



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة باتنة 01-
قسم العلوم الاقتصادية



امتحان مقياس الأسواق المالية - الدورة العادية-
لطلبة السنة الثالثة: اقتصاد نقدي وبنكي

الإجابة النموذجية لمقياس الأسواق المالية

الجواب الأول: (8 نقاط)

أجب بصحيح أو خطأ مع التعليل باختصار في الحالتين:

- الإجابة بصحيح وخطأ (0.5)
- التعليل والتوضيح في كل حالة (0.5)

(التعليل الموضح في هذه الإجابات النموذجية شامل، ولكن يُحتسب للطلبة أي إجابة مختصرة ومقربة)

- تعد العقود الآجلة (Forwards) أعلى مخاطرة من العقود المستقبلية (Futures). **صحيح**

فالعقود الآجلة لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة بل في الأسواق غير المنظمة (OTC)، وهو ما قد يعرضها لخطر السيولة مثلا من خلال صعوبة تداولها أو بيعها، لا يتطلب أيضا هذا النوع من العقود هامش مبدئي، ولا يتم تنفيذها بالتسوية وإنما بالتسليم؛ أما بالنسبة للعقود المستقبلية فمعكسها هي عقود نمطية يتم تداولها في السوق المنظم وبالتالي فهي أقل عرضة لخطر السيولة، تتعامل بالهامش المبدئي وقد يحدث أن يتم تنفيذ وإنهاء العقد بالتسليم كالعقود الآجلة ولكن أغلبها يتم بالتسوية بشكل يومي بناء على تقلبات السعر السوقي وتحت نظام بيوت المقاصة وهذا في حد ذاته قد يجنبها خطر الطرف المقابل، الذي قد يتعرض له حملة العقود الآجلة بشكل أكبر.

- ما يميز الخيارات (Options) عن غيرها من العقود هو أنها عقود إلزامية للطرفين وتتطلب هامش مبدئي. **خطأ**

الخيارات هي عقود تمنح حق شراء أو بيع وليس إلزام، كمية معينة من أصل العقد (سلعة أو عملات أو أسهم، ...) بسعر معين وخلال فترة محددة، على أن يحصل محرر العقد على "علاوة Premium" مقابل تحمل المخاطرة؛ بمعنى أنها تكون إلزامية لطرف (محرر الخيار) وتمنح حق الخيار (تنفيذ أو عدم تنفيذ) للطرف الآخر ولا تتطلب هامش مبدئي وإنما علاوة.

- لا تعتبر عقود المبادلات (Swaps) (حسب بعض الاقتصاديين) نوع من المشتقات المالية وإنما صيغة من العقود الآجلة؛ الإجابة **صحيح** مقبولة / والإجابة **خطأ** أيضا مقبولة

هناك رأيين مختلفين لدى الاقتصاديين، رأي يعتبر المبادلات كنوع من أنواع المشتقات المالية ورأي آخر لا يعتبرها على أنها مشتقات مالية وإنما هي نتاج للهندسة المالية فقط، كونها تمثل إتفاق بين طرفين أو



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة باتنة 01-
قسم العلوم الاقتصادية



امتحان مقياس الأسواق المالية - الدورة العادية-
لطلبة السنة الثالثة: اقتصاد نقدي وبنكي

أكثر على تبادل سلسلة من التدفقات أو الإلتزامات النقدية في تواريخ مسبقة ولمدة محددة، وليس لها أصل محل العقد عكس المشتقات التي تمثل بصفة عامة أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد؛ ومع ذلك يمكن اعتبار المبادلات على أنها صيغة من العقود الآجلة لأنها تنطوي مثل باقي المشتقات على أجل وتتفق مع العقود الآجلة لأنها تتداول في OTC.

• قد يمثل حق الأولوية بالنسبة لحامل السهم العادي أولوية أولى من جهة وأولوية أخيرة من جهة أخرى. **صحيح**

لحملة الأسهم العادية حقوقا ملكية متنوعة ومن بينها حق الأولوية فإذا ما تحدثنا عن حق الأولوية في المحافظة على الملكية النسبية في الشركة، أو ما يعرف كذلك بحق الإستباقية أو حق الأولوية في الإكتتاب فإن هذا الحق يتيح لحامل السهم العادي شراء المزيد من الأسهم في حال طرحها من قبل الشركة (لزيادة رأس المال) بصفة الأولوية عن بقية المستثمرين الجدد وهو ما يمثل أولوية أولى؛ في المقابل يمثل حق المساهم العادي في الحصول على دخل من الشركة ومن أصولها في حالة التصفية، أولوية أخيرة من بعد حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة.

• حامل السهم العادي آخر من يحصل على حقوقه من دخل الشركة . **صحيح**

يمنح السهم العادي حامله حق الحصول على جزء من دخل الشركة، أو أصول تلك الشركة وتعتمد تلك الحقوق على "مبدأ الأولوية" بمعنى أولوية حصول طرف ما على حقوقه قبل طرف آخر؛ حيث يحصل الدائنون (دائنون القروض القصيرة الأجل) على كامل حقوقهم أولا تجاه الشركة، يليهم حملة السندات (دائنون طويلي الأجل)، يليهم حملة الأسهم الممتازة، ثم يليهم حملة الأسهم العادية كآخر المتحصلين على الحق المذكور.

• الأوراق المالية الهجينة تصدر في حالة زيادة رأس مال الشركة فقط. **صحيح**

الأوراق المالية الهجينة هي الأسهم الممتازة وتسمى هجينة لأنها تجمع بين خصائص السندات وخصائص الأسهم، حيث تُصدر في حالة رفع رأس مال الشركة فقط؛ أما في حالة تأسيس الشركة فإنه يتم إصدار الأسهم العادية.

• مثل الأسهم العادية تتحدد القوة التصويتية للأسهم الفئوية حسب فئة السهم. **خطأ**

تتحدد القوة التصويتية لحملة الأسهم العادية بما يمتلكه من حصة في تلك الأسهم فالقاعدة العامة هي صوت واحد عن كل سهم؛ ولكن هناك بعض الحالات تصدر فيها الشركة أسهم فئوية تتحدد فيها القوة التصويتية حسب فئة السهم، مثلا فئة أسهم A تضم 5 أصوات.

• يمكن التعامل في الأسواق المالية الإسلامية بالأسهم الممتازة. **خطأ**

لا يتم التعامل بالأسهم الممتازة في الأسواق المالية الإسلامية كون أن هذه الأخيرة تقوم على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية التي تقوم على مبدأ الربح والخسارة والاستثمار الحقيقي لا الوهمي و بدون أي ضمانات،



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة باتنة 01-
قسم العلوم الاقتصادية



امتحان مقياس الأسواق المالية - الدورة العادية-
لطلبة السنة الثالثة: اقتصاد نقدي وبنكي

لكن ما تتميز به الأسهم الممتازة هي العوائد الثابتة والمحددة عند إصدارها، بمعنى أنها أدوات مالية مضمونة بتلك الأرباح وهو ما يتنافى مع أسس التعامل في الأسواق المالية الإسلامية.

الجواب الثاني: (6 نقاط)

يرغب مستثمر جزائري عقلاني رشيد في تكوين محفظة استثمارية مختلطة تدر له تدفق للدخل مستقر نسبيا من جهة ونمو للعائد من جهة أخرى، فأتيح له فرصة اختيار توليفة من 3 أسهم من بين الأسهم المصدرة عن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الرسمي ببورصة الجزائر.

أسهم الشركات	ALL	AUR	BIO	SAI
العائد R_j للسهم	R_j (%)	R_j (%)	R_j (%)	R_j (%)
حالة السوق				
ما قبل-Covid 19	2	1	5	10
أثناء-Covid 19	1	1	2	-7
مابعد-Covid 19	1.5	2.5	8	1.5
العائد المتوقع للأسهم \bar{R}_j	1.5	1.5	5	1.5
الانحراف المعياري σ	0.38	0.74	4.24	6.58
معامل التباين CVR_j	0.25	0.49	0.84	4.38

من خلال معطيات الجدول الافتراضية ووفقا لتحليلك لفرادى الأسهم، حدد الأسهم الثلاثة لتكوين المحفظة، مع التعليل؛

• الأسهم هي BIO. ALL. AUR (pts2)

• التعليل: (pts2)

يتم تحديد توليفة الأسهم الثلاثة من بين الأسهم الأربعة المتاحة بعد إجراء تحليل الثنائية أو ما يعرف بتحليل مبادلة العائد والمخاطرة، وبما أن التحليل وفقا للمعطيات سيكون تحليلًا فرديًا عوض أن يكون تحليلًا للمحفظة، يمكن مقارنة فرادى الأسهم كما يلي:

لكل من الأسهم ALL. AUR. SAI نفس العوائد المتوقعة \bar{R}_j مقدرة بـ 1.5% ، ويبقى سهم BIO يحقق العائد الأكبر ؛ ولكن في المقابل تحليل العائد وحده لا يكفي وإنما لابد من تحليل المخاطرة من خلال الإستعانة ببعض المقاييس الإحصائية لقياس المخاطرة كالانحراف المعياري، الذي يوضح أن ALL. AUR يحققان مخاطر منخفضة مقدرة بـ $\sigma = (0.49)$. $\sigma = (0.25)$ على التوالي ، مقارنة بمخاطر كل من SAI بـ $\sigma = (6.58)$ و BIO بـ $\sigma = (4.24)$ وعليه:

نعلم بأن لما تكون العوائد متوقعة ثابتة يتم اللجوء إلى الانحراف المعياري لمقارنة المخاطرة وحسم أفضل فرصة إستثمارية (وهو ما ينطبق على كل من ALL.AUR.SAI بعوائد متساوية يتم إختيار AUR.ALL بمخاطرة أقل) ولكن في حالة تباين العوائد المتوقعة فإن المقياس الأمثل لقياس الخطر هو معامل التباين CVR_j ، وبما أن CVR_j لكل من ALL.AUR.BIO تمثل أدنى معاملات فإنها تعكس أدنى مخاطرة مقابل عوائد متساوية في كل من AUR.ALL وأعلى عائد في BIO .

مقارنة بسهم SAI بعائد متساو كذلك أي 1.5% ولكن بأعلى مخاطرة $\sigma = (6.58)$ وبمعامل تباين $CVR = (4.38)$ كذلك. وبالتالي الأسهم المختارة هي ALL.AUR.BIO.

من جهة أخرى هذه المحفظة مختلطة أي تدر دخل مستقر نسبيا ونمو عائد مرتفع، ولو نلاحظ الشركات الأربعة هي شركات كبيرة ومدرجة في السوق الرسمي الجزائري، بمعنى أن دخلها وأرباحها ستكون مستقرة نسبيا ، بمعنى أي سهم منها سيحقق هذا الغرض. وفي الوقت نفسه Biopharm شركة صيدلانية تحقق نموا مستمرا في حجم تداولاتها وفي الطلب على أسهمها مقارنة بصيدال وبالتالي فمن الممكن أن تحققا نموا في العائد خاصة من خلال معطيات الجدول في حالة ما قبل كورونا/ أثناءها/ وبعدها.

• أحسب عائد المحفظة المكونة من الأسهم الثلاثة المختارة، إذا علمت أن الوزن النسبي لهذه لأسهم هو 25%، 25%، و50% (للسهم الأعلى عائد)؛ (pts1.5)

$$Rp = \sum_i^n W_i R_i$$

لدينا عائد المحفظة:

ولدينا W_i : الوزن النسبي للسهم في المحفظة

أي: (25%) لسهم ALL

(25%) لسهم AUR

(50%) للسهم الأعلى عائد أي سهم BIO

$$Rp = 0.25(1.5) + 0.25(1.5) + 0.5(5)$$

$$Rp = 3.25\%$$

• هل يكتفي هذا المستثمر بهذا النوع من التحليل؟ وماهي العوامل الأساسية في تحديد مخاطر المحفظة؟ (pts0.5)

- لتكوين المحفظة لا يمكن الإعتماد على التحليل الفردي فحسب وإنما على تحليل العائد والمخاطرة للمحفظة ككل، وعليه لا يكتفي المستثمر بهذا النوع من التحليل بل يتطلب تحليل المحفظة إذ يمثل التباين المشترك، ومعامل الارتباط عاملان أساسيين في تحديد وقياس مخاطر المحفظة بدلا من الانحراف المعياري أو التباين، في الورقة منفردة.

الجواب الثالث: (6 نقاط)

- تحرير ملخص حول موضوع بحث كل طالب مع إسقاط الموضوع ذاته على واقع بورصة الجزائر.