبات كفاءة السوق المالي و النتائج المستخلصة.

كفاءة السوق المالي: إن الاختبارات المجرات لأجل إثبات الكفاءة كثيرة جدا، كما أن لكل باحث طريقته في تصنيفها و من المستحيل في هذا المقام رصدها جميعا و لذا اخترنا الاكتفاء بالإشارة إلى نوع الاختبار الخاص بكل مستوى:

"فللمستوى الضعيف يتم عادة اختبار القدرة على التنبؤ بالعوائد انطلاقا من السلاسل الزمنية للأسعار الماضية. كما يتم اللجوء لأجل اختيار السير العشوائي للأسعار إلى البحث عن مدى إمكانية تحقيق أرباح من خلال اللجوء إلى بعض الاستراتيجيات الفنية. غير أن التجارب أثبتت عجز هذه الأدوات عن فعل ذلك و حتى لو استطاعت بعض الدراسات إثبات تحقيق أرباح غير عادية عن طريق اللجوء إلى مثل هذه الاستراتيجيات فإن هذه الأرباح تبقى دائما أقل من تكاليف الصفقات المرتبطة بها."<sup>2</sup>

"فيما يتعلق بإثبات المستوى المتوسط للكفاءة نجد: دراسة الأحداث تسمح بتقدير سرعة استجابة سعر الورقة المالية لجميع أنواع المعلومات الواردة إلى السوق. و يشير ميشال ألبوي " **Michel Albouy** " في مقاله "هل لا يزال في وسعنا الاعتقاد في كفاءة أسواق المال". إلى أن صعوبة هذه الدراسة تكمن في مدى القدرة على عزل الحدث المراد دراسته عن إجمالي المعلومات المتوفرة حول المؤسسة، و كذا الوقوف على التاريخ الدقيق لمعرفة السوق بهذا الحدث، و لهذا الغرض تم استعمال عدد كبير من الأوراق المالية ثم حساب رد فعل السوق عن طريق حساب المر دودية."<sup>3</sup>

### النتائج المستخلصة من كفاءة أسواق المال:

لقد قدم كل من ريشارد بريلي و ستوارت مايرز " **Richard Brealy et Stewart Myers** " عام 1981 ستة نتائج يمكن استنباطها من كفاءة الأسواق المالية و هي:

<sup>1</sup>-صفحة صديقي، مرجع سابق، ص: 14-15.

<sup>2</sup>-صفحة صديقي، مرجع سابق، ص: 17.

<sup>3</sup>-صفحة صديقي، مرجع سابق، ص: 17-18.

1. لا يتمتع سوق المال بالذاكرة، حيث لا يحتوي الأسعار الماضية و تغيراتها على أية معلومات حول الأسعار المستقبلية، و بالتالي لا فائدة ترجى من تحليلها لتوقع المستقبل.
2. يمكن الوثوق دائما في أسعار السوق و هذا لأن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة، و بالنتيجة فإن أي تحليل مالي لن يكون إلا نشاطا مكلفا لا يدر أي أرباح.
3. لا وجود لوهم مالي، إذ لا يمكن للتلاعب المحاسبية بالنتيجة أن تخدع المستثمرين أو تؤثر على قراراتهم لأنه لا أهمية إلا للتدفقات المستقبلية.
4. المستثمر مسؤول على القيام بالتحكيم و التنوع، فلا وجود في السوق الكفاء لعلاوة مرد ودية هدفها مكفأة الأعمال التي في وسع المستثمرين القيام بها بأنفسهم، إذ ليس من حق المستثمر المطالبة بعلاوة خطر في مقابل خطر قابل للإلغاء من خلال التنوع مثلا.
5. تشكل الأسهم البدائل الأمثل فيما بينها. فباعتبار أن جميع المستثمرين يملكون المعلومات ذاتها، و باعتبار أن لا أهمية إلا لثنائية(الخطر-المردودية) فلن يرغب أي شخص في ورقة مالية تقدم علاوة خطر أقل من تلك التي تقدمها الأوراق الأخرى و العكس، و بالتالي سيتحدد سعر الورقة المالية بناء على علاوة الخطر و ليس على العرض و الطلب. فعملية بيع كميات كبيرة من الأسهم مثلا لن تؤدي بالضرورة إلى انخفاض سعرها.
6. على المستثمر تعلم تفسير معطيات السوق إذ يمكن للسعر أو لمعطيات السوق أن تقدم معلومات دقيقة حول مستقبل المؤسسة، و هي تعد أفضل من المعلومات المحاسبية، لأن القيمة السوقية تضمنت جميع المعطيات المحاسبية إضافة إلى المتغيرات الخارجية كمعدل الفائدة، معدل الصرف...<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: الإطار النظري للمالية السلوكية.

من خلال هذا المبحث نهدف لتوضيح مفهوم المالية السلوكية التي لا تعتبر حديثة العهد، غير ذلك وجود عدة دوافع التي كانت سبب ظهور هذه النظرية ز الفرضيات التي بنيت عليها نظرية المالية السلوكية و التي لو تخلو من وجود بعض الانحرافات و هو ما سيتم توضيحه من خلال المبحث الموالي:

#### المطلب الأول: ظهور المالية السلوكية و مفهومها.

<sup>1</sup>حافية صديقي، مرجع سابق، ص: 19-20.

عند البحث في هذا الاتجاه لاحظنا أنه ليس حديث العهد في المالية كما يبدو في الواقع فقد سبق و أن حاول بعض الباحثين تقديمه للوسط الأكاديمي، غير أنه لم يلاقى الترحيب و القبول آنذاك ثم عاود الظهور من جديد و هذا ما سنتطرق إليه:

### 1. نبذة تاريخية:

"إن موضوع السلوك ليس جديدا في المالية، فقد أشار زولا "Achal Zoula" في مؤلفه النقود عام 1891م إلى سلوك أعوان الصرف في مواجهة المخاطر التي تعرضت لها البورصة آنذاك، حيث قدم وصفا مفصلا لنوبات الهلع الجماعية التي انتابهم عند قدوم معلومات جديدة لم تلبث في آخر المطاف أن تكون مجرد إشاعات لا أساس لها من الصحة، و قد شبه تلك الحالة بإحدى المعارك الحامية أين تختلط الأمور و تنتشر الفوضى، و ترى الجميع يركضون في كل الاتجاهات دون أن يكون لأي منهم إدراك واضح لما يحدث."<sup>1</sup>

و استنادا إلى دراسات سابقة لموضوع المالية السلوكية نذكر أهمها:

#### • دراسة Bourachnikkova 2009:

تمحورت الدراسة حول اختيار نموذج بناء المحفظة المالية الخاص بماركوفيتز "Markowitz" النموذج الذي جاء به كل من شفرين "Schwerin" و ستاتمن "Statham" (2000) واقع الدراسة القياسية قامت على 71 سهم مدرج في مؤشر SBF120، المعطيات كانت يومية في الفترة ما بين 1 جوان 2001 إلى 1 جوان 2007، قامت بتكوين محافظ مالية حسب الاتجاهين باستعمال طريقة BOOTSTRAP و استنتجت أن المستثمرين حسب هذه النظرية يصبون اهتمامهم على الأصول الأقل مخاطرة بغض النظر عن العوائد المترتبة عنها.

#### • دراسة BENKOUSSI 2010:

اهتمت هذه الدراسة بتفسير الأزمة المالية الحالية حسب الاتجاه السلوكي، حيث أظهرت هذه الدراسة أن المستثمرين في هذه الفترة كانوا يتمتعون بالثقة في أسواق رأس المال قبل حدوث الأزمة و هذا ما أدى إلى ظهور الفقاعات السعرية، الدراسة القياسية تمت في الفترة ما بين 8 سبتمبر 2008 إلى 3 أكتوبر 2008 حيث تم اخذ عينة من 10 مؤسسات مالية أمريكية بنوك و مؤسسات تأمين، معطيات كانت يومية (سعر الإقفال) الهدف من الدراسة كان مقارنة بين الأسعار التاريخية للأصول المالية الخاصة و الأسعار المتوقعة في فترة الدراسة

<sup>1</sup>-صديقي صفية، مرجع سابق، ص: 28.

باستعمال نموذج MEDAF ذات عامل واحد إلى غاية نموذج ستة عوامل، توصل إلى أن السوق تميز بالكفاءة خلال الأزمة المالية.<sup>1</sup>

• دراسة MAMADO 2010:

"سعت لمحاولة برهنة أن عامل السوق غير قادر على تفسير المر دودية و إنما يوجد عوامل أخرى كعامل الحجم، تم التطبيق على 30 أصل مالي مدرج في مؤشر CAC40 في الفترة ما بين 1 جانفي 2003 إلى 6 أكتوبر 2009، ركز على دراسة أثر الزخم l'effet momentum على المحافظ المالية حيث قام بمقاربة العوائد اليومية مع العوائد الشهرية و توصل إلى أن اثر الزخم من بين التشوهات التي تعاني منها نموذج MEDAF و الذي يتعارض مع مبدأ الكفاءة.

• دراسة صديقي 2012:

تمت الدراسة ببورصة باريس في الفترة الممتدة ما بين 1 جانفي 2007 إلى 31 جانفي 2008 و حتى إلى غاية 2010، حيث تركزت حول منهجية بناء محفظة أوراق مالية وفقا لتحليل العائد-مخاطر و التحليل السلوكي من خلال جمع معطيات التي تمثلت في أسعار الإقفال و توزيعات الأرباح الأسبوعية أسهم من شركات مدرجة في CAC40، و أظهرت نتائج هذه الدراسة أن المحافظ المشكلة وفقا لتحليل ماكوفيتز هي أكثر كفاءة و أن للتنوع أثر كبير على أدائها، أما فيما يتعلق بالمحفظة التي تم تشكيلها حسب التيار السلوكي فقد هدفت الدراسة بشكل أساسي إلى توضيح ما جاء به هذا التحليل لا الحكم على مدى كفاءتها كون هذا التحليل لم يتوصل بعد إلى نموذج قياسي محدد بمعايير إحصائية و رياضية واضحة.

• دراسة BENTAYEB 2013:

ركزت الدراسة حول إمكانية أن تقدم المالية السلوكية شرح لأسباب ضعف أسواق رأس المال و أن تكون بديلا لنظرية الكفاءة التي تبث أنها خرافة أو فكرة خيالية و هذا لأن العقلانية لا يتمتع بها جميع المستثمرين، كما حاولت تحليل الأزمة المالية 2007 من وجهة نظر النظرية السلوكية و أهم الأسباب التي أدت إلى حدوثها ز استنتجت في الأخير أنه حتى تقل الأزمات في أسواق رأس المال لا بد من دراسة و فهم العوامل التي تؤثر على المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> -بن الضب علي، بلقاسم حليلة، "نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية و كفاءة أسواق رأس المال-دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة في البورصة السعودية خلال فترة 2011-2014"، أبحاث اقتصادية و إدارية، المركز الجامعي لعين تموشنت، الجزائر، العدد 18، ديسمبر 2015، ص: 299.

<sup>2</sup> -بن الضب علي، بلقاسم حليلة، مرجع سابق، ص: 300.

## 2. مفهوم المالية السلوكية:

"المالية السلوكية تحديدا هي تطبيق لعلم نفس الأفراد و الجماعات على المالية، وقد قدمت هلين لومونتاني في مقالها التعريف التالي: المالية السلوكية هي مجموع المقاربات التي تقترح و تقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال و المؤسسات على حد سواء.<sup>1</sup>"

"المالية السلوكية هي هذا الاتجاه الجديد الذي يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية الكفاءة التشوهات الملاحظة في أسواق المال و غيرها من المسائل العالقة بالاعتماد على الجمع بين المالية و علم النفس و الأخذ في الاعتبار البعد الإنساني لعلم الاقتصاد.<sup>2</sup>"

## 3. دوافع ظهور المالية السلوكية:

"تعرف أسواق رأس المال العديد من التشوهات التي أثبتت وجود ضعف و قصور في نظرية الكفاءة كأثر بداية و نهاية الأسبوع حيث أثبتت دراسة كل من فرانش 1980 و هاس 1981 أنه يوجد فارق في العوائد اليومية للأوراق المالية حيث اتضح أنها سالبة يوم الاثنين و موجبة في نهاية الأسبوع، و هذا كون أن المستثمر يلجأ إلى الشراء يوم الاثنين عند ساعة الإقفال و يقوم بالبيع يوم الجمعة عند الإقفال ما يحقق له عوائد ايجابية.

إضافة إلى أثر بداية السنة (أثر جانفي) حيث ثبت لفترات طويلة أن أسعار الأصول تعرف تحركات غير طبيعية ما بين ديسمبر و جانفي هذه التحركات يمكن التنبؤ بها و هذا ما يتعارض مع نظرية كفاءة أسواق رأس المال، و قد نسب الاقتصاديون هذا الأثر إلى اعتبارات جبائية حيث أن المستثمرون يلجؤون إلى الشراء قبل نهاية ديسمبر و إعادة البيع في جانفي لتحقيق أكبر العوائد و من أجل تقليص الوعاء الضريبي.

كما أشارت بعض الدراسات كالدراسة التي قدمها بانز سنة 1981 أن المؤسسات الصغيرة الحجم تمنح عوائد مرتفعة للمساهمين بشكل غير عادي و في فترات طويلة و هذا ما يعرف بأثر الحجم و تستمر هذه الظاهرة حتى مع ضبط معدل العائد على المخاطر الملازمة لصغر حجم المؤسسة المعينة.

اعتبرت هذه المشاكل و التشوهات التي عمت أسواق رأس المال مثل الدافع الذي حفز الاقتصاديين على البحث عن تيار جديد يكون قادر على تفسير هذه المشاكل من جهة و إيجاد حلول لها من جهة ثانية و تمثل هذا التيار في المالية السلوكية.<sup>3</sup>"

<sup>1</sup>-صفية صديقي، "طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية"، مع تطبيق على بورصة باريس خلال فترة 2007-

2010، ماجستير كلية علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص: 29-30.

<sup>2</sup>-صفية صديقي، مرجع سابق، ص: 30.

<sup>3</sup>-بن الضب علي، بلقاسم حليلة، مرجع سابق، ص: 302.

## المطلب الثاني: الفرضيات الأساسية لنظرية المالية السلوكية.

تقوم المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين نابعتين من ملاحظة الأداء الفعلي لسوق رأس المال و هما:

## ➤ الفرضية الأولى: عدم رشاد المستثمرين

لقد قامت نظرية الكفاءة على اعتبار تمتع جميع المستثمرين بالرشاد و العقلانية إذ يتبع سلوكهم نموذجاً محددًا مسبقاً و حتى و لو وجدت سلوكيات غير عقلانية فإنها لا تعدوا أن تكون ظواهر عشوائية و غير مترابطة يلغي بعضها أثر بعض، غير أن المالية السلوكية ترى أن هناك تعايشاً بين المستثمرين العقلانيين و المستثمرين الجاهلين أو العامة. الذين عرفهم أندري أورليان في مقاله بأنهم "أولئك المستثمرون الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية، سواء باستعمال إشارات خاطئة، أو إتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني أو متبعوا الاتجاهات الذين يقومون بالشراء أثناء الاتجاه الصاعد و يبيعون حين يكون الاتجاه نازلاً." هذا إذن جوهر نظرية المستثمرين غير عقلانيين، التي تهتم بالحالات التي تكون فيها السلوكيات العشوائية و غير عقلانية متبوعة بعدد كبير من المستثمرين مما يجعل تأثيرها على الأسعار كبيراً.<sup>1</sup>

ينتج عن التعايش بين هاتين الفئتين من المستثمرين توقعات غير متجانسة، و تكون عندها السلوكيات غير العقلانية مرتبطة، إذ عوض أن تلغي بعضها البعض تتراكم في نفس الاتجاه بفعل التقليد و المحاكاة أو ما يعرف بسلوك القطيع مكونة بذلك اتجاهها سعرياً.

إذن تتركز المالية السلوكية على كون السوق هو المكان الأمثل للتفاعلات الاجتماعية، و هو الجانب الذي تجاهلته النظرية التقليدية، فهو ليس مجرد أفراد منعزلين و مستقلين و إنما مجتمع معقد من العلاقات و التفاعلات يلعب فيه الاتصال بين المستثمرين دوراً هاماً، كما أن السلوكيات الفردية فيها تؤثر على بعضها البعض، ناهيك عن أن تغير الأسعار لا يكون نتيجة لظهور معلومات جديدة فقط، و إنما قد يكون نتيجة إشاعات أو أقاويل.

قد يقود الخوف من ارتكاب الأخطاء بعض المستثمرين -خاصة المبتدئين- إلى تقليد غيرهم لاعتقادهم أنهم أكثر دراية بالسوق، و هذا ما يطلق عليه بالتقليد المعلوماتي.

يمكن للتقليد أن يكون سلوكاً مناسباً إذا اعتقد المستثمر أن مستثمر آخر يمتلك معلومات خاصة أو يتصرف بناءً على تحاليل الخبراء، لكن إذا قام عدد كبير من المستثمرين بالتقليد فهذا يؤدي إلى ظهور ما يطلق عليه

<sup>1</sup> -صفية صديقي، "طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية"، مرجع سابق، ص: 35.

شلال معلوماتي، لا تعكس الأسعار عندها معلومات خاصة، وإنما تضخما للمعلومات التي في حوزة الأفراد الذين بدؤوا هذا الاتجاه.<sup>1</sup>

إذن لتقليد المعلوماتي أثر مزدوج: "يكون عقلانيا حين يكون وراء عدد قليل من الأفراد(فمن العقلاني تقليد من يعرف أكثر)، غير أنه يصبح غير عقلاني إذا تضخم هذا العدد(يصبح التقليد للمقلدين)، و يصف كيندليرغر KINDLEBERGER هذا الأثر بقوله "إن سلوك كل فرد هو عقلاني أو كان ليكون عقلانيا لولا قيام الآخربنتقليد". و نشير أخيرا إلى أن الاتصال بين الأفراد يسهم في نشر السلوكيات غير العقلانية و تضخيمها و ارتباطها.<sup>2</sup>

### ➤ الفرضية الثانية:محدودية التحكم

ليست أسواق المال في الواقع أسواق مثالية،و هذا يعود لوجود ما أطلقنا عليه اسم المستثمرون الجاهلون مما يقتضي بالضرورة وجود المحكمين لأجل إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين و العودة بالسعر إلى قيمته الحقيقية،غير أن هذه العملية قد تكون محدودة الأثر بفعل الارتباط بين السلوكيات غير عقلانية للعمامة(القطيع) التي تتفاقم كما ذكرنا سابقا،مما يضعف من قدرة المحكمين على إلغاء أثرها كما افترضت النظرية التقليدية،و يجعل التحكم في السوق بيد الفئة العادية،كما أن عملية التحكم في الواقع الأمر تنطوي على عدة مخاطر نذكر منها:

✓ الخطر الأساسي أو النظامي: إن الشرط الأساسي للقيام بعملية التحكم هو وجود البديل الأمثل للورقة المالية،غير انه و في الواقع و بالخصوص عند وجود فقاعات سعريه،أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية،و من المستحيل العثور على البديل الأمثل و يطلق عليه الخطر النظامي كونه غير قابل للتنويع.

✓ الخطر الثاني: ناجم عن الجهل بالموعد المحدد لانفجار الفقاعة السعريه، و يقدم أكتاس مثلا مبسطا لتوضيحه.

لنفرض أن مسيرا لأحد صناديق التوظيف أدرك في ربيع سنة 1986 وجود أوراق مالية مسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية،فالسلوك الأمثل الذي عليه أن يقوم به في هذه الحالة هو "البيع المكشوف" أي أن يقوم ببيع أوراق لا يملكها بالسعر الحالي على أن يتم تسليمها في موعد لاحق (عادة بعد شهر) فإذا لم تنفجر الفقاعة

<sup>1</sup>-صفحة صديقي، مرجع سابق، ص: 35-36.

<sup>2</sup>-صفحة صديقي، مرجع سابق، ص: 36-37.

السعرية أي لم يحدث الانخفاض الذي يتوقعه خلال مدة العقد يمكنه أن يقوم بتمديده لشهر آخر مثلا متحولا بذلك خسارة إضافية إلى التكاليف القيام بالتمديد و تمثل هذه التكاليف مصدرا آخر للخطر.<sup>1</sup>

✓ خطر السيولة: هو من بين الأخطار التي قد تحد من عملية التحكيم، فقد لا يستطيع المحكمون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة و قد يلجؤون عندها للاقتراض من الغير الذي قد يطالب بتسديد الدين لسبب أو آخر قبل أن يحقق المحكم العوائد المرجوة مما يجبره على تصفية مركزه و الخروج من السوق متحولا خسارة، إذن و بفعل هذا الخطر حتى لو أدرك المحكمون أن الأسعار غير معقولة فليس في وسعهم القيام بشيء لإعادة التوازن إلى السوق.

إضافة إلى الأخطار السابقة و التي يمكن أن تعمل على الحد من عملية التحكيم، نشير إلى أنه يمكن أن يكون لهذه العملية أثر عكسي إذ يساهم المحكمون في اختلال توازن السوق عوضا عن تصحيحه و هنا يدخل التشكيك رشادة المحكمين أنفسهم و مدى قدرتهم على معرفة القيمة الحقيقية انطلاقا من تفسير إشارات السوق. بمعنى معرفة إذا كان التغيير في السعر حدث نتيجة خطأ في تقدير قيمة الورقة المالية أو استجابة عقلانية لتغير في العوامل الأساسية. كما يمكن أن يكون من العقلاني أحيانا أن يسلك المحكمون نفس سلوك الأغلبية الذين يميلون إلى اعتبارات التطورات المستقبلية تكرارا لما حدث في الماضي. و يتبعون عندها إستراتيجية التغذية العكسية الموجبة "POSITIVE FEEDBACK" أي الشراء حين يرتفع الأسعار و البيع عند انخفاضها، و عليه فإن أفضل ما يقوم به المحكمون في هذه الحالة هو السير مع التيار، و الاستفادة من معرفتهم بالأساسيات و قدرتهم على توقع توقيت انعكاس الاتجاه السعري لأجل التخلي عن الأوراق المالية في الوقت الذي تستمر فيه الأغلبية في الشراء، إذا عوض أن يقوم المحكمون بدورهم المنوط بهم في نظرية الكفاءة، نجد أنهم يقومون في هذه الحالة بإثارة أخطاء التقييم لدى العامة و حتى متبعي الاتجاهات على الشراء بكميات كبيرة مما يعني التسبب في ظهور اتجاه سعري ثم الاستفادة من انعكاسه. و عليه فإن التحكيم في المالية السلوكية هو عملية محدودة الأثر لا تخلو من المخاطر كما قد لا تقود إلى إلغاء الفارق بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية.<sup>2</sup>

نلاحظ بعض عرض الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية، أنها شككت في مفهومين أساسيين هما (الرشاد و التحكيم). و لم تكتف بهذا و إنما أكدت ما توصلت إليه من نتائج ممن خلال ملاحظة مجموعة من الظواهر الشاذة في أسواق المال ثم السعي إلى تفسيرها في ظل إطار نظري مستقل و خاص و من خلال الاستعانة بعلم النفس تم اكتشاف بعض الانحرافات التي يتصف بها معظم المتعاملين في السوق المالية مما يجعل

<sup>1</sup> صافية صديقي، مرجع سابق: ص: 37.

<sup>2</sup> -صافية صديقي، مرجع سابق، ص: 38-39.

قراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية و نحاول الآن مناقشة بعض الانحرافات الملاحظة كونها أهم ما يشكل الإطار النظري للمالية السلوكية.

المطلب الثالث: أهم الانحرافات السلوكية الملاحظة

الشكل (02-01): الخطأ في الإدراك البصري.



المصدر: صفية صديقي، طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مع التطبيق على بورصة باريس ما بين 2007-2010 ،ماجستير ،كلية علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص: 40.

يبدو أن الخط السفلي أطول من الخط العلوي و هذا خطأ فكلاهما متساويان في الطول، و على غرار هذا الخطأ في الإدراك البصري يؤثر على القرارات و بالتالي تكون غير سليمة بفعل أخطاء إدراكية.

هناك من يقسمها إلى أخطاء إدراكية و أخرى انفعالية و هناك من يصنفها حسب موضوعها (الفرد أو الجماعة) و سوف نوضح تصنيف BARERIS ET THALER و تقسيمها حسب نطاق تأثيرها:

I. الانحرافات المؤثرة على التوقع (التنبؤ):

يميل الفرد حين يكون بصدد بناء توقعاته التي يفترض أن تكون عقلانية حسب النظرية التقليدية إلى اقتراح أخطاء إدراكية، لان التصورات العقلية للإنسان لا يمكن أن تتطابق كلية مع الواقع و هذا لكونه عاجزا عن ملاحظة و معرفة كل الوقائع و الأحداث سواء بالنسبة للأمور البسيطة أو تلك المعقدة، و من الخطأ نذكر:

1) الثقة المفرطة :

يقصد بها مبالغة الأفراد في تقدير قدراتهم، و ما يجوزتهم من معلومات (الوهم المعرفي) فالكمل يعتقد في قدرته على التغلب على السوق و التمادي في هذه الثقة يقود إلى حالة من التفكير السحري إذ يعتقد عندها الفرد بأنه يؤثر على الأحداث بشكل ما، أو أنه يتلقى إشارات خفية أو غبية.<sup>1</sup>

و يصف كل من "دوبونت" و "تالر" 1995 هذا الانحراف بكونه أقوى نتيجة أثبتتها الأبحاث في علم النفس و لإثبات هذه النتيجة ما عليك إلا سؤال مجموعة من الأفراد عما إذا كانوا يعتبرون أنفسهم من بين 50% التي تحسن القيادة أو من بين 50% المقابلة، فستلاحظ عندها أن حوالي 98% يعتبرون أنفسهم من الفئة الأولى، في حين من الفروض أنه و في محيط يتمتع أفرادها بالرشادة و بصورة ذاتية حقيقية سيعتبر النصف أنفسهم من الفئة الثانية. يتفرغ عن الثقة المفرطة انحراف من نوع آخر يطلق عليه العقلنة بمعنى السعي إلى إيجاد مبررات عقلانية للسلوكيات الذاتية الغير عقلانية، سواء بإدعاء التعرض لإكراه خارجي أو بإسنادها لشخص آخر، أو بإسنادها للذات إذ يعتقد عندها الأفراد بأن النجاح هو وليد لمهاراتهم الشخصية و بأن الخسارة سببها العوامل الخارجية. و قد توصل كل من باربر و أودين إلى نتيجة مفادها أن هذا أكثر شيوعا لدى الرجال مقارنة بالنساء و خاصة غير متزوجين منهم، كما أنه يتفاقم بعد تعود الربح في السوق.<sup>2</sup>

## (2) التفاؤل:

"يميل الأفراد عامة إلى الاعتقاد بأن مستقبلهم سيكون أفضل حالا و لهذا يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي يجوزتهم مع التقليل من أهمية التذبذبات التي يشهدها سعره، بالإضافة إلى اعتقادهم في صحة و دقة المعلومات التي يملكونها.

يعد الإفراط و الثقة سببا لكثير من الحروب و الاكتشافات العلمية و الأنشطة الاقتصادية، غير أنه حين يتعلق بالاستثمار فإنه غالبا ما يقود إلى قرارات خاطئة.

## (3) الحساب العقلي:

تم اقتراحه من طرف تالر (1980-1985) إذ يميل الأفراد إلى التفريق في عملية اتخاذ القرار بين معطيات يجب الجمع بينها، كأنهم ينشؤون بذلك أرصدة عقلية متفرقة خاصة بكل معطى في الوقت الذي يفترض أن يتم التعامل فيه مع جميع المعطيات في آن واحد. و يؤثر هذا الانحراف عند بناء محفظة الأوراق المالية و التعامل مع الأوراق المكونة لها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>-صفية صديقي، مرجع سابق، ص: 41.

<sup>2</sup>-صديقي صفية، مرجع سابق، ص: 42.

<sup>3</sup>-صديقي صفية، مرجع سابق، ص: 42-43.

إلى جانب هذه الانحرافات يمكن أن نشير إلى انحرافات إدراكية أخرى:

- امتلاك ذاكرة قصيرة المدى و أفق زمني محدودة بالنسبة للمستقبل .
- امتلاك رؤية نفقية (**Une vision en tunnel**) و لشرح ذلك نعطي المثال التالي: نفترض أن شخص (أ) و (ب) يملك كل منهما سهم بقيمة \$120 اشترى (أ) هذا السهم بقيمة \$100 في حين كلف (ب) \$50، فجأة انخفض سعر السهم إلى \$60، فأى المستثمرين سيتضرر أكثر؟
- سيجيب الأغلبية أن الخاسر الأكبر هو (أ) لأنه سيتعرض لخسارة كبيرة في حين أن (ب) لن يتعرض للخسارة و إنما سيحقق ربحاً أقل فقط، لكن إذا قمنا بتوسيع نطاق التفكير عدا عن اعتبار المتغير الوحيد هو الربح/الخسارة بالنسبة لسعر الشراء، سنلاحظ أن كلا من (أ) و (ب) سيرى أن ممتلكاته الإجمالية انخفضت إلى النصف و من وجهة نظر عقلانية فإن مقدار الضرر سيلحق بكلا المستثمرين متساوي.
- تفسير السلاسل على أنها اتجاهات، إضافة إلى تخيل وجود علاقة سببية بين الأحداث المتسلسلة، فالكثير يعتقد عند إلقاء قطعة نقدية مثلاً أن احتمال الحصول على FFF PPP هو أقل من احتمال الحصول على FPP FPF في حين أن الاحتمال هو نفسه لكليهما.
- خطأ الارتداد أو الاستذكار (**L'erreur rétrospective**)، يقع فيه الأفراد الذين ينسون تقييمهم الأساسي فبمجرد اطلاعهم على نتائج المعلنة يتبعونها و يعتبرونها متشابهة و قريبة من تقييمهم الأصلي، إذ يقولون "لقد سبق أن قلت هذا بالفعل!".
- يوجد انحراف مقابل للمعارف المبسطة هو: الكم الإدراكي (المعرفي) الزائد و يقصد به الغرق في المعلومات و القرارات الواجب اتخاذها.<sup>1</sup>

## II. الانحرافات المؤثرة على التفضيل:

### 1. طريقة عرض الموضوع أو المشكلة:

أثبت الباحثان من خلال جملة استبيانات و اختبارات أن معظم الأفراد يتأثرون بالطريقة التي شكل أو قدم بها الموضوع، و ذلك دون التعمق في التفكير أو البحث أكثر و يقومون بتغيير تفضيلاتهم مباشرة عقب إعادة صياغة الموضوع أو الإشكال خاصة حين يتعلق الموضوع المقدم بمسألة مالية و من جملة الاختيارات التي أجراها نذكر ما يلي:

<sup>1</sup> -صديقي صفية، مرجع سابق، ص: 44-45.

قاما بتوزيع استبيان على طلبة جامعتي ستانفورد و كولومبيا

أ- الصيغة الأولى للإشكال ثم تقديمها لعينة مكونة من 152 طالب.

تستعد الولايات المتحدة لمواجهة مرض جديد قادم من آسيا، تتوقع أنه سيقضي على حوالي 600 شخص و قد وضعت لمواجهة برنامجا مع توقعات علمية دقيقة لنتائج كل منهما.

✓ إذا قامت بتطبيق البرنامج (A): سينجو 200 شخص.

✓ إذا تم تطبيق البرنامج (B): هناك احتمال 3/1 بأن ينجو 600 شخص، و احتمال 3/2 أن يموت الجميع، فأبي البرنامجين تختار؟

تضمنت طريقة تقديم هذا المشكل احتمالات النجاح، لذا فإن أغلب من أجابوا حاولوا تجنب الخطر باختيار البرنامج الأول أين سينجو 200 شخص.

ب-الصيغة الثانية للمشكل تم تقديمها لعينة مكونة من 155 طالب.

✓ إذا تم تطبيق البرنامج (C) فسيموت 400 شخص.

✓ إذا تم تطبيق البرنامج (D) فهناك احتمال 3/1 ألا يموت، و احتمال 3/2 أن يموت 600 شخص فأبي البرنامجين تختار؟

نلاحظ بأن المشكل هو نفسه، فقط تمت صياغته من جديد بشكل يظهر الخسائر المتوقعة، و لذا أغلب من أجابوا بالمخاطرة اختاروا البرنامج D لان احتمال موت الجميع أكثر قبولا من موت مؤكدا ل 400 شخص.

إذن نلاحظ من خلال هذا الاختيار كيف تغيرت تفضيلات الأفراد اتجاه نفس المشكل. بمجرد صياغته.

ب-تجنب الخسارة:

من خلال المثال السابق، ظهر جليا كيف أن الأفراد يميلون إلى تجنب الخسائر في الوضعيات التي تتضمن الربح، و يميلون إلى المخاطر في الوضعيات التي تتضمن خسارة. فالجميع يخشى الخسارة لأن وقعها أكبر من الربح. يمكن

توضيح هذه الحساسية الزائدة للخسارة من خلال الدالة التي اقترحها كل من (Barberis &Huang):

$$W(x)=x \quad \text{si } x \geq 0$$

$$W(x)=2x \quad \text{si } x < 0$$

هذا التجنب للخسارة قد يقل عقب تحقيق الأرباح و قد يزيد عقب الخسارة، كما قد يسبب انحرافا آخر هو: صعوبة إدراك الخسائر و نقص التردد في البيع لوجود تعلق عاطفي و انطباع بأن التخلي عن هذا العنصر يعد خسارة في الثروة، و الاعتقاد بأن السوق هو الذي يجهل القيمة الحقيقية، حيث يميل المستثمر في هذه الحالة إلى تأجيل بيع الأوراق المالية الخاسرة على أمل تعويض هذا الخسائر مستقبلا، بالرغم من أن القاعدة الاستثمارية التي يجب إتباعها في هذه الحالة هي قاعدة التي تستند إلى الخسائر، و يعود هذا لصعوبة الاعتراف بالخطأ بسبب عناد المستثمر و شعوره بالنقص، لذا فهو يفضل الاستمرار في الخسارة على الإقرار بخطئه.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: الاتجاه السلوكي في تقييم و تحليل الأوراق المالية.

امتد الاتجاه السلوكي في مالية الأسواق ليتجاوز التنظير في بناء المحفظة إلى التنظير في تقييم الأوراق المالية المشكلة لها، كما أن عملية التقييم تتم باستمرار .

سنعتمد في هذا الجزء إلى التعريف بأساسيات التحليل المالي و الأخذ بشقيه الأساسي(المالي) و الفني كأداة لتحليل و تقييم النظرية المالية السلوكية.

#### المطلب الأول: أساسيات التحليل الأساسي المالي الحديث.

##### 1- نظرة تاريخية عن التحليل المالي:

" لقد نشأ التحليل المالي في نهاية القرن 19 إذ استعملت البنوك و المؤسسات المصرفية النسب المالية التي تبين مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها استنادا إلى كشوفها المحاسبية، إضافة إلى ذلك فإن الأزمة الاقتصادية التاريخية الممتدة من الفترة بين 1929 – 1933 كان لها أثر معتبر في تطوير تقنيات التسيير و التحليل المالي، ففي سنة 1933 أسست في الولايات المتحدة الأمريكية لجنة للأمن و الصرف، ساهمت في نشر التقديرات و الإحصائيات المتعلقة بالنسب المالية لكل قطاع اقتصادي .

و قد كان لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية دور هام في تطوير تقنيات التحليل المالي في فرنسا، حيث أظهر المصرفيون و المقرضون الهامون اهتمامهم بتحديد خطر استعمال أموالهم بصفة دقيقة، و مع تطور المؤسسات و وسائل التمويل في الستينات انصب الاهتمام على نوعية المؤسسة، عليه تكونت في فرنسا سنة

<sup>1</sup> -صافية صديقي، "طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس 2007-2010"، مذكرة ماجستير، كلية علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقة، 2011-2012، ص: 45-46.

1967 لجنة عمليات البورصة التي من أهدافها تأمين الاختيار الجيد و تأمين العمليات المالية التي تنشرها الشركات المحتاجة إلى مساهمة الادخار العمومي.

كما أن تزايد حجم العمليات و تحسن نوعيتها ساهم بشكل كبير في خلق نظرة جديدة للتحليل المالي حيث تحول من تحليل ساكن ( لفترة معينة أو سنة ) إلى تحليل ديناميكي ( دراسة الحالة المالية للمؤسسة لعدة سنوات متعاقبة أقلها 3 سنوات، و المقارنة بين نتائجها و استنتاج تطوير سير المؤسسة المالية )، و أدى تعميم التحليل المالي في المؤسسات إلى تطور نشاطاتها و تحقيقها إلى قفزات جد مهمة في الإنتاج و الإنتاجية.<sup>1</sup>

## 2- مفاهيم التحليل الأساسي:

"هو ذلك التحليل الذي يقوم به رجال متخصصون يطلق عليهم اسم المحللون الأساسيين، يعملون على تحليل البيانات و المعلومات الخاصة بالظروف الاقتصادية و الصناعية و المالية بهدف التنبؤ بما سيكون عليه ربحية الشركة لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، و مقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم."<sup>2</sup>

"هو ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام و ظروف القطاع بشكل خاص من جهة و ظروف الشركة المعنية بشكل مفصل من جهة أخرى حيث يهدف للوصول إلى ما يسمى بالسعر العادل أو الحقيقي للسهم و مقارنته بسعر السوق، إذا كان السعر السوقي أقل بكثير من السعر العادل يكون هذا السهم فرصة استثمارية و إذا كان أكبر من السعر العادل فيجب تجنب عملية الاستثمار في ذلك."<sup>3</sup>

و يعرف أيضا: "المدخل الذي يعتمد في تحليله على البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح و التدفقات المستقبلية للشركة محل التحليل. و يركز التحليل على فلسفة و أفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار و التقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع و تحليل للمعلومات، ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم.

يهدف أصحاب هذا المدخل في نهاية التحليل إلى البحث و الوصول للقيمة الحقيقية للورقة المالية محل المتابعة، إذ نجده يعتمد في ذلك على طرق التقييم. من خلال تسمية التحليل الأساسي التي تطلق على هذا

<sup>1</sup> - ناصر دادي عدون، "تقنيات مراقبة التسيير-التحليل المالي-الجزء الأول"، دار الهدية العامة، 1998، ص: 13.

<sup>2</sup> -عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية(أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات)"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003، ص: 215.

<sup>3</sup> -بن مالك عمار، "النهج الحديث لتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء-دراسة حالة شركة اسمنت السعودية 2006 -2011"، ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011، ص: 53.

المدخل، نجد أن القيمة الحقيقية محل البحث تتحدد وفقا للعوامل الأساسية الناتجة عن خصوصيات الشركة المصدرة للورقة المالية و القطاع و المحيط الاقتصاديين اللذان تنشط فيهما، و تأثير ذلك على تدفقاتها المستقبلية و على معدل المرد ودية و المخاطرة المرتبطين بها.<sup>1</sup>

### 3- أهمية التحليل المالي:

تكتسي نتائج التحليل المالي أهمية كبيرة و المتمثلة في:

- تحديد مدى كفاءة الشركة في جمع الأموال من جهة و تشغيلها من جهة أخرى.
- الحصول على مؤشرات تبين فعالية الشركة و قدرتها على النمو.
- التحقق من مدى كفاءة النشاط الذي تقوم به الشركة.
- المساعدة في عملية التخطيط المالي للشركة.
- مؤشر لمدى نجاح أو فشل الإدارة في تحقيق أهدافها.
- مؤشر للمركز المالي للشركة.
- إعداد الجوانب المناسبة لاتخاذ القرارات الملائمة.<sup>2</sup>

### 4- خطوات التحليل المالي:

يتبع هذا المدخل الخطوات التالية:

#### أ- مرحلة تحليل العوامل الأساسية:

في هذا الشأن يتم تحليل و تشخيص العوامل الكلية للاقتصاد المرتبطة بالقطاع الذي تنشط فيه الشركة و المرتبطة مباشرة بالشركة. ما يلاحظ على هذا التحليل هو تسلسلها و ترتيبها انطلاقا من تحليل معلومات الاقتصاد الكلي، مرورا بمعلومات عن نشاط القطاع الاقتصادي المستهدف، ثم بعد ذلك المعلومات الخاصة بالشركة المستهدفة. و على هذا الأساس يوجد أسلوبان متعارف عليهما لدى المحللين في تتبع خط التحليل و هما:

➤ أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل:

<sup>1</sup>-هوارى سويسى، "أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2007، ص 109.

<sup>2</sup>-محمد الصريفي، "إدارة المال و تحليل هيكله"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 264.

"حيث يتم وفق هذا الأسلوب-الذي يطلق عليه أيضا التحليل من الكل إلى الجزء- تحليل الظروف و العوامل الاقتصادية الكلية للدولة، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم، و بعد ذلك تحليل عوامل الشركة ذاتها.

### ➤ أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى:

و الذي يسم أيضا التحليل من الجزء إلى الكل، حيث يعمل هذا الأسلوب بعكس اتجاه الأسلوب السابق.

يرى للوهلة الأولى أن تتبع كلا الأسلوبين سيوصلان إلى نتائج تحليل متماثلة، لكن الواقع غير ذلك و تمثل هذه الحالة الاستثناء من الحالة العامة التي تكون فيها النتائج غير متقاربة و إلا بما يفسر استعمالهما في التحليل بالرغم من مرورهم على نفس المحطات. و انطلاقا من التباين الحاصل بين استعمال الأسلوبين على مستوى نتائجهما، يطرح التساؤل حول الأفضل و الأحسن في الوصول إلى نتائج مقارنة إلى الواقع و المفضية لاتخاذ قرارات سليمة و صائبة لفائدة المستثمر.

و عموما يمكن أن يضع المحلل المالي نصب عينيه لاختيار أحد الأسلوبين أو الجمع بينهما نقطتين أساسيتين و هما:

○ أن يراعي قيد تكاليف العملية، بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية و بأقل التكاليف الممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة.

○ لا بد أن يدرك المحلل المالي بان اختيار لأي أسلوب و الوصول إلى القيمة المعطاة للسهم ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية إذا كان محل إجماع و قبول عامين لدى المتعاملين في السوق سواء كانوا المستثمرين أو المحللين الماليين لأنه إن لم يدرك السوق فيما بعد بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله فإنه لا يمكنه تحقيق أرباح إضافية.<sup>1</sup>

و يمكن أن نستعرض العوامل الأساسية التي يتم تحليلها بشكل موجز على النحو الآتي:

### ✓ تحليل العوامل الكلية للاقتصاد:

"في هذا الإطار يقوم المحلل بالبحث و اكتشاف حالة الظرف الاقتصادي(رواج أو انكماش)، بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياستين المالية و النقدية و مدى تأثيرها على المجمعات الكبرى و

<sup>1</sup> هواري سويبي، "أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مرجع سبق ذكره، ص 109-110.

الحسابات الوطنية كحجم الاستهلاك، معدلات البطالة، الكتلة النقدية، معدلات التضخم، الضرائب، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدل النمو...

و بعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على وضعية و مؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح و معدلات المر دودية و المخاطرة للشركات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم الشركات. و يفيد أيضا تحليل العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد توقعات و سلوك بورصة القيم، فمثلا في فترات الرواج الاقتصادي نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد، إذ أن ذلك سيشجع للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد، و من ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة المتطابقة مع حالة الانكماش أو الرواج أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه لأمكنة مالية في بلدان أخرى أو أنه يبحث في الاستثمار في استثمارات أخرى كالمعادن النفيسة و العقارات.

#### ✓ تحليل وضعية القطاع:

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، فعملية اختبار القطاع الأوراق المالية للشركات ، تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام . إذ أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، حواجز الدخول و الخروج، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات إذ قد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها.

إذن تحليل قطاع و جمع المعلومات عنه تساعد المحلل في أخذ صورة أولية عن الشركات المنتمية لنفس القطاع، إذ أنها ستكون متفقة و متشابهة في الخصائص و تكون عرضة في أحيان كثيرة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع. مما تساعده في توقع المخاطر و المر دودية المرتبطين بالشركة.

#### ✓ تحليل الشركة:

يقوم هذا التحليل على تشخيص و فحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يسمح للمحلل المالي من تتبع و توقع الأداء الاقتصادي للشركة الذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها من خلال تقدير التدفق النقدي و المر دودية و المخاطرة المرتبطة بها، إذ أنه إذا كان من المتوقع أن يكون الأداء الاقتصادي جيدا فإن قيمة السهم سترتفع.

و تمر عملية التحليل و التشخيص بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية لتمكن من التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل. إذ يتم تحليل البيانات و المعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدتها الشركة (الميزانية و جدول

حسابات النتائج بالدرجة الأولى) لتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي و المالي للشركة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص و تحليل السيولة، استخدام الأصول، الهيكل المالي و الربحية و النشاط، و من ثم إمكانية قياس المردودية و المخاطرة.

بالإضافة إلى الوقوف على بعض المعلومات خارج القوائم المالية المنشورة و المتمثلة في معلومات نوعية تشمل طبيعة النشاط و نوعية الإدارة و القدرة التنافسية للشركة داخل القطاع الذي تنشط فيه و يتم ذلك بالاستعانة بتشخيص شامل يسمح بفحص كامل للشركة من خلال بعدها الاستراتيجي، تحليل مختلف وظائفها، توازنها المالي و تقييم الخصائص المرتبطة بهويتها.<sup>1</sup>

لا شك أن ما سبق مفيد لجمع المعلومات المطلوبة لقياس القيمة الحقيقية للورقة المالية إلا بعد القيام بعملية التنبؤ بأداء الشركة في المستقبل، و ذلك من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية باستعمال التشخيص الشامل و بالتركيز على التشخيص المالي و الاستراتيجي الذي يمكن من معرفة و التنبؤ بأفاق الشركة في سوقها، بالإضافة إلى التحليل و الوقوف على نقاط القوة و الضعف المتعلقة بالجوانب الداخلية للشركة و الفرص و التهديدات المرتبطة بالحيط الخارجي لها في ظل الظروف الاقتصادي العام و ظروف القطاع الذي تنشط فيه الشركة، و بالاستعانة بالتحليل و التشخيص الماليين للشركة للقوائم المالية خلال الفترات السابقة.

#### ب- مرحلة التقييم:

تبحث عمليات التحليل السابقة في مجملها عن توجيه الاستثمار من خلال المرور بمختلف المراحل و في ذات الوقت تعمل على جمع المعلومات و البيانات قصد الوقوف على الأوراق المالية ذات الجاذبية ليتم اتخاذ القرارات المناسبة. و بغية الوصول إلى ذلك لابد بالقيام بمرحلة التقييم التي تكمل المرحلة الأولى، إذ تؤثر مخرجات عملية التحليل بشكل مباشر في مدخلات عملية التقييم التي تتمثل في شقين أساسيين يتمثلان في التدفقات المستقبلية (و أو الأرباح و توزيعات الأرباح)، و معدل الاستحداث (معدل الخصم).

بعد جمع البيانات و المعلومات المستخلصة من خطوات التحليل و التشخيص في المرحلة السابقة، يقوم المحلل بدراستها و تصنيفها و تحليلها لترجمتها في شكل قيمة للورقة المالية المستهدفة بواسطة آلية التقييم. و تعد عملية التصنيف و التحليل مكملة لعمليات التحليل في المرحلة السابقة، و لا تأخذ جهدا و وقتا كبيرا لان عملية التحليل في المرحلة السابقة قد فصلت و مست كل جوانب الاستثمار، و قدمت في هذه المرحلة تحليل الشركة

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 283، 285.

مدخلات تفيد مباشرة في التقييم إلا أن هذا كله لا بد من أن يمر بإعادة تصنيف و تحليل و مطابقة نتائج مستويات التحليل السابقة للخروج بالمدخلات النهائية لعملية التقييم.

و بعد القيام بجميع التحليلات يتم الخروج ب:

"-سلسلة توقعات لتدفقات الأرباح،بالإضافة لتوزيعات الأرباح التي تهم المستثمر المالي في الأسهم بالدرجة الأولى لأنها تمثل التدفقات الحقيقية التي سيحصل عليها على عكس الأرباح التي تمثل الثروة لحامل السهم.

-تحديد معدل الخصم إذ في هذا الشأن يتم استعمال معدل المرد ودية المطلوب من طرف المستثمر على الأوراق المالية للشركة المعينة، و الذي يتحدد على ضوء علاوة الخطر التي تقابل المخاطر النظامية المرتبطة بهذا الاستثمار و يتم كثيرا استعمال نموذج توازن الأصول المالية MEDAF في تحديده.<sup>1</sup>

بعد ذلك يتم استعمال إحدى الطرق الموافقة لتقييم الأوراق المالية للخروج بالقيمة الحقيقية الموافقة للمعلومات التي تم تحليلها.تعتبر هذه القيمة مفيدة لتقييم المستثمر المالي في اتخاذ القرار المناسب،تسمح بالمقارنة بين القيمة المحسوبة و القيمة المسجلة في البورصة لحظة التقييم و بالنظر إلى ملكية الورقة المالية من عدمها،و ذلك على النحو التالي:

➤ إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب هو:

1. إذا كان يملك الورقة المالية ضمن محفظته الاستثمارية فإنه يقرر الاحتفاظ بها.
2. إذا كان لا يملك الورقة المالية، فإنه يقرر أن يشتريها و بذلك سيحقق أرباحا إضافية عندما سترتفع القيمة السوقية.

➤ إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب هو:

1. إذا كان يملك الورقة المالية، ضمن محفظته الاستثمارية فإنه يقرر بيعها تفاديا للخسارة المحتملة.
2. إذا كان لا يملك الورقة المالية، فإنه يقرر بيعها على المكشوف و بذلك سيحقق المستثمر ربحا إضافيا.

إذا كانت القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية فلا توجد أرباح غير عادية إذ تمثل هذه الحالة إحدى نتائج السوق الكفاء مما لا يدع مجالاً للمضاربة التي تهدف لتحقيق فوائض القيمة للمستثمرين على حساب الآخرين، و بالتالي لا يمكن اتخاذ القرارات الهادفة لذلك و يستطيع المستثمرون من اتخاذ قرارات الشراء و البيع

<sup>1</sup>-هوارى سويسى، "أهمية المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مرجع سبق ذكره، ص 111.

و الاحتفاظ في إطار تسيير حوافظهم المالية إذ يكون في هذه الحالة المحرك لاتخاذ القرار هو العائد(توزيعات الأرباح) و المخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار.<sup>1</sup>

المطلب الثاني: أساسيات التحليل الفني.

### 1-تعريف التحليل الفني:

توجد مجموعة من التعاريف المقدمة لتحليل الفني و التي تم وضعها من طرف الخبراء في هذا المجال، نذكر منها ما يلي:

"هو عملية تحليل البيانات التاريخية لأسعار القيم المنقولة (أسهم، سلع، عملات،...) بهدف تحديد سعرها المستقبلي.<sup>2</sup>

"التحليل الفني هو دراسة حركة السوق بالاعتماد على البيانات التاريخية لسعر السهم بهدف التنبؤ باتجاه السعر.

التحليل الفني هم علم دراسة حركة السوق و لي المؤسسات المتداولة فيه، هو علم رصد و تسجيل لجميع المعلومات الخاصة بالتداول لسهم معين أو مجموعة من الأسهم ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل انطلاقاً من المعطيات التاريخية.<sup>3</sup>

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن: التحليل الفني يعبر عن عملية إسقاط معطيات الماضي على المستقبل من أجل التنبؤ بحركة سعر الأسهم، و يمكن تطبيق هذه الطريقة على كل من الأسهم و السلع و العملات .... يعتبر هذا المدخل من بين الأدوات التي تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية إذ يقوم على تتبع حركة الأسعار و أحجام التداول التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك أو نمط حركة الأسعار ليتم بهذا اتخاذ القرار المناسب للمستثمر بهذا يمكن تعريفه على النحو التالي:

"هو التحليل الذي يقوم بدراسة حركة Action السوق بالاستعانة أساساً بالمنحنيات بهدف معرفة لحظة التقييم لتأثير الاتجاهات المستقبلية على الأسعار.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>-هوارى سويسى، مرجع سابق، ص 111.

<sup>2</sup>- عماد الدين شرابي، "اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني-دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة مدرجة في

**cac40**"، مذكرة ماجستير، كلية علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة مونتيري-قسنطينة-، 2010-2011، ص: 45.

<sup>3</sup>- عماد الدين شرابي، مرجع سابق، ص : 45.

<sup>4</sup>- هوارى سويسى، "أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مرجع سابق، ص: 107.

إذا من خلال ذلك يسعى أصحاب هذا التحليل إلى دراسة كل مسببات العرض و الطلب و كيفية تشكلها في الماضي لمختلف أسعار الأسهم من خلال تحليل دوافع قرارات المستثمرين و بذلك تتكون لهؤلاء المحللين صورة عن مسببات حركة الأسعار و عن نمط معين تسلكه، مما يتيح لهم اتخاذ قرارات لفائدة زبائنهم بهدف تحقيق مكاسب إضافية. و هنا يلعب عامل الوقت دور جد مهم و أساسي لاتخاذ قرار الاستثمار من عدمه.

## 2- الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها التحليل الفني:

يقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل في ما يلي:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس السوق، ممثلة في العرض و الطلب.
- تحكم العرض و الطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي و البعض الآخر غير موضوعي، حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق التحليل الأساسي و الغير موضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي مثلاً: مزاج المستثمرين، التخمين، ...
- يتيح السوق بصفة آلية و مستمرة وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض و الطلب، سواء الموضوعية منها أو الغير موضوعية ليتم بشكل تلقائي تحديد الأسعار الملائمة.
- باستثناء التقلبات التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقتضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين و مستمر لفترة زمنية طويلة.
- يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض و الطلب، إذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق نفسه آجلاً أم عاجلاً.<sup>1</sup>

## 3-أساليب التحليل الفني:

من بين الأساليب التي تستخدم في هذا التحليل ما يلي:

### أ- مؤشر أو خريطة القوة النسبية:

يحاول هذا الأسلوب اكتشاف الأسهم ذات القوة النسبية إذ أن هذا المفهوم يقضي بأن درجة تقلب أسعار الأسهم تتفاوت بحيث توجد بعض الأسهم التي ترتفع أسعارها بشكل حاد و سريع استجابة لارتفاع السوق، غير أن أسعارها تستجيب ببطء نحو الانخفاض. هذا النوع من الأسهم الذي يتميز بهذا السلوك يطلق على

<sup>1</sup>-إبراهيم فريد محمد أمين، "المعلومات الحاسوبية و مداخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية في مجال المال و التجارة"، العدد18، ماي 1984، ص:26.

أسعاره بأنها تتسم بقوة نسبية، و بهذا نجد أن المحللين يحاولون استخدام بعض المؤشرات لاكتشاف ذلك كحساب معدل المر دودية على الاستثمار للأسهم ليصنف من خلاله الأسهم ذات متوسط مرد ودية مرتفع على أنها تتميز بقوة نسبية، بالإضافة إلى مؤشرات أخرى و قد يتم الاستعانة برسوم و خرائط تظهر المؤشرات المستخدمة و ذلك لإتاحة قراءة و تتبع أفضل لمثل هذه الأنواع من الأسهم.

#### ب- حساب المتوسط المتحرك:

بناء على هذا الأسلوب يعتقد الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى سلوك اتجاه معين، لذا نجد أنهم يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لفترة كافية تمكنهم من الحكم على اتجاه حركة الأسعار في المدى الطويل، فإذا ما تم اكتشاف ذلك أمكنهم من تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار.

#### ج- استخدام الخرائط:

يغلب كثيرا على عمل الفنيين استخدام الخرائط و هذا ما يفسر ارتباط تسميتهم بها، و تفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات و المؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما يتيح للمحلل رؤية أدق لتلك المعلومة فيما لو كانت في شكل أرقام و تفيد بذلك في استنتاج التحليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع و الانخفاض و مدة ذلك. لهذا نجد هناك العديد من الخرائط كخرائط الأعمدة و النقط، يستعمل كل نوع لغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه.<sup>1</sup>

مما سبق يمكن ملاحظة أمرين و هما:

- لا يعترف أصحاب هذا المدخل بكفاءة السوق المالي عند مستواه الضعيف، بحيث يعتمد أصحاب هذا المدخل على تحليل المعلومات السابقة الناتجة عن تتبع حركة الأسهم في الماضي بهدف إيجاد سلوك معين للمستثمرين، بهدف تحقيق أرباح غير عادية أي لا يعتقدون بعشوائية حركة الأسهم.
- ما يهدف إليه أصحاب هذا المدخل هو معرفة الوقت الملائم للاستثمار، و إهمالهم عامل تحديد القيم المناسبة للأسهم.

المطلب الثالث: مقارنة التحليل الأساسي بالتحليل الفني.

الجدول (01-02): الانتقادات الموجهة لكل من التحليل الفني و المالي.

<sup>1</sup>- هوارى سويسى، "أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مرجع سبق ذكره، ص: 108-109.

هي انتقادات موجهة إلى مؤيدي مدخل من المداخل سابقة الذكر من قبل معارضي هذه المداخل و الموضحة في الجدول التالي:

الانتقادات الموجهة لتحليل الأساسي (المالي).	الانتقادات الموجهة لتحليل الفني من قبل رواد منهج التحليل الأساسي.
عجز التحليل الأساسي على تفسير حركة سعر السهم: نتيجة حركة الأسعار المستثمرة و التي قد تكون دون وجود سبب وجيه يعجز المحللون الأساسيين عن تفسيره أو الاستفادة منه. و هنا يمكن للمحلل الفني التصرف و الاستفادة منه عن طريق المؤشرات التي خصص لقياس كل حركة تطراً على سعر السهم.	ينبغي شراء المؤسسة و ليس أسهمها: قرار الاستثمار يجب أن يبن على الواقع الاقتصادي للمؤسسة و ليس على بيان أسهمها.
تعدد المعلومات الواجب دراستها قبل اتخاذ قرار الاستثمار: يقوم التحليل الأساسي على دراسة عدة وثائق متعلقة بالمؤسسة الأمر الذي يأخذ وقت و جهد عدة أفراد الذي قد يتسبب في ضياع فرصة الاستثمار.	صعوبة إسقاط الماضي على المستقبل: لا يمكن التنبؤ بالمستقبل من خلال الماضي، فالوضع الاقتصادي السائد في الماضي و الظروف الاقتصادية ليست نفسها ظروف المستقبل أو الظرف الحالي.
استحالة إدراك كل العوامل المحيطة بالمؤسسة: ذلك كونه من الصعب على المحلل الأساسي معرفة كل العوامل التي من شأنها التأثير على أداء المؤسسة. و حتى إن تمكن من ذلك فإن يمكن أن تطراً تغيرات على إحدى العوامل.	التحليل الفني غير موضوعي: ذلك لأن التحليل الفني يجربنا بما يمكن قراءته من خلال البيانات المختلفة و التي يمكن أن يختلف من مستثمر إلى آخر.
غياب منهجية لاختيار توقيت دخول السوق: إيجاد مؤسسة تتمتع بصحة مالية غير كافي من أجل اتخاذ قرار الاستثمار، لذا يجب اختيار الوقت الملائم لدخول السوق، تكمن أهمية ذلك في تفادي شراء سهم في بداية دورة نحو الانخفاض و بالتالي تفادي الخسارة.	كثرة الحركة تسبب الأخطاء: الأمر المعروف أن حركة أسعار الأوراق المالية في البورصة لا تتوقف نتيجة المضاربة، و التي يمكن أن تتغير خلال فترات قصيرة جداً، بهذا كلما زادت الحركة زادت الأخطاء.
ماذا لو كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الجوهرية: يقوم المحلل الأساسي باتخاذ قرار الشراء عندما تكون القيمة الجوهرية أكبر أو تساوي القيمة السوقية للسهم، إلا أنه	لا يمكن لتحليل الفني المساعدة في اتخاذ قرار استثماري عند دخول مؤسسة جديدة إلى السوق: يعود ذلك كونه لا يوجد أي بيانات تاريخية لسعر سهم معين و بالتالي

<p>عادة ما تكون القيمة السوقية للسهم أعلى بكثير من القيمة الجوهرية و هذا ما يضيق من مجال عمل التحليل و لا يمكن في هذه الحالة اتخاذ قرار بالشراء ، أي ضياع فرصة تحقيق ارباح و هنا تظهر أهمية التحليل الفني الذي يمكننا من تحديد موقع سعر السهم في لحظة معينة مقارنة بما كان عليه في فترة زمنية سابقة.</p>	<p>لا يوجد ما يمكن الارتكاز عليه لاتخاذ قرار الاستثمار، ما يضيع فرصة تحقيق عائد جيد في مدة زمنية معينة.</p>
--	---

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على، عماد الدين شرابي، "اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني"، مرجع سابق، ص: 79-83.

و عموما ما يمكن ملاحظته على التحليلين الفني و المالي أنهما يختلفان من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليها. إذ التحليل الأساسي يهدف إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال تحليل العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفقها في المستقبل و بذلك نجده يوافق نظرية الاستثمار، و باستعمال طرق التقييم نجده يعتمد على نظرية التقييم أي أسلوب منهجي واضح و سليم و بهذا فهو يتمتع بطابع أكاديمي-مهني، بينما نجد التحليل الفني يقوم على التحليل لحركة أسعار الأوراق المالية انطلاقا من بيانات السوق الماضية لمحاولة معرفة نمط حركة السهم و على هذا الأساس يتم اختيار الوقت المناسب للاستثمار، يعتمد على فكرة المستقبل امتداد للماضي، أي عمل مهني فقط عكس التحليل المالي.

يمكن القول بأنه يتميز التحليل الفني بنوع من البطء و ارتفاع التكاليف مقارنة مع التحليل الفني كنتيجة حتمية لطول مراحلها، غير أنه يعتبر الأفضل للمميزات التالية:

#### مميزات التحليل الأساسي:

"-يستعمل طريقة منهجية واضحة و سليمة، إذ ينطلق من جمع و تحليل و تشخيص المعلومات حول الورقة المالية، ليتم في الأخير ترجمة ذلك في شكل قيمة حقيقية للورقة المالية.

-التوافق مع نظرية الاستثمار و نظرية التقييم كون مخرجاته تتمثل في القيمة الحقيقية للورقة المالية على عكس التحليل الفني الذي لا يصل إلى قيمة الورقة المالية بل اختيار التوقيت فقط.

-تثبت أن الفرض المتوسط و القوي للكفاءة يصعب تحقيقها مما يجعل من التحليل الأساسي ذو جدوى عكس التحليل الفني الذي أثبت الدراسات الأكاديمية الميدانية من تحقق فرضية المستوى الضعيف للكفاءة مما يعوض من استعماله في التنبؤ.<sup>1</sup>

### خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تمكنا من بلورت فكرة حول الأسس النظرية لكل من التحليل الفني و المالي، كنتيجة و طريقة لدراسة و تحليل سوق الأوراق المالية و التغيرات التي تحدث على مستوى السوق المالي و التي تعود كنتيجة لسلوك المستثمرين الذي يختلف حسب طبيعة و فكر المستثمر.

توصلنا خلالها في أن التحليل الأساسي يعتمد على معطيات و معلومات دقيقة و واضحة لتحليل حركة الأسهم في البورصة، مع إهمال الجانب التاريخي لهذه الأسهم و التي يأخذ بها المحللين الفنيين.

وللإشارة فإن ما سبق لا يقلل من شأن التحليل الفني الذي نجد له استعمالات واسعة و له عدة أنصار في الأوساط المهنية في البورصة، و ما يؤكد أهميته في التحليل نجد أنه بعد التحليل الأساسي مما يعني أنه يعتبر تحليل حديث جاء كشكل عملي و بديل يطرح نفسه في عمليات التحليل في السوق المالية و البورصة بصفة عامة.

كما نجد من دعا إلى اعتماد كلا التحليلين معا بحكم أنهما يكملان بعضهما فيما يرتبط باتخاذ قرار الاستثمار المالي، ذلك كون التحليل المالي يفيد في اختيار الأوراق المالية الجذابة في المستقبل على المدى القصير ليظهر دور التحليل الفني في اختيار الوقت المناسب لشراء تلك الأوراق المالية التي وقع عليها الاختيار. كما نجد في الواقع

<sup>1</sup>- هواري سويسني، "أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرار الاستثمار المالي"، مرجع سابق، ص:112.

العملي أصحاب التحليل المالي يعرفون القواعد الأساسية لتحليل الفني، في المقابل نجد عدد من الفنيين يتماشون مع أساليب التحليل الأساسي.

و سنوضح أهمية التحليل من خلال استعراضنا للاستبيان الموزع على عينة الدراسة في الفصل الموالي الذي يظهر اعتماد المستثمر على التحليل الفني أو الأساسي أو كلا التحليلين على حسب طبيعة المستثمر و المصادر التي يعتمد عليها لأخذ المعلومة المالية المتعلقة بالورقة المستثمر فيها.

# الفصل الثالث: دراسة حالة البنك الوطني الجزائري.

تمهيد الفصل:

من خلال دراستنا للجانب التطبيقي توصلنا إلى أن سلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية له التأثير الكبير و البالغ على اتجاه أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، فالمستثمرين هم من يدفعون بالأسعار نحو الهبوط أو التزول باختلاف طريقة تفكيرهم و التحليل الذي يتبعه كل مستثمر، الهدف من وراء كل مستثمر هو الربح و تحقيق عائد مستقبلي، و على هذا الأساس كانت دراستنا للجانب العملي الذي سوف نوضح من خلاله سلوك الفرد(المستثمر) خلال أي عملية استثمار يقوم بها، سوف نوضح ذلك من خلال دراسة لعينة من موظفي البنك الوطني الجزائري و مجموعة مختلفة من أساتذة جامعيين و موظفين، و ستكون دراسة العملية الاستثمارية في الأوراق المالية لشركة بيوفارم الصيدلانية التي عرضت مجموعة من أسهمها للبيع من خلال البنك كوسيط في هذه العملية مقابل عمولة يتقاضاها البنك و على هذا الأساس قسمنا هذا المبحث إلى:

المبحث الأول: البنك الوطني الجزائري BNA.

المبحث الثاني: شركة بيوفارم الصيدلانية.

المبحث الثالث: تحليل الاستبيان.

## المبحث الأول: البنك الوطني الجزائري BNA وكالة مستغانم .

عرف نشاط البنك تطور ملحوظ خلال الفترات المتلاحقة من نشاطه الأمر الذي جعل رقم أعمال المؤسسة ترتفع خلال السنوات الأخيرة، كما عرفت الوكالة عدة تطورات و مشاركات في عدة صالونات دفعت بها نحو التقدم. و سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى تعريف أساسيات البنك الوطني الجزائري.

## المطلب الأول: تقديم وكالة مستغانم.

## I. التعريف بالوكالة:

الوكالة رقم 871: وكالة ثانوية تابعة للمديرية الجهوية للاستغلال لولاية مستغانم التي تراقب الوكالة وتشرف عليها و على الأعمال،تضم موظفين موزعين على مختلف المصالح. يسهرون على السير الحسن للوكالة و نجد إطارات منهم المدير و المساعد، رؤساء الأقسام، و مكلفون بالدراسة، بالإضافة إلى كل من عمال النظافة و الأمن .

## II. البنك الوطني الجزائري(1966-2009):

## :1966

أول بنك تجاري وطني ، أنشئ البنك الوطني الجزائري بتاريخ 13 جوان 1966، حيث مارس كافة النشاطات المرخصة للبنوك التجارية ذات الشبكة، كما تخصص إلى جانب هذا في تمويل القطاع الزراعي.

## :1982

إعادة هيكلة البنك الوطني الجزائري، و هذا بإنشاء بنك جديد متخصص "بنك الفلاحة و التنمية الريفية" مهمته الأولى و الأساسية هي التكفل بالتمويل وتطوير المجال الفلاحي.

## :1988

القانون رقم 01-88، الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988، المتضمن توجيه المؤسسات الاقتصادية نحو التسيير الذاتي، كان له تأثيرات أكيدة على تنظيم و مهام البنك الوطني الجزائري منه:

- خروج الخزينة من التداولات المالية و عدم تمركز توزيع الموارد من قبلها.
- حرية المؤسسات في التوطين لدى البنوك.

- حرية البنك في أخذ قرارات تمويل المؤسسات.

**1990:**

القانون رقم 10-90 الصادر بتاريخ 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد و القرض، سمح بصياغة جذرية للنظام البنكي بالتوافق مع التوجهات الاقتصادية الجديدة للبلاد. هذا القانون وضع أحكاما أساسية من بينها:

-انتقال المؤسسات العمومية من التسيير الموجه إلى تسيير الذاتي .  
-على غرار البنوك الأخرى، يعتبر البنك الوطني الجزائري كشخص معنوي، يؤدي مهنة اعتيادية(كافة العمليات المتعلقة باستلام أموال الناس، عمليات القروض و أيضا وضع وسائل الدفع و تسييرها تحت تصرف الزبائن).

**1995:**

البنك الوطني الجزائري أول بنك حاز على اعتماده، بعد مداولة مجلس النقد و القرض بتاريخ 05 سبتمبر. 1995

2009: في شهر جوان 2009، تم رأس مال البنك من 14600 مليار دج إلى 41600 مليار دج.

### III. البنك الوطني الجزائري بالأرقام إلى غاية 31 ديسمبر. 2015.

- 221 وكالة جارية موزعة على كافة التراب الوطني.
- 17 مديرية جهوية للاستغلال.
- DAB 138 موزع آلي للأوراق النقدية.
- GAB شبك آلي للبنك.
- أكثر من 5000 موظف.
- EDI المئات من المؤسسات لديها اشتراك في خدمة تبادل المعطيات الإلكترونية.
- 160165 بطاقة بنكية.
- 1975132 حساب للزبائن.

أ- النتائج المالية:

- المنتج البنكي الصافي: 116641 مليون دج.
  - الناتج الإجمالي للاستغلال: 96910 مليون دج.
  - ناتج الاستغلال: 41703 مليون دج.
  - الناتج الصافي: 29537 مليون دج.
- ب- النتائج التجارية:
- الميزانية الإجمالية: 2719082 مليون دج.
  - إجمالي موارد الزبائن (دون احتساب العملة الصعبة): 1619764 مليون دج.
  - وظائف الزبائن: 1516086 مليون دج.
  - جاري القروض العقارية: أكثر من 30 مليون دج.
  - جاري قروض المؤسسات: 153397 مليون دج.
  - جاري قروض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة/ الصناعات الصغيرة و المتوسطة: 27148 مليون دج.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبنك الوطني الجزائري.

الشكل (02\_03): الهيكل التنظيمي للبنك الوطني الجزائري.



المصدر: الموقع الرسمي للبنك [www.bna.dz](http://www.bna.dz)

➤ الهياكل الملحقة بالمديرية العامة:

- الأمانة العامة.
- مفتشية الرقابة العامة.
- المفتشية العامة.
- مديرية التدقيق الداخلي.
- مديرية تسيير الأخطار.
- مديرية المطابقة.

➤ الهياكل التابعة للقسم الدولي:

- DMEF : مديرية التحركات المالية من الخارج.
- DRICE: مديرية العلاقات الدولية و التجارة الخارجية.
- DOD: مديرية العمليات المستندية.

➤ الهياكل الملحقة بقسم الاستغلال و العمل التجاري:

- DER: مديرية تأطير الشبكات.
- DMC: مديرية التسويق و الإتصال.
- DIPM: مديرية وسائل الدفع و النقد.

➤ الهياكل الملحقة بقسم أجهزة الإعلام:

- DDEP: مديرية تطوير الدراسات و المشاريع.
- DTA: مديرية التكنولوجيا و الهندسة.
- DPS: مديرية الإنتاج و الخدمات.

➤ الهياكل الملحقة بقسم التغطية و الدراسات القانونية و المنازعات:

- DSERC: مديرية المتابعة و التغطية و تحصيل القروض.
- DEJC: مديرية الدراسات القانونية و المنازعات.
- DRG: مديرية تحصيل الضمانات.

➤ الهياكل الملحقة بقسم الإلتزامات:

- DGE: مديرية المؤسسات الكبرى.
- DPME: مديرية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.
- DCPS: مديرية القروض للأفراد و القروض الخاصة.

➤ الهياكل الملحقة بقسم المالية:

- DC: مديرية المحاسبة.
- DOMP: مديرية تنظيم المناهج و الإجراءات.
- DCG: مديرية مراقبة التسيير.
- DMF: مديرية السوق المالي.

➤ الهياكل الملحقة بقسم تسيير وسائل العتاد و الموارد البشرية:

- DPRS: مديرية الموظفين و العلاقات الإجتماعية.
- DMG: مديرية الوسائل العامة.
- DPP: مديرية المحافظة على التراث.
- DF: مديرية التكوين.
- CGOS: مركز تسيير الخدمات الإجتماعية.

➤ شبكة الاستغلال:

- تضم شبكة الاستغلال بالبنك الوطني الجزائري 17 مديرية جهوية للاستغلال، تشرف على 221 وكالة تجارية من مختلف الفئات موزعة على كافة التراب الوطني.

المطلب الثالث: البنك الوطني الجزائري بصيغة أخرى.

أولاً: فروع البنك

1- فروع البنك الوطني بالداخل:

- صندوق ضمان الودائع البنكية.
- معهد التكوين البنكي.
- شركة الخدمات و التجهيزات الأمنية.
- شركة النقد الآلي و العلاقات التلقائية بين البنوك.
- الشركة الجزائرية للتأمين و ضمان الصادرات.
- شركة الجزائر للتسوية.
- شركة الاستثمار الفندقية.
- المعهد الجزائري للدراسات المالية العليا.
- صندوق ضمان قروض الاستثمار.
- مركز المقاصة البنكية المسبقة.
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- شركة الاستثمار المالي.
- صندوق التضامن المتبادل لضمان خطر القروض.
- صندوق التضامن المتبادل للقروض المصغرة.
- تعاضدية ضمان أخطار القروض.
- الشركة الوطنية للائتمان التجاري.

- شركة الترقية العقارية.
- شركة ما بين البنوك لتسيير و الخدمات العقارية.
- الشركة الجزائرية الخليجية لتأمين الحياة(الجزائرية للحياة).

## 2- فروع البنك في الخارج:

- البنك الجزائري للتجارة الخارجية.
- بنك المغرب العربي للاستثمار و التجارة.
- برنامج تمويل التجارة العربية.
- الشركة الإسلامية لتطوير القطاع الخاص.
- شركة المغرب العربي للتجارة.
- الشركة العالمية للاتصالات المصرفية ما بين البنوك.

### ثانيا: البنك بصيغة أخرى

#### ✓ بنك الجميع (كل فرد خبرة فريدة)

منذ إنشائه سنة 1966 رافق البنك الوطني الجزائري كل شخص طبيعي و معنوي، يحوز البنك على أكثر من 2.5 مليون زبون من الخواص و المؤسسات الناشطة من مختلف الأحجام.

#### ✓ بنك ذو شبكة عروض متنوعة

يقترح البنك الوطني الجزائري على كافة زبائنه منتجات و خدمات بنكية و تأمينات بسيطة تتوافق مع القوانين السارية المفعول بأسعار تنافسية.

#### ✓ بنك تنمية(شريك مصرفي ذو مرجعية)

مع أزيد من 5000 موظف، يدعم البنك الوطني الجزائري كافة الناشطين المحليين في تحقيق مشاريعهم، و هذا من خلال عروض تمويلية ملائمة و متابعة ذات نوعية و جودة، مما يساهم في تنمية و ازدهار الاقتصاد الوطني

#### ✓ بنك جوارى(شبكة قوية)

وضع البنك الوطني الجزائري تحت تصرف زبائنه 211 وكالة تجارية موزعة على كافة التراب الوطني تشرف عليها 17 مديرية جهوية للاستغلال.

قصد تطوير النقد يقدم البنك الوطني الجزائري لزبائنه بطاقات بنكية تسهل عليهم القيام بعملياتهم البنكية اليومية المتنوعة عن طريق وضع 90 شبك بنكي آلي و 138 موزع آلي للأوراق النقدية على مستوى مختلف الوكالات.

تأقلمه الجهوي و المحلي و أسلوبه الخاص في العلاقات هي أساس و نقاط قوة تركزه الذي يجعل منه بنك جوارى ضخمة.

### ✓ بنك العلاقات الاجتماعية و المواطنة

إن اختيار البنك الوطني الجزائري يعني الالتحاق بمؤسسة مالية قوية بثقافتها، تاريخها و قيمها بالأخص الجوارية، التوفر، السرية و كفاءة عمالها.

خلق البنك الوطني الجزائري مع زبائنه علاقات دائمة تقوم على أساس الشفافية و الثقة.

### المبحث الثاني: شركة بيوفارم الصيدلانية

سنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بشركة بيوفارم الصيدلانية و إبراز النشاط المالي لها من خلال علاقتها بالبنك الوطني الجزائري .

#### المطلب الأول: تعريف بمجمع بيوفارم الصيدلاني.

هي شركة وطنية متخصصة في المنتجات الصيدلانية، يبلغ رأس المال الاجتماعي لمؤسسة بيوفارم 5.104.375.000 دج متمثل في 25.521.875 سهم عادي و تمثل القيمة الاسمية للسهم 200 دج . وللعلم، فقد صمم مخبر الشركة منذ 2007 بفضل فريق يضم 30 خبيرا وتقنيا جزائريا وأجانب، ما لا يقل عن 54 منتجا تم تحويلهم إلى مرحلة الإنتاج، كما ستعزز سوق الأدوية المصنوعة محليا في آفاق 2017 بـ 60 منتجا من إنتاج مخبر شركة "بيوفارم".

تحصلت شركة بيوفارم الصيدلانية على اعتماد من الوكالة الوطنية الفرنسية لتأمين الأدوية و المنتجات الصحية لأحد خطوط الإنتاج التابعة للشركة التي تسمح لها بتصدير منتجاتها إلى فرنسا وبلدان أخرى في الاتحاد الأوروبي BFM هذه الأخيرة سلمت شهادة مطابقة لممارسة التصنيع الجديد.

كما تم زيارة مخبر البحث والتطوير الذي يسمح بضمان التطور المستمر للأدوية الجينية المبتكرة وذات الجودة التي تتكيف مع احتياجات الصحة العمومية وفي تناول الجميع، كما يساعد على عمليات نقل المنتجات التي تشرف عليها مخابر علمية.

وتعمل الشركة على ربط "بيوفارم" بالوسطين العلمي والجامعي في الجزائر، حيث تستقبل الطلبة المترشحين وتضع تحت تصرفهم وسائل متطورة خلال الزيارات التي يقومون بها سنويا إلى المخبر من أجل تحسين وتعميق معارفهم وإتمام مذكرات التخرج.

### المطلب الثاني : مجمع بيوفارم في السوق المالية الجزائرية.

أعلن المجمع الصيدلاني الجزائري بيوفارم عن فتح عملية الاكتتاب العام للعرض العمومي الخاص ببيع أسهم المجمع لفترة محدودة تمتد من يوم الأحد 13 مارس إلى غاية 23 مارس 2016.

ودعا المجمع الصيدلاني في بيان له المستثمرين المهتمين إلى الاكتتاب لدى أحد الوسطاء في عمليات البورصة المشكلين لمجموعة الاكتتاب برئاسة بنك الجزائر الخارجي.

ويتمثل الوسطاء في عمليات البورصة في كل من بنك الجزائر الخارجي وبنك الفلاحة والتنمية الريفية وبنك التنمية المحلية والبنك الوطني الجزائري وبنك "BNB BARIBA"، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط وبنك "سوسيتي جنرال" وشركة "تال ماركت".

وتأتي العملية بعد أن أعطت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في ديسمبر 2015 موافقتها بشأن دخول المؤسسة الخاصة المتخصصة في المنتجات الصيدلانية "بيوفارم" بورصة الجزائر، ويمثل هذا الدخول عرضا عموميا لبيع أسهم تمثل نسبة 20 بالمائة من رأس مال المؤسسة أي 5.104.375 سهم بقيمة إجمالية قدرها 6.252.859.375 دينار جزائري، وتم تحديد ثمن السهم الواحد بقيمة 1.225 دج بالنسبة للجمهور العام و1.102,5 دج بالنسبة للأجراء .

ويبلغ رأس المال الاجتماعي لمؤسسة "بيوفارم" 5.104.375.000 دج متمثل في 25.521.875 سهم عادي، وتمثل القيمة الاسمية للسهم 200 دج. وسيتم إدراج أسهم المؤسسة بالبورصة بعد انقضاء العملية طبقا للإجراءات المحددة في قانون البورصة.

تجدر الإشارة إلى أن بورصة الجزائر للقيم تضم أربع مؤسسات مدرجة، وهي سلسلة الأوراسي الفندقية ومجمع صيدال وأليانس للتأمينات ومؤسسة روية للمشروبات، بقيمة إجمالية تفوق 15 مليار دينار جزائري، لكن البورصة عموما تعرف ركودا في التعاملات، في انتظار توسيع دائرة النشاط عبر طرح أسهم عدة مؤسسات،

فضلا عن تطوير آليات تحويل السوق المالي إلى أداة لتمويل الاقتصاد موازاة مع دور البنوك التقليدي. وتتمثل شركة المساهمة "بيوفارم" في مُجمع متكامل يعمل في مجال تطوير وإنتاج الأدوية وتوزيعها على الصيدليات والإعلام الطبي والخدمات اللوجستية، وحقق المجمع سنة 2014 رقم أعمال قدر بـ49 مليار دينار، وهو ما يمثل 13 في المائة من حجم سوق الأدوية، حسب إحصاءات الهيئة الدولية "بيزنس مونيتور".

### المطلب الثالث: شركة بيوفارم الصيدلانية و البنك الوطني الجزائري.

كما سبق ووضح في المطلب السابق فان شركة "بيوفارم" الصيدلانية قام بعرض الاكتتاب العام على مجموعة من أسهما بمدف دخول البورصة الجزائرية و اعتمد في ذلك على مجموعة من البنوك كوسيط مالي بينها و بين مختلف فئات المستثمرين.

و دراستنا الميدانية للبنك الوطني الجزائري وكالة رقم "871" فرع مستغانم فقد أوكلت له أيضا مهمة عرض الأسهم للاكتتاب العام على الجمهور.

و حسب المعلومات المقدمة من الوكالة فقط قامت حتى هذه اللحظة (01-02-2017) ببيع 1400 سهم مقدم للعام من المستثمرين. قسمت ما بين:

مستثمر عادي من عامة الجمهور ب 400 سهم بقيمة 1225 للسهم.

صاحب شركة مصغرة ب 700 سهم بقيمة 1225 للسهم.

**ملاحظة:** رفض عامل البنك تقديم أي معلومة غير ذلك، أو فيما يخص طبيعة نشاط العملاء المستثمرين في شركة بيوفارم باعتبارها معلومات غير مسموح الإعلان عنها.

### المبحث الثالث: الجانب التطبيق من نظرية المالية السلوكية (تحليل الاستبيان),

من خلال هذا المبحث و الذي هو الأخير في دراستنا سنحاول تفرغ و تحليل الاستبيان الموزع على عمال الوكالة و مجموعة من الأساتذة الجامعيين بالإضافة ل ( عمال الجامعة و مدرسين و أصحاب مؤسسات) اللذين يملكون فكرة واضحة عن التعامل بالأوراق المالية بحكم عملهم.

## المطلب الأول: تصميم الاستبيان.

تم اعتماد الاستبيان لتوضيح الجانب الحقيقي من تطبيق المالية السلوكية في السوق المالي الجزائري و على هذا الأساس تم توزيع الاستبيان على عينة الدراسة تتكون من (موظفي البنك الوطني الجزائري وكالة مستغنام، و على مجموعة من الأساتذة و الموظفين الإداريين بنفس جامعة الدراسة، بالإضافة إلى رؤساء مؤسسات) كما هو موضح من خلال تحليل الاستبيان.

تم إعداد الاستبيان على النحو التالي:

- إعداد نسخة أولية من الاستبيان من أجل استخدامه في جمع المعلومات.
- عرض الاستبيان على المشرف لمعرفة مدى ملاءمته لجمع البيانات.
- توزيع الاستبيان على أفراد العينة لجمع البيانات اللازمة.

✓ بناء الاستبيان:

صمم هذا الاستبيان بطريقة مبسطة و احتوى على أسئلة واضحة، اعتمدنا على مجموعة من الأسئلة المغلقة و أسئلة مفتوحة، بطريقة المعتمدة التالية:

■ مقدمة الدراسة:

تعد مقدمة الاستبيان ضرورية كانت على شكل رسالة موجهة لعينة الدراسة (30 عينة) ذلك لتقديم موضوع الدراسة، و تحصلنا على 27 إجابة من العينة المدروسة، الهدف من الدراسة هو معرفة العلاقة بين المعلومات التي توفر للمستثمر و سلوكه خلال عملية الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية.

■ محتوى الدراسة.

تم تقسيم الاستبيان إلى جزأين كما يلي:

- أ- الجزء الأول: يتكون من البيانات الشخصية لعينة الدراسة و يتكون من 11 فقرة.
- ب- الجزء الثاني: تم التطرق من خلاله إلى أسئلة تتعلق بسوق الأوراق المالية و المحفظة الاستثمارية و سلوك المستثمر في هذه السوق باعتماد وسيط مالي "البنك الوطني الجزائري" و يقسم إلى:

1) أسئلة تتعلق بسوق الأوراق المالية و المحفظة الاستثمارية و تتكون من 11 فقرة.

- 2) أسئلة تتعلق بالوسيط المالي و تتكون من 11 فقرة.  
 3) أسئلة تتعلق بالمعلومات و سلوكيات المستثمرين و تتكون من 9 فقرات.  
 4) أسئلة مفتوحة و التي تتكون من 4 فقرات.

المطلب الثاني: تحليل الاستبيان.

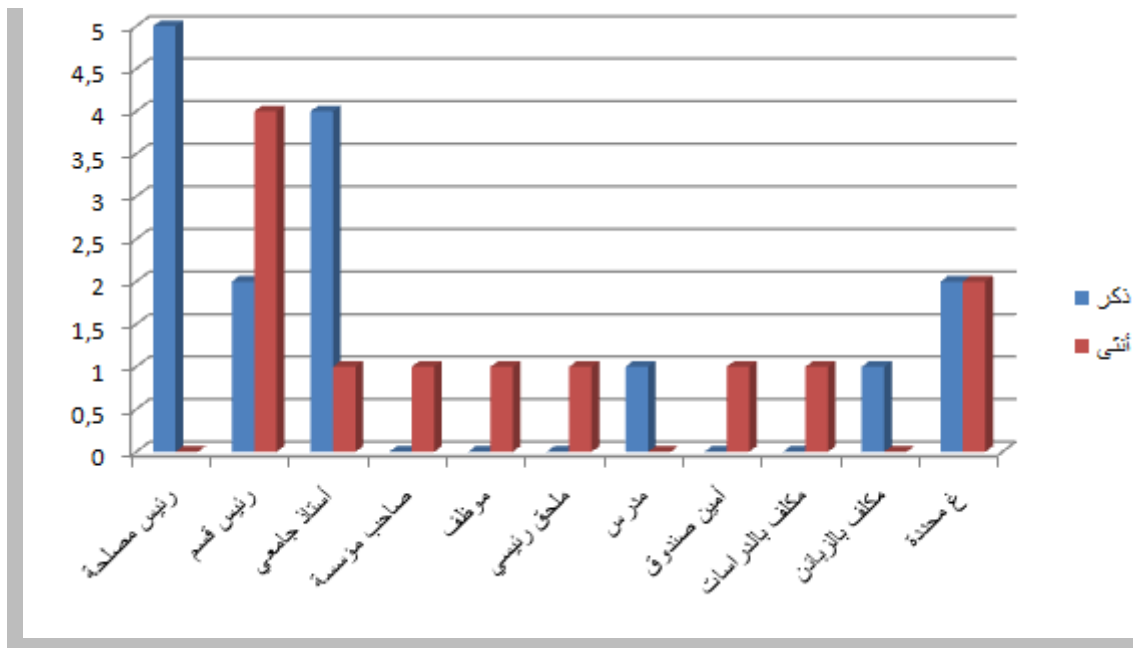
➤ خصائص و سمات عينة الدراسة

جدول (01-03): توزيع عينة الدراسة حسب الوظيفة.

رئيس مصلح	رئيس قسم	أستاذ جامعي	صاحب مؤسسة	موظف	ملحق إداري	enseignant	أمين صندوق	مكلف بالدراسات	كلف بالزبائن	غ محددة
5	2	4	0	0	0	1	0	0	1	2
0	4	1	1	1	1	0	1	1	0	2

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الاستبيان.

الشكل (02-04): يوضح توزيع عينة الوظيفة.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الاستبيان.

يتضح من الشكل أعلاه أن عدد الذكور يفوق عدد الإناث أي يوجد تفاوت في العدد للعينة المدروسة من ناحية الجنس حيث بلغ عدد الذكور (15) و عدد الإناث (12).

أما في ما يخص الوظيفة نلاحظ وجود تقسيم في الوظائف ما بين الجنسين:

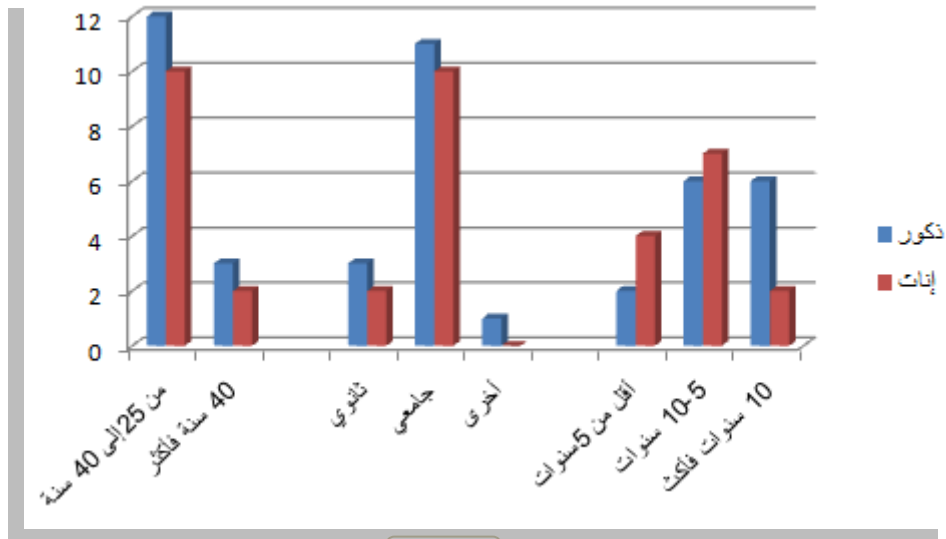
إنفراد الذكور بوظيفة رئيس مصلحة، بينما كانت الحصة الأكبر للإناث في ما يخص وظيفة رئيس قسم و نجد في المقابل وظيفة الأستاذ كانت العدد الكبير للذكور، و إنفراد الإناث بكل من وظيفة صاحب مؤسسة، موظف، ملحق رئيسي، مع غياب الإناث عن وظيفة المعلم، و إنفراد الإناث بوظيفتي (أمين الصندوق، مكلف بالدراسات)، و كانت وظيفة مكلف بالزبائن خاصة بالذكور، بينما نجد تساوي الجنسين في الوظائف الأخرى الغير محددة.

#### الجدول (02-03): توزيع العينة من حيث المعلومات التعريفية.

البيان	العمر		المؤهل الدراسي			سنوات الخدمة		
	25 إلى 40 سنة	أكثر من 40 سنة	ثانوي	جامعي	أخرى	أقل من 5 سنوات	5-10 سنوات	أكثر من 10 سنوات
ذكور	12	3	3	11	1	2	6	6
إناث	10	2	2	10	0	4	7	2

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان.

#### الشكل (03-05): توزيع العينة من حيث المعلومات التعريفية.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الاستبيان.

بالنسبة للعمر نلاحظ أنه هناك انعكاس في القيم فنجد أن الفئة الأكثر نشاط هي الفئة المتوسطة العمر ما بين 25-40 سنة.

و بخصوص المؤهل الدراسي فأكبر عدد يمثل بالذكر في ما يخص المستوى الجامعي و قسم الباقي بين المستوى الثانوي و المؤهلات الأخرى، أما الإناث فكانت المؤهلات مقسمة ما بين المستوى الجامعي و الثانوي ، و ما يلاحظ بصفة عامة أن أكثر أفراد العينة سواء إناث أو ذكور من حملة الشهادات الجامعية و هذا مؤشر هام على توفر عنصر المعرفة مما قد يساهم في متابعة و إنجاز المهام سواء داخل البنك أو الوظائف الأخرى.

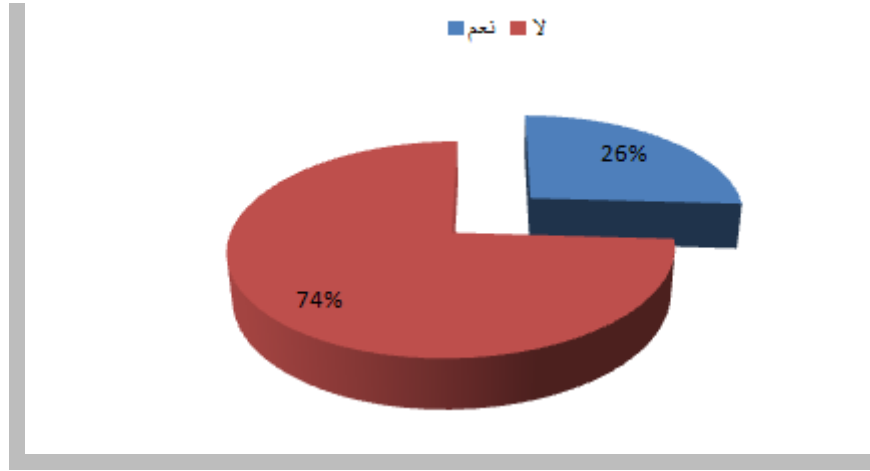
و أخيرا ما يتعلق بسنوات الخدمة أي خبرة العمال فنجد كل من الجنسين يملك خبرة خبرة أقل من خمسة سنوات و الفئة الكبيرة كانت لأكثر من خمسة سنوات بتفاوت بسيط بين الذكور و الإناث و تفوقت فئة الذكور على الإناث في ما يخص خبرة أكثر من 10 سنوات ، هذا يدل على أن أفراد العينة يملكون خبرة اعتبار أن ما يقارب 50% كانت ما بين 5-10 سنوات خبرة. و هذا مؤشر هام على خبر عناصر العينة و إلمامهم بالمعلومات الكافية على الأوراق المالية و السوق المتداولة فيه.

### الجدول(03-03): تحليل الأسئلة المتعلقة بالاستثمار

البيان	نعم	لا	المجموع
هل تملك استثمارات في سوق الأوراق المالية	07	20	27
النسبة المئوية %	25,93	74,07	%100

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الاستبيان.

الشكل (06-03): يوضح تحليل الأسئلة المتعلقة بالاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان.

من خلال هذا الشكل يتضح أن نسبة المستثمرين من العينة تمثل بنسبة قليلة، يدل ذلك على انعدام عامل الثقة في الاستثمار في الأوراق المالية أو لعدم وجود سوق مالي يسمح بالاستثمار، و سوف نقوم بعرض الفئة المستثمرة في الجدول التالي.

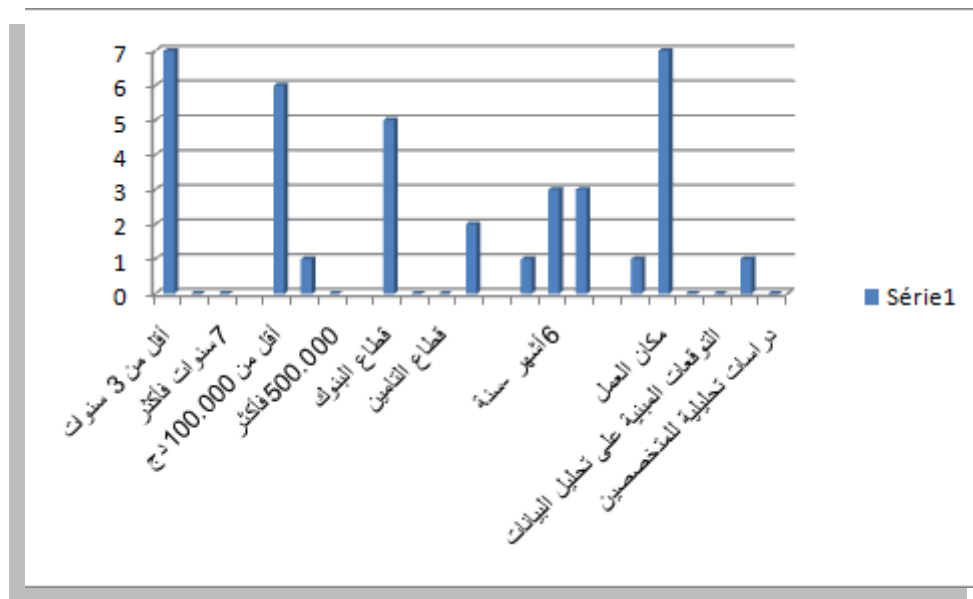
الجدول (04-03): تحليل الفئة المستثمرة من عينة الدراسة.

سنوات استثمارك في سوق الأوراق المالي			
أقل من 3 سنوات	3-7 سنوات	7 سنوات فأكثر	
07	00	00	
حجم استثمارك في سوق الأوراق المالية			
أقل من 100.000 دج	أقل من 500.000 دج	500.000 فأكثر	
06	01	00	
القطاع الذي تستثمر فيه (يمكن اختيار أكثر من إجابة)			
قطاع البنوك	قطاع الصناعة	قطاع التأمين	قطاع الخدمات
05	00	00	02
فترة احتفاظك بالاستثمارات (أسهم - سندات)			
أقل من شهر	6 أشهر - سنة	سنة فأكثر	
01	03	03	

مصادر المعتمدة لاتخاذ قرار الاستثمار (أكثر من إجابة)					
الأصدقاء و الأقارب	مكان العمل	الشركات الوسيطة	التوقعات المبنية على البيانات	نشرات أسعار الأسهم	دراسات تحليلية للمتخصصين
01	07	00	00	01	00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الاستبيان.

الشكل (07-03): تحليل الفئة المستثمرة في عينة الدراسة.



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد بيانات الجدول (04).

من خلال دراستنا للمخطط و الجدول السابق إن كل المستثمرين لا تفوق استثماراتهم عن 7 سنوات مع حجم استثمارات لا يفوق 500.000 دج تكمن مجملها في الاستثمار في القطاع البنكي، عن فترة تتراوح ما بين 6 أشهر إلى ما يفوق السنة، و جل هذه الاستثمارات مبنية على أساس المعلومات المتحصل عليها من مكان العمل، مع الإشارة إلى أن العينة المدروسة تمثل 25,93% من العينة الكلية و بهذا لا يمكن تعميم النتيجة أو الأخذ بها، ولكن ما يلاحظ هو انعدام مصادر الحصول على المعلومة المالية بهدف الاستثمار في الأوراق المالية، و أيضا عدم امتلاك باقي العينة (74,07%) على استثمارات مالية يدل على فقدان عامل الثقة لدى المستثمر الجزائري مع ضعف سوق الأوراق المالية و صغر سوقها المالي.

➤ تحليل فقرات الاستبيان

## الجدول (05-03): أسئلة تتعلق بسوق الأوراق المالية و لحفظة الاستثمارية.

الرقم	الفقرة	غ موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
01	يسعى البنك لاستقطاب المستثمرين من خلال الإعلان.	00	04	03	15	03
02	يعمل العمال على تقاسم المعلومات والمهارات فيما بينهم في مواقع العمل.	01	02	08	09	05
03	يملك الموظفون الفكرة الكاملة عن الأوراق المتداولة في السوق المالي.	02	09	07	06	01
04	يساعد العمال في الوكالة المستثمرين من أجل معرفة خصائص الأوراق المالية.	02	03	06	10	02
05	يملك الموظفون القدرة على توضيح أهمية الاستثمار في الأوراق المالية للمستثمر.	01	05	04	12	02
06	يقوم موظف البنك بالترويج للورقة المالية باعتماد جانب العائد.	01	02	02	14	04
07	تساهم الخبرة العلمية للموظفين في التغاضي عن خطر الورقة المالية للمستثمر فيها.	03	05	06	08	02
08	يملك موظفي البنك استثمارات في الأوراق المالية.	02	05	14	05	00
09	يساعد موظفي البنك المستثمر في تشكيل المحفظة الاستثمارية.	01	06	09	09	00
10	يملك الموظف فكرة عن مخاطر الأوراق المالية التي يروج لها.	02	06	02	14	01
11	يقدم الموظف فكرة للمستثمر عن المخاطر المتعلقة	02	05	05	10	02

						بالورقة المالية.
--	--	--	--	--	--	------------------

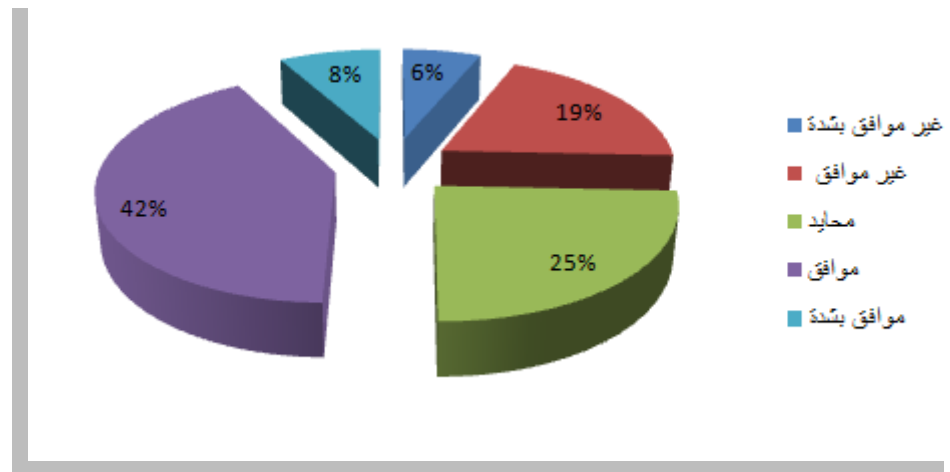
المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان.

الجدول (03-05-01): توزيع النسبي للأسئلة المتعلقة بسوق الأوراق المالية و المحفظة الاستثمارية.

النسبة المئوية %	البيان
6.37%	غير موافق بشدة
19.48%	غير موافق
24.72%	محايد
41.94%	موافق
8.24%	موافق بشدة

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان.

الشكل (03-08): التوزيع النسبي للجدول 05.



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان.

يلاحظ من الشكل أعلاه و بناء على فقرات الاستبيان الموضحة في الشكل 05 يتضح لنا بناء على رأي أفراد العينة أنه يعمل العمال على تقاسم المعلومات و المهارات فيما بينه، كما يمتلك اغلب موظفين فكرة على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي أو الأوراق التي يقومون بالترويج لها.

كما الأفراد الذين لا يملكون أدنى فكرة عن السوق المالي و المحفظة الاستثمارية كانت نسبتهم تمثل الربع و العدد الذي لا يمكن التغاضي عنه فهذا يدل على وجود نقص كبير في كفاءة و ثقافة العمال عن كل ما يخص السوق المالي و التعامل بالأوراق المالية.

هذا يدل على أن مستوى الموظفين هو مستوى متوسط قد يعود للنظام السائد أو صغر حجم السوق المالي و بالتالي فقدان عامل الثقة، و بهذا يمكننا القول استنادا على النتائج أن المعرفة للسوق المالي تقتصر على الموظفين الذين يتعاملون في هذا المجال بحكم عملهم لا غير.

الجدول(06-03): أسئلة حول الوسيط المالي.

الرقم	الفقرة	غ موافق بشدة	غ موافق	محايد	موافق بشدة
13	كل مستثمر في الأوراق المالية يملك حساب في البنك لوسيط	02	06	06	04
14	كل مستثمر في البنك يبحث عن معلومات حول الورقة المالية و المؤسسة المصدرة لها	03	03	04	03
15	تنحصر أولويات المستثمر في العائد من الورقة المالية المستثمر فيها	01	05	03	08
16	تأثر ثقافة المستثمر في نوع الاستثمار المطلوب	01	02	05	05
17	تأثر الحالة النفسية للمستثمر على قرار الاستثمار من عدمه	01	02	06	05
18	يتمتع المستثمر بعدم الرشاد و الكفاءة عند اتخاذ قرار الاستثمار	07	07	09	03
19	يستجيب المستثمر إلى الإعلانات التي تعتمدها الشركة المصدرة	02	01	11	01
20	يتمتع المستثمر بأسلوب التحليل عند اختيار الاستثمار	04	05	12	02

					في أي ورقة مالية	
02	08	08	07	02	كل مستثمر يبحث عن التنوع بين أسهم و سندات	21
03	05	11	06	02	كل مستثمر يبحث عن التنوع في الاستثمار من ناحية القطاع	22
09	09	07	01	00	تلعب البنوك دورها كوسيط مالي فعال بين المستثمرين و سوق الأوراق المالية و الشركات	23

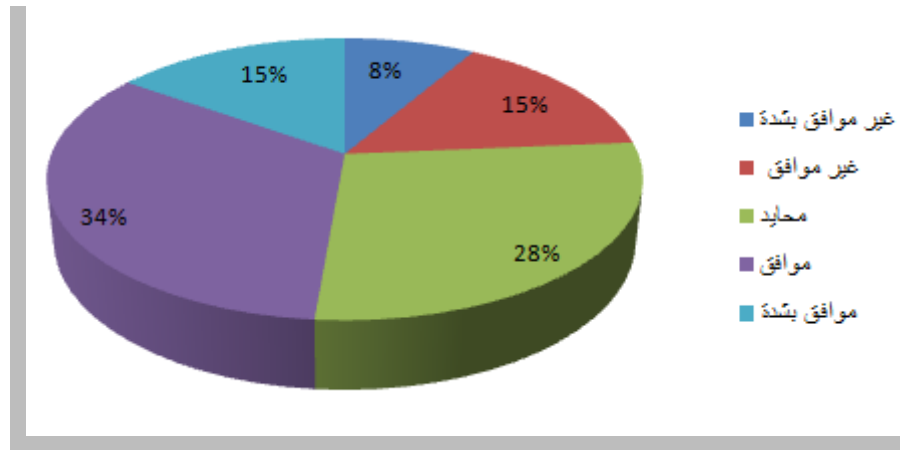
المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان

الجدول (02-06-03): توزيع النسبي للجدول 6

النسبة المئوية %	البيان
8,44%	غير موافق بشدة
15,20%	غير موافق
27,70%	محايد
33,44%	موافق
15,20%	موافق بشدة

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان

الشكل (09-03): يوضح توزيع النسبي للجدول 6



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان

الهدف من وراء أسئلة الوسيط المالي هو معرفة قوة عامل الثقة مابين المستثمر في الأوراق المالية و البنك الوسيط ، و هذا ما يتضح من خلال الشكل أعلاه.

النسبة الغالبة من إجابات العينة كانت موافق على وجود علاقة ثقة بين البنك الوسيط و المستثمر و لكن النسبة كانت أقل من النصف و التي قدرت ب 34%، و لايمكن الحكم على وجود عامل الثقة باعتماد هذه النسبة و لكن هذا يدل على اقتناء جزء من عناصر العينة بثقة المستثمر في سوق الأوراق المالية الجزائري.

بينما النسبة التي تليها فضلت أن تكون محايدة و قدرت ب 28%، بينما الفئة الموافقة بشدة فكانت 15% و هي نسبة قليلة مقارنة بالنسب السابقة.

من خلال الشكل أعلاه يمكن القول بان السوق المالي الجزائري هو سوق ضعيف و غير فعال يعود لعدة أسباب اقتصادية، مالية، إدارية... و يبقى عامل الثقة نسبي يقتصر على الوعي لدى المستثمر الجزائري و مدى فعالية الوسيط في جذب المستثمر.

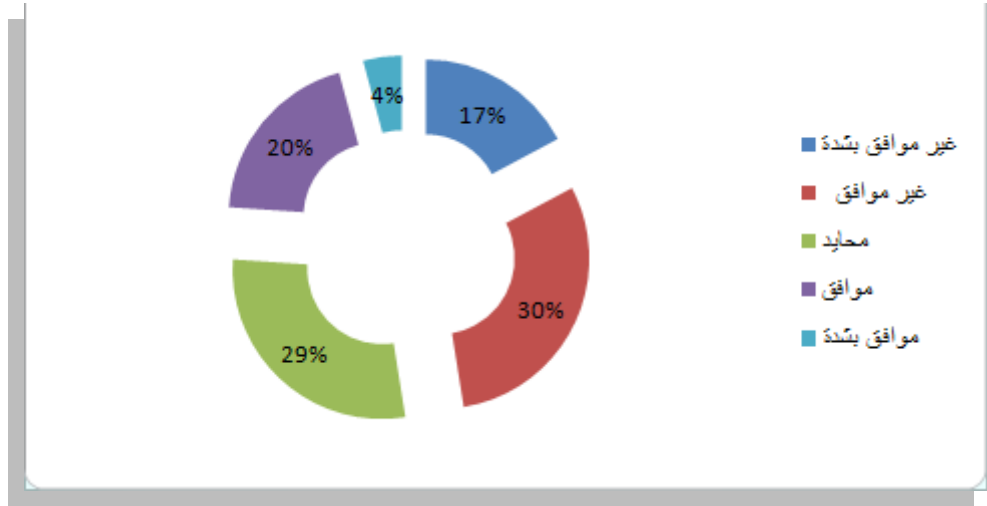
الجدول (07-03): أسئلة تتعلق بالمعلومات و سلوك المستثمر

الرقم	الفقرة	غ موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
24	السوق المالي الجزائري سوق فعال (يتمتع بنشاط في تداول الأوراق المالية)	15	06	01	04	00

25	يمتلك كل مستثمر معلومات كافية عن مبادئ الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر	07	12	03	04	01
26	تساعد القوانين و الأنظمة و التعليمات الصادرة عن السوق المالي على اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه	04	02	10	10	01
27	المعلومات الصادرة عن شركة المصدرة في السوق كافية لتأثير على قرارات المستثمرين	04	14	06	04	00
28	هل ترى بأن ثقافة الاستثمار في سوق الأوراق المالية سائدة بين المستثمرين	03	12	12	00	00
29	يعرف قطاع الاستثمار في الأوراق المالية نموا مستمرا	07	08	06	03	01
30	يملك البنك الثقافة الكافية في مجال الاستثمار بالأوراق المالية	01	06	09	08	04
31	بيئة الائتمان السائدة تساعد في اتخاذ قرار الاستثمار	00	06	10	08	01
32	الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية توفر قاعدة بيانات ملائمة للمستثمرين.	00	06	11	06	02

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان.

الشكل (10-03): توزيع النسبي للأسئلة التي تتعلق بالمعلومات و سلوك المستثمر.



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد الاستبيان.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن عناصر العينة غير موافقين على وجود مستثمر مالي في الأوراق المالية يتمتع بالكفاءة العالية لتسيير استثماراته أو اتخاذ قرار الاستثمار (30% غير موافق، 17% غير موافقة بشدة)، هذا الأمر يعكس واقع السوق المالي الجزائري الغير فعال.

كما أن نسبة كبيرة (29%) فضلت عدم الإجابة و اتخذت موقف المحايد، بينما الفئة التي ترى أن المستثمر الجزائري يتمتع بمؤهل يجعله قادر على تسيير استثماراته أو اتخاذ القرار فكانت قليلة (20% موافق، 4% موافق بشدة) و هي نسبة قليل مقارنة مع النسب السابقة.

هذا يدل على افتقار المستثمر الجزائري إلى سبل و طرق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بالإضافة لعامل الثقة لأنه عنصر جوهري، فالاقتصاد يبني على الثقة.

### ➤ تحليل الأسئلة المفتوحة:

خلال إعداد الاستبيان وضعنا أربعة أسئلة مفتوحة تمثلت كما يلي:

1. موظفي البنك يقدمون للمستثمر أساليب التغطية من المخاطر.
2. أغلبية مستثمرين الوكالة في الأوراق المالية هم أفراد عادين.
3. أغلبية مستثمري الوكالة في الأوراق المالية هم مؤسسات.
4. عدد المستثمرين الوكالة في الأوراق المالية.

و قد اختلفت الإجابات مع اختلاف عناصر العينة و هي كما يلي:

● بالنسبة للسؤال الأول المتعلق بتقديم أساليب التغطية من مخاطر الأوراق المالية للمستثمرين فقد تعددت الإجابات على النحو التالي:

هناك من يرى أن موظفي البنك يقدمون للمستثمر أساليب التغطية من هذه المخاطر بتقريب حلول المخاطر، و نجد من يرى أن تقديم التغطية تكون حسب مؤهلات التي يتمتع بها الموظف، و نجد عدد مقبول من العينة اتفق على عدم امتلاك موظفي البنك كفاءة اللازمة لتقديم هذا النوع من الخدمات لعملاء البنك، بينما اكتفت بقية عناصر العينة بالإجابة عن السؤال بالزوج (نعم، لا)، و في الأخير نجد من لا يرى لسوق الأوراق المالية أي وجود في الاقتصاد الجزائري و بالتالي لا يمكن وجود هذه الأدوات. و قدر عدد الأفراد العينة التي لم تجب على السؤال ب 10.

هذا الأمر يدل على افتقار النظام المصرفي الجزائري إلى موظفين مؤهلين قادرين على خلق الاستثمار و جلب العملاء بالإضافة لضعف النظام المالي و عدم وجود مقومات تسمح بوجود بيئة استثمارية ملائمة لعدم وجود سوق مالي كفي.

● بالنسبة للسؤالين المواليين كان بهدف معرفة إذا ما كان المستثمرين في الأوراق المالية أفراد عاديين أم مؤسسات نجد:

أفراد العينة اكتفت بالزوج (نعم، لا) موزعة بالتساوي بين الزوج (08،08)، بهذا نجد أنهم يرون أن المستثمر يبحث عن الربح في سوق الأوراق المالية مثل المؤسسات التي تجد فيها فرصة لتنمية رأسمالها الاجتماعي. و أغلبية العينة (11) لم تقدم إجابات لهذا السؤال.

● بالنسبة للسؤال الأخير فكان حول عدد المستثمرين في الوكالة و الذي قدر ب 10 مستثمرين 7 منهم مستثمرين في السندات (القرض السندي)، و الباقي مستثمرين في أسهم الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية.

هذا يدل على افتقار الوكالة للمستثمرين في الأوراق المالية باعتبار أنها وسيط مالي بين المؤسسات و المستثمرين.

### المطلب الثالث: نتائج الدراسة التقييمية في البنك الوطني الجزائري.

الدراسة لهذا البنك و التي شملت الاستبيان، و بعد تلخيص الإجابات نعرض النتائج التالية:

■ يتمتع عمال البنك بالمؤهلات الكافية لتعايش مع متطلبات الاقتصاد التقليدي و هذا راجع لعدم وجود سوق مالي و فكرة سابقة لدى الموظفين عليه.

- يعتمد الموظفون على القيام بالأعمال الروتينية رغم اعتماد البنك على دورات التكوين غير أنه نجد ديناميكية العمل على حالها.
  - يفتقر النظام المصرفي الجزائري إلى أسلوب الإعلان بهدف تعريف الأفراد و المؤسسات على حد سواء بنشاطات السوق المالي.
  - يتميز سوق الأوراق المالية الجزائرية بالركود و هذا ما لاحظناه من خلال تحليلنا للاستبيان.
  - معظم مستثمري في سوق الأوراق المالية هم مؤسسات هذا راجع لعدم وجود إعلان كافي لتعريف بنشاطه، بالإضافة لعدم ثقة الأفراد في البنوك الجزائرية.
  - يتميز البنك محل الدراسة بانخفاض عدد المستثمرين في الأوراق المالية التي يروج لها و هذا عائد لأسباب كثيرة نشير إلى:
1. ركود و قلة نشاط السوق المالي الجزائري.
  2. اعتماد أسلوب الإعلان الداخلي عن منتجات السوق المالي مما يحصر عدد الفئة المتطلعة عليه و التي تكون في الغالب عملاء البنك فقط.
  3. بالإضافة لذلك معظم الأفراد المتعاملين مع البنك يقصدون البنك لأغراض غير الاستثمار في السوق المالي.
- ما يمكن قوله أن هذا القصور الواضح في عدم كفاءة موظفي البنك و ركود السوق المالي لا يرجع لموظفي البنوك و إنما يعود على عدم متابعة السلطات المختصة للأوامر التي تصدرها و عدم تفعيلها للسوق المالي.
  - و ما يجب على البنك القيام به حاليا هو تفعيل نظام الإعلان بكيفية تجعله يصل للأفراد دون الحاجة لأن يكون الفرد عميل لدى البنك، بهدف نشر ثقافة الاستثمار بين أفراد المجتمع الجزائري.

الخلاصة:

من خلال دراستنا الميدانية على مستوى وكالة البنك الوطني الجزائري لولاية مستغانم اتضح لنا ضعف و عدم كفاءة بعض موظفي البنك، كما أن عدم وجود سوق مالي للأوراق المالية لم يوفر فرصة اختبار كفاءة الموظفين من عدمهم، و اقتصرت إعلانات المؤسسات في حالة عرض رأس مالها للاكتتاب على البنوك.

تلعب البنوك الجزائرية دور الوسيط المالي بين المؤسسات العارضة للأسهم و السندات و المستثمرين (أفراد، مؤسسات) التي تعتمد الإعلان الداخلي لهذا الاكتتاب أي لا يمكن للمستثمرين الاطلاع و المعرفة بهذه الإعلانات ما لم يتردد على الوكالة.

و من خلال تحليل الاستبيان نستطيع القول أن السوق المالي الجزائري لا يزال في مرحلة البداية و دليل ذلك العدد المنخفض للمستثمرين، كما لا يمكن القول عدم وجود كفاءة بصفة كلية لموظفي البنوك و إنما يعتمد البنك على الأعمال الروتينية المتمثلة في الإقراض و الإيداع .

هذا راجع إلى عدم كفاءة البورصة الجزائرية التي هي حتى هذه اللحظة حبر على ورق و تتميز بعدم الديناميكية و قلة المؤسسات المنخرطة فيها.

بهذا فإن ضعف الاقتصاد و النظام المصرفي و المالي عائد إلى ضعف تطبيق السياسات المالية م قبل السلطات.

الخاتمة.

## الخاتمة:

تناولت هذه الدراسة موضوع تقييم الأوراق المالية من ناحية العائد والمخاطرة في ظل النظرية السلوكية، حاولنا من خلالها مناقشة النظرية بالإجابة على الإشكالية الرئيسية حول إمكانية استبدال نظرية كفاءة الأسواق بالنظرية المالية السلوكية في محاولة لإيجاد حلول للاختلالات التي تشهدها الأسواق مؤخرًا.

انطلقت دراستنا من خلال التعريف بالسوق المالي و خصائص الأوراق المتداولة فيه، وصولاً للمحفظة الاستثمارية، و دراسة العلاقة ما بين العائد و المخاطرة فأى احتمال لوجود عائد لورقة مالية يرافقه وجود خطر و هذا دفع لظهور ما يعرف بالتغطية المخاطر، بهدف التقليل من حدة المخاطر إذ لا يمكن تفاديها و إنما تقليل الخطر إلى أدنى مستوياته.

فموضوع المشتقات المالية مازال يطرح الكثير من الأسئلة على المستوى الدولي على الأقل، نظراً إلى أن اللجوء إلى هذا النوع من العقود من أجل عمليات التغطية و هذا ما يفسر توسع رقعة التعامل بها، و هذا لا يعني خلوها من المخاطر فاختيار أحسن العقود بالسعر المناسب و في الوقت المناسب تبقى أكثر التحديات التي تواجه إدارة المخاطر في الأسواق المالية.

و لدراسة السوق المالي تطرقنا إلى مفهوم المالية السلوكية و دراسة هذه النظرية التي لا يزال الجدل فيها لم يحسم بعد، إذ لاحظنا أن المالية السلوكية ساهمت في تسليط الضوء و تفسير الكثير من التشوهات التي يقف وراءها سلوك بشري غير عقلاني، كما أنها لم تقدم حلولاً لهذه الانحرافات فهي لا تزال مستمرة في الحدوث و لا تزال تسبب أزمات و اختلالات في الأسواق المالية.

فالمالية السلوكية تراهن على قيام المستثمرين بتصحيح سلوكياتهم الغير عقلانية مباشرة. بمجرد إدراكها، و بهذا في المقابل نجد أن بعض الانحرافات لم تختفي بعد على الرغم من كثرة الحديث عنها.

إذ لم يقدم لحد هذه اللحظة الاتجاه السلوكي نموذج رياضي يوضح السلوك البشري بالرغم من كل الدراسات و الجهود التي قدمت.

فالنظرية السلوكية ترى بأنه حتى لو كانت نظرية كفاءة الأسواق لا تعكس الواقع بشكل تام فلا يمكن التنازل عنها إلا لكي تعوض بنظرية أفضل منها، التي تكون قادرة على تقديم نموذج يشرح حركة الأسعار على مستوى السوق المالي وفقا للسلوك البشري.

## 1. اختبار الفروض:

من خلال دراستنا للموضوع المطروح سابقا نجد مجموعة من الفرضيات و التي سوف نجيب عنها بالتالي:

✓ تحقق الفرضية الأولى، إذ لاحظنا أن المالية السلوكية كنظرية حديثة ساهمت في تسليط الضوء على تفسير التشوهات التي كان وراءها السلوك البشري الغير العقلاني، رغم ذلك لم تقدم حولا مؤكدة على معالجة هذه التشوهات.

✓ تحقق الفرضية الثانية، بالمخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية تمكنت المشتقات المالية من تغطيتها و التقليل من حدتها في اغلب الأحيان و حاليا تستعمل الأسواق المالية الإبداعات بهدف تقليل حدة المخاطر و الإبقاء على ثقة المستثمرين في كفاءة السوق المالي ، لكن هذا لا ينفي بقاء الأخطار قائمة.

✓ لم يتحقق الفرضية الثالثة، إذ نجد المستثمرين يختلف سلوكه من مستثمر لآخر فهنا من يعتمد على التحليل الفني في العملية الاستثمارية و نجد من يعتمد التحليل الأساسي و من يجمع بينهما و بهذا لا يمكن للسوق المالي الاكتفاء بتحليل عن آخر فهذا يعود لطبيعة و سلوك المستثمر.

## 2. عرض نتائج الدراسة:

يمكن إجمال أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج في النقاط التالية:

- 1) بالرغم من الأدلة الكثيرة على كفاءة السوق المالي، تشهد أسواق المال العديد من التشوهات التي لا يمكن تفسيرها في إطار هذه النظرية.
- 2) ظهرت المالية السلوكية لأجل تفسير التشوهات و الانحرافات السوقية و محاولة تقديم حلول لعلاج هذه الاختلالات التي يعرفها السوق المالي.

- 3) عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة أساسه عملية تحليل جميع المعطيات الأساسية و إنما هو قرار تشوبه الكثير من الأخطاء السلوكية الغير عقلانية.
- 4) يقصد بالمالية السلوكية مجموع المقاربات التي تقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في الأسواق المالية و المؤسسات على حد سواء و ذلك من خلال الجمع بين النظرية المالية و علم النفس.
- 5) يقوم السوق على فكرة التعايش ما بين المستثمرين العقلانيين و المستثمرين الجاهلين، ينجم عنه سلوكيات غير عقلانية مرتبطة تتراكم في نفس الاتجاه مما يوضح مدى مساهمة المستثمرين الغير عقلانيين في تشكل الأسعار.
- 6) لا تزال الأبحاث السلوكية لو تتوصل إلى نموذج MADAF على الرغم من اقتراح العديد عدة تعديلات له و هذا راجع لصعوبة نمذجة الجانب النفسي.
- 7) يمكن اعتبار التحليل الفني هو الأسلوب السلوكي لتقييم الأوراق المالية .
- 8) استراتيجيات التغطية باستخدام المشتقات المالية تكون فاعلة إذا تم استخدامها بشكل صحيح و ذلك أن المخاطر التي تصاحب المشتقات المالية في حد ذاتها و إنما راجع إلى المتعاملين بها و اللذين يسعون إلى تحقيق أكبر العوائد في ظل المخاطرة الكبيرة.
- 9) ضرورة إدخال عقود المشتقات المالية إلى الأسواق المالية بهدف تشجيع أكبر عدد من المستثمرين على الدخول السوق.

### 3. التوصيات:

- ينبغي على المتعاملين في سوق الأوراق المالية إدراك حقيقة وجود التشوهات فليس كل اتجاه سعري صعودي يعكس بالضرورة زيادة في القيمة السوقية.
- يمكن للمستثمر الذي يرغب في بناء محفظة سلوكية أن يستعين بالمعايير الواردة في تحليل " العائد- المخاطرة" فهذا يساعده على الوصول إلى محفظة أكثر كفاءة.
- لا بد من تعزيز المشتقات المالية في الحفاظ على أداء سوق الأوراق المالية من خلال توفير الأنظمة و السياسات السليمة التي تضمن الاستخدام الكفاء لهذه العقود من قبل المتعاملين.

### 4. أفاق البحث:

بعد دراستنا لموضوع المالية السلوكية نجد ما يلي:

- تبقى النظرية غير مكتملة فهي لم تقم بتفسير كل الانحرافات التي يعرفها السوق المالي خاصة مع تعاقب الأزمات و لا تزال هناك دراسات في جانب المالية السلوكية نجد اتجاه بحثي آخر ما يطلق عليه "الاقتصاد التجريبي" (L'économie expérimentale).
- و ما يمكن قوله أن البحث في هذا الموضوع يبقى مستمر لأن الأمر الوحيد الذي لا يمكن حصره و تقديم نموذج رياضي له هو السلوك البشري و لا يمكن توقعه.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع:

### I. المراجع باللغة العربية:

#### ❖ الكتب:

1. جمال جويدان الجمل، "دراسات في الأسواق المالية و النقدية"، دار الصفاء لنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
2. جون وايت-ترجمة خالد العامري، "الاستثمارات في السندات و الأسهم"، دار الفاروق لنشر و التوزيع، القاهرة، 2003.
3. حسين بن هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
4. حمزة محمود زيبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة دار الوراق لنشر و التوزيع، الأردن، 2001.
5. رضوان سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، مصر، 2005.
6. زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي"، دار وائل لنشر، الطبعة الثانية، الأردن، 2002.
7. سعود حاييد مشكور العامري، "المالية الدولية نظرية و تطبيق"، دار الزهر لنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012.
8. سعيد الخضيري، "مبادئ الاقتصاد"، جامعة قناة السويس، 2003.
9. سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1998.
10. سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
11. سيد طه بدوي، "عمليات البورصة و الأوراق المالية- نظرية و تطبيق-"، دار الزهر لنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.

12. السيد عليوة، "تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية"، دار الأمين، القاهرة، 2006.
13. شعبان محمد إسلام البراوي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001.
14. صلاح الدين حسن السيدي، "بورصات الأوراق المالية (أهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)"، عالم الكتب لنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
15. ضياء مجيد موسوي، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
16. طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
17. عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك و المؤسسة المالية"، دار الطباعة لنشر و التوزيع، القاهرة، 2004.
18. عبد الغفار الحنفي، "بورصة الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات)"، دار الجامعية لنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.
19. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق و المؤسسات المالية"، دار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
20. عبد المجيد المهيملي، "أداة النجاح في البورصة - التحليل الفني للأسواق المالية - دليل شامل لتحقيق الأرباح في مضاربة الاستثمار"، البلاغ للطباعة و النشر، الطبعة الخامسة، مصر، 2006.
21. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "التحليل و التخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)"، دار البازوري العلمية لنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008.
22. عدنان شايبه النعيمي، أرشد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار البازوري العلمية، عمان، 2009.
23. فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل لنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.

24. محسن أحمد الخضيرى، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر الجديدة، 1999.
25. محمد إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ز مصادر تمويل المشروعات"، دار النهضة العربية.
26. محمد الصيرفي، "إدارة المال و تحليل هيكله"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
27. محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006.
28. محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، جامعة أم القرى، 2007.
29. محمد شفيق حسين طيب، "الإدارة المالية في القطاع الخاص"، الطبعة 1، 2009.
30. محمد صالح الحناوي و آخرون، "مقدمة في المال و الأعمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
31. محمد صالح الحناوي، "تحليل و تقييم الأسهم و السندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، (د،ت).
32. محمد صالح الحناوي، "تحليل و تقييم الأسهم و السندات"، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005.
33. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تقييم و تحليل الأوراق المالية"، دار الجامعة، الإسكندرية، 2001-2002.
34. محمد صالح الحناوي، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
35. محمد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، "الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل و إدارة-"، دار المسيرة لنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2004.
36. محمد يوسف ياسين، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004.

37. محمود الصبح، "التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية"، البيان لطباعة و النشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000.
38. محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية -موقعها في الأسواق-أحوالها و مستقبلها"، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر، الإسكندرية، 2000.
39. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)"، دار الشروق لنشر و التوزيع، عمان، 2005.
40. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
41. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثالثة، الإسكندرية، 2010.
42. نادية أبو فجرة ، محمود صبح، شامل الحموي، "الأسواق و المؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، 2005.
43. ناصر دادي عدون، "تقنيات مراقبة التسيير(التحليل المالي)"، الجزء الأول، دار الهداية العامة، 1998.
44. هندي منير إبراهيم، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات و العقود الآجلة و العقود المستقبلية"، منشأة المعارف، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2003.
45. هوشيار معروف، "الاستثمارات و الأسواق المالية"، دار الصفاء لنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
46. وليد أحمد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية الدولية"، دار المستقبل لنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
47. وليد صافي و أنس البكري، "الأسواق المالية الدولية"، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، 2009.

❖ رسائل الماجستير و دكتوراه:

1. بن أعمار بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و بنوك مالية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
2. بن عزوز عبد الرحمان، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير في العلوم التسيير، جامعة مونتيري، قسنطينة، 2011-2012.
3. بن مالك عمار، "المنهج الحديث لتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء- دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية لفترة 2010،2006-"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة مونتيري، قسنطينة، 2011،2010.
4. بوزيد سارة، "إدارة المحفظة المالية على مستوى البنك التجاري"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، قسنطينة، 2006-2007.
5. بوكساني رشيد، "معوقات الأسواق و الأوراق المالية العربية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006.
6. حوة عبد القادر، "بناء المحافظ و إدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010.
7. زرقة زهية، "بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في عمليات البورصة"، رسالة ماجستير في علوم الاقتصاد و التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
8. صفية صديقي، "طرق تحليل و تقييم الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية -مع التطبيق على بورصة باريس خلال فترة 2007-2010-"، رسالة ماجستير في العلوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
9. عماد الدين شرابي، "إتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم و السندات بالاعتماد على التحليل الفني-دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة مدرجة في cac40"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة مونتيري، قسنطينة، 2010-2011.

10. نوال بوعكار، "حدود الهندسة المالية في تفعيل إستراتيجية التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات مالية و محاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس.
11. هوارى سويسي، "تقييم المؤسسة و دورها في اتخاذ القرارات في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007-2008.
12. يوسف خروبي، "تقدير العائد و المخاطرة للاستثمارات باستخدام -نموذج توازن الأصول المالية-"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.

#### ❖ المجلات، الدوريات و الملتقيات:

1. إبراهيم فريد محمد أمين، "المعلومات المحاسبية و مداخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية في مجال المال و التجارة"، العدد 18، ماي 1984.
2. أحمد عبد العزيز الحداد، "الأسهم و السندات - تصور و أحكام-"، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007.
3. بلغوز بن علي، "إستراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة شلف، 2009-2010.
4. بن موسى كامل، "الحفظة الإستثمارية -تكوينها و مخاطرها"، مجلة الباحث، العدد 3، 2004.
5. زينب بوقاعة، "تسعير الخيارات المالية لنموذج بلاك و شولز"، ورقة بحثية مقدمة ضمن ملتقى دولي حول منتجات و تطبيقات الإبتكار و الهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 05-06 ماي، 2014.
6. سامي إبراهيم سويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، المعهد الإسلامي للبحث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة السعودية.

7. صالح مفتاح، "محاضرات في مقياس المالية الدولية"، كلية العلوم الاقتصادية، فرع مالية النقود و البنوك، جامعة خضير، بسكرة، الجزائر، 2005-2006.
8. عبد الله بن محمد العمراني، "السندات من منظور شرعي"، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007.
9. علي بن الضب، حليلة بلقاسم، "نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية و كفاءة أسواق رأس المال -دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة في بورصة السعودية خلال فترة 2011-2012- أبحاث إدارية و إقتصادية"، المركز الجامعي لعين تموشنت، الجزائر، العدد 18، ديسمبر 2015.
10. محمد البشير مبروك، محصول النعمان، "إدارة المحفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية"، ملتقى دولي 3 حول إستراتيجية إدارة المخاطر واقع و آفاق، 25-26 نوفمبر 2008، جامعة شلف.
11. مفتح صالح و معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة السوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2007.
12. هوارى السويسي، "أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2007.

## II. المراجع باللغة الأجنبية:

### ❖ Livres :

1. Chales ,p.jones , "invertments analysis and management", john milg et sons inc new york, 1996, p :254.

2. Philippe gillet, "**l'efficience des marché financières–  
ecanarnica**", paris, 1999, p :11.

الملاحق

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة عبد الحميد بن باديس -مستغانم-

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

المستوى: ماستر(2) أكاديمي

تخصص: بنوك و أسواق مالية

## الاستبيان

لكم أصدق التحايا و السلام.

صمم هذا الاستبيان الذي بين أيديكم كأداة للبحث و المسمى " تأثير المالية السلوكية في العائد و المخاطرة في سوق الأوراق المالية "، من إعداد الطالبة "طيب باشا إيمان"، دراسة ميدانية لبنك الوطني الجزائري. و الذي نسعى من خلاله إلى التعرف على آرائكم و مقترحاتكم القيمة و المفيدة حول الفقرات التي يتضمنها الاستبيان. لذا يرجى من سيادتكم التكرم و التفضل علينا بالإجابة على الأسئلة الواردة في الاستبيان، لنتمكن من إجراء التحليل المطلوب، مع التأكيد انه سيتم التعامل مع الإجابات بالسرية التامة و لكم خالص تقديرنا و احترامنا.

✓ بيانات حول المستجوب:

يرجى وضع علامة ✓ في الخانة المناسبة:

- الجنس: ذكر  ، أنثى
- الوظيفة: رئيس مصلحة  ، رئيس قسم  ، أخرى(حدد)
- العمر: من 25 سنة إلى 40 سنة  ، 40 سنة فأكثر
- المؤهل الدراسي: ثانوي  ، جامعي  ، أخرى (حدد)
- سنوات الخدمة: أقل من 5 سنوات  ، 5 إلى 10 سنوات  ، 10 سنوات فأكثر

— هل تملك إستثمارات في سوق الأوراق المالية: نعم  لا

— سنوات استثمارك في سوق الأوراق المالية: أقل من 3 سنوات  من 3-7 سنوات

7 سنوات فأكثر

— حجم إستثمارتك في السوق : أقل من 100.000 دج  أقل من 500.000 دج

500.000 دج فأكثر

—القطاع الذي تستثمر فيه(يمكن إختيار أكثر من قطاع): قطاع البنوك  قطاع الصناعة

قطاع التأمين  قطاع الخدمات

—فترة احتفاظك بالاستثمارات(أسهم-سندات): أقل من شهر  6 أشهر-سنة

سنة فأكثر

—مصادر المعتمدة للتخاذ قرار الاستثمار(أكثر من إجابة): الأصدقاء و الأقارب  مكان العمل

الشركات الوسيطة  التوقعات المبنية على تحليل البيانات  نشرات أسعار الأسهم

دراسات تحليلية للمتخصصين

I. أسئلة تتعلق بالسوق الأوراق المالية و المحفظة الاستثمارية :

الرقم	الفقرة	غ موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق بشدة
1	يسعى البنك لاستقطاب المستثمرين من خلال الإعلان.				
2	يعمل العمال على تقاسم المعلومات و المهارات فيما بينهم في مواقع العمل				

					يملك الموظفون الفكرة الكاملة عن الأوراق المتداولة في السوق المالي.	3
					يساعد العمال في الوكالة المستثمرين من أجل معرفة خصائص الأوراق المالية	4
					يملك الموظفون القدرة على توضيح أهمية الاستثمار في الأوراق المالية للمستثمر	5
					يقوم موظف بالترويج للورقة المالية باعتماد جانب العائد.	6
					تساهم الخبرة العلمية للموظفين في تغاضي عن خطر الورقة المستثمر فيها.	7
					يملك موظفو البنك استثمارات في الأوراق المالية.	8
					يساعد موظفي البنك المستثمر في تشكيل المحفظة الاستثمارية.	9
					يملك الموظف فكرة عن مخاطر الأوراق المالية التي يروج لها.	10
					يقدم الموظف فكرة للمستثمر عن المخاطر المتعلقة بالورقة المالية.	11

## II. أسئلة حول الوسيط المالي:

الرقم	الفقرة	غ موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق بشدة
13	كل مستثمر في الأوراق المالية يملك حساب في البنك الوسيط.				
14	كل مستثمر في البنك يبحث عن معلومات حول الورقة المالية و المؤسسة المصدرة لها.				
15	تنحصر أولويات المستثمر في العائد من الورقة المالية المستثمر فيها.				
16	تأثر ثقافة المستثمر في نوع الاستثمار المطلوب.				
17	تأثر الحالة النفسية للمستثمر على قرار الاستثمار من عدمه.				
18	يتمتع المستثمر بعدم الرشادة و الكفاءة عند اتخاذ قرار الاستثمار.				
19	يستجيب المستثمر إلى الإعلانات التي تعتمدها الشركة المصدرة.				
20	يتمتع المستثمر بأسلوب التحليل عند اختيار الاستثمار في أي ورقة مالية.				

				كل مستثمر يبحث عن التنويع في الاستثمار بين أسهم و سندات.	21
				كل مستثمر يبحث عن التنويع في الاستثمار من ناحية القطاع.	22
				تلعب البنوك دورها كوسيط فعال بين المستثمرين و سوق الأوراق المالية و الشركات.	23

### III. أسئلة تتعلق بالمعلومات و سلوكات المستثمرين:

الرقم	الفقرة	غ موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق بشدة
24	السوق المالي الجزائري سوق فعال (يتمتع بنشاط في تداول الأوراق المالية)				
25	يملك كل مستثمر معلومات كافية عن مبادئ الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر.				
26	تساعد القوانين و الأنظمة و التعليمات الصادرة عن سوق المالي على اتخاذ فرار الاستثمار من عدمه.				
27	المعلومات الصادرة عن الشركة المصدرة في السوق كافية لتأثير على قرارات المستثمرين.				
28	هل ترى بأن ثقافة الاستثمار في سوق الأوراق المالية سائدة بين المستثمرين.				
29	يعرف قطاع الاستثمار في الأوراق المالية نموا مستمرا.				
30	يملك البنك الثقافة الكافية في مجال الاستثمار بالأوراق المالية.				
31	بيئة الائتمان السائدة تساعد في اتخاذ قرار الاستثمار.				
32	الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية توفر قاعدة بيانات ملائمة للمستثمرين.				

### IV. أسئلة إضافية:

- موظفي البنك يقدم للمستثمر أساليب التغطية من هذه المخاطر.

.....

.....

■ أغلبية مستثمرين الوكالة في الأوراق المالية هم أفراد عاديين.

.....

.....

■ أغلبية مستثمري الوكالة في الأوراق المالية هم مؤسسات .

.....

.....

■ عدد المستثمرين الوكالة في الأوراق المالية.

## الملخص:

يهدف هذا العمل إلى التعريف بنموذج جديد عرف تطورا ملحوظا منذ الثمانينات ووصل إلى غاية التشكيك في فرضية رشادة الأفراد التي شكلت حجر الأساس لنظرية المالية الحديثة، و هنا يتمحور الموضوع حول "المالية السلوكية".

يحاول هذا الاتجاه الذي ظهر كنتيجة للمزاوجة بين علم النفس و المالية دراسة السلوك الحقيقي للأفراد، إضافة إلى تفسير التشوهات الملاحظة في أسواق المال، و للوقوف على التبعيات التي تترتب جراء ظهور هذا التيار الفكري على مالية الأسواق و بشكل خاص على المنهجية المتبعة في بناء المحفظة و اختيار ما تحتويه من أوراق مالية، و على هذا الأساس قسمنا هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول:

خصصنا الفصل الأول و الثاني للتعريف بهذا الاتجاه و بإسهاماته التي طالت ميذا اختيار المحفظة و تحليل الأوراق المالية، في حين الفصل الثالث دراسة الحالة في البنك الوطني الجزائري باعتماد الاستبيان.

## الكلمات المفتاحية:

المالية السلوكية، كفاءة أسواق المال، الرشادة، التحكم، التوقعات العقلانية، الانحرافات، النظرية السلوكية للمحفظة، نموذج تسعير الأصول، التحليل الفني.

## Résumé :

Ce travail vise à présenter un nouveau paradigme qui a connu un développement considérable depuis la décennie huitante jusqu'au point de remettre en cause l'hypothèse de rationalité des agents qui a servi de socle à la théorie financière moderne. Il s'agit du finance comportementale.

Cette nouvelle approche. Fondée sur un binôme psychologie–finance. Tente à étudier le comportement réel des individus (souvent irrationnel), et à expliquer les anomalies observées sur les places boursières.

L'émergence de ce courant de pensée peut engendrer de grandes implications sur la finance des marchés surtout sur la manière de construire le portefeuille. Et de choisir les titres financiers qui le composent. Pour découvrir ces implications ce mémoire s'articulera autour de trois chapitres :

Nous réserverons les deux premiers chapitres à la présentation de ce courant ainsi que ses apports sur la domaine de choix de portefeuille et l'analyse des titres financiers.

Le troisième chapitre contient le cote pratique dans la B.N.A baser sur le mode questionnaire.

**Mots clés :**

La finance comportementale. L'efficience des marchés financiers. La rationalité l'arbitrage. Les anticipations rationnelles. Les biais comportementaux. Les anomalies. Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) l'analyse technique.