الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمّه لخضر الوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

الموضوع

أثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق
دراسة قياسية لبنك BNP PARIBAS للفترة (2000-2022)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث – علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبة
نعيمة بالعيد

إشراف
أ. نصر ضو

لجنة المناقشة			
الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
عدنان محيريق	أستاذ	جامعة الوادي	رئيسا
نصر ضو	أستاذ	جامعة الوادي	مشرفا ومقررا
أحمد نصير	أستاذ	جامعة الوادي	مناقشا
عادل كدودة	أستاذ محاضر – أ-	جامعة الوادي	مناقشا
عز الدين عطية	أستاذ محاضر – أ-	جامعة تبسة	مناقشا
سمية حاجي	أستاذ محاضر – أ-	جامعة تيزي وزو	مناقشا

الموسم الجامعي 2023 – 2024

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمّه لخضر الوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

الموضوع

أثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق
دراسة قياسية لبنك BNP PARIBAS للفترة (2000-2022)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث – علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبة
نعيمة بالعيد

إشراف
أ. نصر ضو

لجنة المناقشة			
الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
عدنان محيريق	أستاذ	جامعة الوادي	رئيسا
نصر ضو	أستاذ	جامعة الوادي	مشرفا ومقررا
أحمد نصير	أستاذ	جامعة الوادي	مناقشا
عادل كدودة	أستاذ محاضر – أ–	جامعة الوادي	مناقشا
عز الدين عطية	أستاذ محاضر – أ–	جامعة تبسة	مناقشا
سمية حاجي	أستاذ محاضر – أ–	جامعة تيزي وزو	مناقشا

الموسم الجامعي 2023 – 2024

حكمـــة

" مازال المرء عالما ما طلب العلم

فإن ظن أنه علم فقد جهل "

العلامة ابن المبارك/المجالسة وجواهر العلم

إلى روح والداي، طيب الله ثراهما، وتغمدهما بواسع رحمته

وأسكنهما فسيح جنّاته...

اللذان ربياني على أنّ طلب العلم جهاد...

وعلماني أن العمل به عبادة.

إلى إخوتي...

الذين كانوا لي سندا في مواصلة مشواري العلمي، وتحملهم معي عناء ذلك.

إلى هؤلاء فقط...

أهدي ثمرة هذا الجهد العلمي الذي آمل أن لا يكون آخر الأعمال.

الشكر والعرفان

شكري الأول..

لله الرافع، المعز، العليم، الذي رفعني إلى هذا المقام، وأعزني به وعلمني ما كنت أجهل.

وبعده:

أتقدم بالشكر والعرفان بالجميل إلى الأستاذ المشرف السيد نصر ضو، على تكرمه بالإشراف على هذا العمل، وعلى متابعته الفعالة لنا خلال مدة البحث.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ عقبة ريمي، الذي لم يبخل علينا بنصائحه وإرشاداته خاصة فيما يخص الدراسة القياسية.

وأتوجه بخالص شكري للجنة المناقشة، لقبولهم مناقشة هذا العمل وإثراء محتواه بما جادوا به.

دون أن أنسى كل من وقف بجانبنا وساعدونا ولو بكلمة طيبة.

لكل هؤلاء تشكراتنا الخالصة، ولن ننسى فضلهم علينا ما حيينا.

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق، حيث استخدام هذه الأدوات يعمل على تخفيض تكلفة مخاطر السوق. فتم أخذ البنك الفرنسي BNP PARIBAS كحالة للدراسة لفترة زمنية حددت من بداية نشأة البنك إلى غاية 2022، لأنه يستخدم مختلف الأدوات المالية لإدارة المخاطر، وباعتباره أيضا من أهم البنوك في أوروبا والعالم، لمقاومته الأزمات وتميزه عن منافسيه. وباستعمال برنامج EXCEL، والبرنامج الإحصائي EVIEWS 10 لتحليل البيانات، توصلت الدراسة إلى أنه يوجد اثر معنوي ذو دلالة إحصائية للأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق في المدى القصير والطويل، عند مستوى معنوية ($\alpha = 0.05$). حيث أثبتت الدراسة أن استخدام الأدوات المالية لها تأثير عكسي وقوي على تكلفة مخاطر السوق.

الكلمات المفتاحية: أدوات المالية – أسواق المال – مخاطر السوق– محفظة مالية– نموذج ARDL

Abstract

This study aimed to identify the impact of financial instruments on market risk cost, where the use of these instruments works to reduce the cost of market risks. The French bank BNP PARIBAS was taken as a case study for a period defined from the beginning of the bank's establishment until 2022 because it uses various financial instruments to manage risks and is also one of the most important banks in Europe and the world, known for its crisis resistance and distinguishing features from its competitors. Using EXCEL and statistical software EVIEWS 10 for data analysis, the study found that there is a statistically significant impact of financial instruments on market risk cost in both short and long term at a significance level (α =0.05). The study demonstrated that the use of financial instruments has a strong inverse effect on market risk cost.

Keywords: Financial Instruments – Financial Markets – Market Risk – Financial Portfolio – ARDL model

الفهارس

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
الإهداء	–
شكر وتقدير	–
الملخص	–
الفهارس	I
فهرس المحتويات	II
فهرس الأشكال	V
فهرس الجداول	VII
فهرس الملاحق	VIII
معجم المصطلحات	IX
مقدمة عامة	أ– ش
الفصل الأول **الأدوات المالية وأسواق تداولها**	
تمهيد	33
المبحث الأول: مفهوم الأدوات المالية وتصنيفاتها	34
المطلب الأول: الأدوات المالية الأصيلة(الأساسية)	34
المطلب الثاني: الأدوات المالية المشتقة	53
المبحث الثاني: الأسواق المالية وعمليات التداول	65
المطلب الأول: الأسواق المالية ووظائفها	65
المطلب الثاني: عمليات التداول بالأدوات المالية	72
المبحث الثالث: تحليل وتقييم الأدوات المالية ومؤشرات السوق المالي	83
المطلب الأول: تحليل وتقييم الأدوات المالية	83
المطلب الثاني: المؤشرات في البورصة وكيفية حسابها	103
خلاصة الفصل الأول	110

الفصل الثاني **مخاطر السوق– أدوات واستراتيجيات إدارتها**	
تمهيد	112
المبحث الأول: مخاطرالسوق– استراتيجيات وأساليب إدارتها	113
المطلب الأول: مفهوم الخطر المالي	113
المطالب الثاني: مفهوم إدارة المخاطر	118
المبحث الثاني: مخاطر السوق(تعريفها، أهمية تقييمها، طرق قياسها)	124
المطلب الأول: تعريف مخاطر السوق وأهمية تقييمها	124
المطالب الثاني: أنواع مخاطر السوق ومؤشرات قياسها	126
المبحث الثالث: إدارة مخاطر السوق باستعمال محفظة التداول	138
المطلب الأول: مبادئ إدارة مخاطر السوق والطرق المستخدمة للتنبؤ بها	138
المطالب الثاني: محفظة التداول	148
المطلب الثالث: أساليب إدارة مخاطر السوق بمحفظة التداول	152
خلاصة الفصل الثاني	170
الفصل الثالث **قرارات المحفظة المالية**	
تمهيد	172
المبحث الأول: المحفظة المالية ودور المؤشرات في إدارتها	173
المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية واستراتيجيات إدارتها	173
المطالب الثاني: المؤشرات وتقييم أداء المحفظة المالية	185
المبحث الثاني: عوائد ومخاطر المحفظة المالية	195
المطلب الأول: عوائد ومخاطر أصل مالي	195
المطالب الثاني: عوائد ومخاطر محفظة مكونة من أصول المالية	198
المطلب الثالث: المحفظة المثلى ومحفظة السوق	202
المبحث الثالث: نماذج تسعير الأصول الرأسمالية	216

المطلب الأول: نموذج CAPM وICAMP	216
المطالب الثاني: : نموذج التسعير بالمراجحة (APM)	219
المطلب الثالث: نموذج **French & Fama** والنماذج المطورة له	222
خلاصة الفصل الثالث	226
الفصل الرابع **الدراسة قياسية لبنك BNP PARIBAS للفترة (200-2022)**	
تمهيد	228
المبحث الأول: ماهية البنك الفرنسيBNP PARIBAS	229
المطلب الأول: **نشأة وتطور بنك BNP PARIBAS**	229
المطلب الثاني: **نشاطات بنك BNP PARIBAS**	240
المبحث الثاني: تطور المخاطر والأدوات المالية لدى البنك	243
المطالب الأول: المخاطر التي يتعرض لها بنك BNP PARIBAS	243
المطلب الثاني: تطور الأدوات المالية والمخاطر المالية لدى بنك BNP PARIBAS	247
المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق لدى البنك	250
المطلب الأول: **أساسيات الدراسة**	250
المطلب الثاني: **الدراسة الوصفية لمتغيرات النموذج**	251
خلاصة الفصل الرابع	262
الخاتمة العامة	263
المراجع	268
الملاحق	282

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	أسواق المبادلات Swaps	62
(2-1)	مكونات سوق المال	69
(3-1)	مخطط دورة التداول والتسوية	76
(4-1)	رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة(ارتفاع الأسعار)	79
(5-1)	رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة(انخفاض الأسعار)	80
(6-1)	رسم بياني يوضح القوة النسبية لأداة مالية	85
(7-1)	رسم بياني يوضح خريطة المتوسط المتحرك	86
(8-1)	خريطة المستويات المساعدة والمقاومة	87
(9-1)	رسم بياني رسم بياني يوضح خريطة الرأس والأكتاف	88
(1-2)	الطرق المستخدمة في تحديد الخطر	121
(2-2)	عملية إدارة المخاطر	123
(3-2)	مستوى المخاطر المتعلقة بمعامل الارتباط	155
(4-2)	موقف بائع ومشتري خيار الشراء	160
(5-2)	موقف كلا من بائع ومشتري خيار البيع	161
(6-2)	مبادلة عائد أسهم(S&P500) مقابل عائد معوم	167
(1-3)	الحدود الكفؤة للمحفظة.	203
(2-3)	منحنى الاستثمار الكفء	208
(3-3)	خط سوق رأس المال CML	209
(4-3)	نظرية الفصل **لتوبين**	210
(5-3)	خط سوق الأوراق المالية	214
(1-4)	تشكيلة مساهمي البنك بتاريخ 30 جوان 2022	233
(2-4)	تطور سعر سهم BNP PARIBAS بالأورو	234
(3-4)	الارتفاع المنتظم للسعر الدفتري لسهم BNP PARIBAS للفترة (2008-2022).	235
(4-4)	الأصول المسيرة إلى غاية 2022/12/31	236
(5-4)	نمو عوائد البنك لسنة 2022 لجميع الأقطاب	241
(6-4)	تطور تكلفة مخاطر البنك للفترة(2012-2022).	242

(4-7)	مخاطر السوق من الثلاثي الثاني لسنة 2013 إلى غاية الثلاثي الرابع لسنة 2022	246
(4-8)	تطور أرباح/خسائر الأدوات المالية خلال الفترة(2000-2022)	247
(4-9)	تطور الأدوات المالية المستعملة في التغطية لدى البنك.	248
(4-10)	تطور تكلفة المخاطر الكلية للبنك	249
(4-11)	تطور تكلفة المخاطر السوق لدى البنك	249
(4-12)	التمثيل البياني لسلسلة الأدوات المالية قبل وبعد اللوغاريتم	252
(4-13)	التمثيل البياني لسلسلة تكلفة مخاطر السوق قبل وبعد اللوغاريتم	253
(4-14)	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء	257
(4-15)	اختبار **CUSUM** لمعلمات النموذج	259
(4-16)	اختبار **CUSUM of squares** لمعلمات النموذج	260
(4-17)	اختبار معامل التصحيح للنموذج	260

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	مقارنة بين السندات، الأسهم العادية والأسهم الممتازة	43
(2-1)	الفرق بين السهم والسند	49
(3-1)	الميزانية المحاسبية	90
(4-1)	قائمة الدخل(جدول حسابات النتائج)	91
(5-1)	قائمة التدفقات النقدية(جدول سيولة الخزينة)	93
(1-2)	رموز أهم العملات	133
(2-2)	مؤشرات قياس مخاطر السوق	137
(3-2)	تقييم الموجودات المالية من خلال قائمة الدخل الشامل	150
(4-2)	تقييم الأصول المالية بالتكلفة المطفأة	151
(5-2)	الأرباح والخسائر عند استخدام حق خيار الشراء	158
(6-2)	الأرباح والخسائر عند استخدام حق خيار البيع	161
(7-2)	عمليات عقد المبادلة	166
(8-2)	عملية المبادلة لعائد سهم	167
(1-3)	حالات معامل الارتباط	200
(1-4)	فئات مخاطر البنك لسنة 2022 مقارنة بسنة2021	245
(2-4)	نتائج اختبار Dickey-Fuler للسلسلتين (LOGX) و(LOGY).	254
(3-4)	تقدير النموذج بمنهجية ARDL.	255
(4-4)	نتائج اختبار الحدود	256
(5-4)	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	257
(6-4)	نتائج اختبار عدم ثبات التباين	258
(7-4)	نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل	258
(8-4)	معامل تصحيح الخطأ	259

فهرس الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	معطيات الدراسة	283
02	سلسلة الادوات المالية (X)	284
03	سلسلة الادوات المالية بعد ادخال اللوغاريتم (LOGX)	285
04	سلسلة تكلفة مخاطر السوق (Y)	285
05	سلسلة تكلفة مخاطر السوق (Y) بعد ادخال اللوغاريتم (LOGY)	286
06	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند المستوى مع ثابت	286
07	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند المستوى مع إتجاه وثابت	287
08	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند المستوى بلا ثابت ولا إتجاه	287
09	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند الفرق الأول مع ثابت	288
10	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند الفرق الأول مع إتجاه وثابت	288
11	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند الفرق الأول بلا ثابت ولا إتجاه	289
12	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند المستوى مع ثابت	289
13	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند المستوى مع إتجاه وثابت.	290
14	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند المستوى بلا ثابت ولا إتجاه.	290
15	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند الفرق الأول مع ثابت	291
16	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند الفرق الأول مع إتجاه وثابت	291
17	اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند الفرق الأول بلا ثابت ولا إتجاه	292

معجم المصطلحات

الاختصار	القصد باللغة الأجنبية	المعنى باللغة العربية
RMSE	Roote Mean Square Error	الجذر التربيعي لمتوسط البواقي(الأخطاء) وهو مؤشر لقياس دقة لتنبأ
CDS	Credit Default Swaps	مقايضات التخلف عن سداد الديون
SVAR	Structural Vector AutoRegression	شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي، وهو أحد النماذج الإحصاء
P/E	Price / Earning ratio	السعر/ معدل الربح
(PE/G)	(Price / Earning ratio) /Gowth ratio	(السعر/ معدل الربح)/ معدل النمو
(P/SR)	Price / Sales Ratio	السعر/ معدل المبيعات
FTSE 100	Financial Times Stock Exchange	هو مؤشر يتكون من 100 شركة بريطانية مقيدة في سوق الأسهم لبورصة لندن
(CAC 40)	Cotation Assistée Contenu 40	هو مؤشر يتكون من 40 قيمة من بين القيم ال100 الأولى من رسملة البورصة الفرنسية
(DAX)	Deutcher Aktien indeX	هو مؤشر بورصي الماني أساسي في بورصة فرانكفورت
Nikkei	Nihon Keizai	مؤشر في بورصة طوكيو
KCS Index	KuCoin Spolight index	مؤشر في بورصة كوريا الجنوبية
HSI	HANG SENG Index	مؤشر في بورصة هونكونغ
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange Index	مؤشر في بورصة ماليزيا
Shanghai Index		مؤشر في بورصة شانغهاي
MSM	Mascat Stock MSX	مؤشر في بورصة عمان

مؤشر في بورصة الكويت	Kuwait Stock Exchange	KSE
مؤشر في بورصة مصر		CMA
مؤشر في بورصة البحرين	Bahreïn Stock Exchange	BSE
مؤشر في بورصة المغرب	Maroccan All Shares Index	MASI
مؤشر في بورصة قطر	Commercial Bank of Qatar	CBQ
الأسهم التفضيلية ذات السعر القابل للتعديل	Adjustable- Rate Preferred Stocks	ARPS
الأسهم التفضيلية للمزاد	Auction Preferred Stocks	APS
يفضل إعادة تسويقه	Re-marketing Preferred	RP
(الأوراق المالية المفضلة للدخل)	Income Preferred Stocks	IPS
هي أوراق مالية مفضلة الثقة تصرها عادة الشركات المصرفية القابضة	Trust Preferred Stocks	TPS
عقود الآجلة	ForWard Contracts	FWC
عقود المستقبلية	Future Contracts	FC
خيار البيع	Put Option	PO
خيار أمريكي	AMerican Option	AMO
سعر الفائدة بين البنوك في لندن	(London Inter-Bank Offering Rate)	LIBOR
طريقة المربعات الصغرى	Method Least Squares	MLS
الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع	Auto-Regressive Distributed Lag	ARDL
اختبار ديكي فولر الموسع	Augmented Dickey-Fuler	ADF
مستقر بالفروقات	Difference Stationary	DS
مستقر بالاتجاه	Trend-Stationary	TS
نموذج تصحيح الخطأ	Error Correction Model	ECM

مقدمة عامة

إن ظهور الأدوات المالية كان منذ عقود، لكنها في تطور مستمر لحد الآن، فهي تمثل أكثر عقود الاستثمار شيوعا، سواء كانت للادخار أو للبحث عن فرص استثمارية في الأجل القصير. وهي مهمة أيضا للاقتصاد لأنها تتيح للمنشآت زيادة رأسمالها من الجمهور، كما تعتبر جزء مهم من التمويل الدولي وذلك من خلال التداول في الأسواق المالية الدولية.

كما يمكن إنشاء الأدوات المالية بأنواعها المختلفة إما كأدوات تحوط للقيمة أو كأدوات تحوط للتدفقات النقدية. أي أن الأدوات المالية تستخدم لإدارة المخاطر المالية عامة ومخاطر السوق خاصة لما تمتاز به هذه المخاطر.

فالأسواق المالية بشقيها النقدي والرأسمالي، والتي تتداول فيها هذه الأدوات المالية تتضمن نوعين من المخاطر مخاطر تخص منشأة أو قطاع معين فسميت بالمخاطر غير النظامية، لأنها مخاطر تختلف باختلاف الحالة الاقتصادية للمنشأة وحالة قطاع معين، وهذه المخاطر نستطيع تفاديها بالتنويع في الأدوات المالية، حيث تكون شاملة لعدة أدوات مالية للمنشآت وقطاعات مختلفة، وذلك بعد تقييمها عن طريق التحليل الفني والأساسي. ومخاطر تشمل السوق ككل، هذه المخاطر بما أنها شملت السوق المالي عامة سميت بمخاطر السوق وتمس كل المستثمرين في السوق المالي دون استثناء.

فمخاطر السوق والتي سميت بالمخاطر النظامية لأنها مخاطر ناتجة عن التغيرات في الاقتصاد ككل مثل الضرائب، أسعار الفائدة والتضخم، حيث تؤثر هذه المخاطر على استمرارية المنشأة وقوة تنافسيتها، كما تؤثر على الاقتصاد الكلي، إذ يمكن تطور مخاطرها لتصل إلى الاقتصاد العالمي كما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008.

ولإدارة مخاطر السوق، لأننا لا نستطيع تفاديها كليا، تم استخدام المحفظة المالية ، حيث كان أول مُنظِر لها هو العالم الاقتصادي **(ماركويتز)**، الذي ركز على عامل الارتباط بين مكونات المحفظة المالية الذي يعمل على تكوين محفظة مثلى بمختلف الأدوات (أسهم، سندات ومشتقات مالية)، وباختلاف مدتها (قصيرة، متوسطة وطويلة) أو اختلاف قطاعاتها بين الأنشطة والمناطق، وهذا من خلال الاستراتيجيات والقرارات التي يتبعها يتخذها مديرو المحافظ المالية لتحقيق عوائد أكثر بمستوى مخاطر أقل.

1-إشكالية الدراسة:

تعتبر مخاطر السوق من أهم المخاطر المالية التي تواجه المستثمر في الأسواق المالية، لأن التقليل من آثارها يعتبر هاجس لدى المنشأة، فالمخاطر المالية غير المنتظمة نستطيع تفاديها بالتنويع في الاستثمارات وما يميزها، أما المخاطر النظامية والمتمثلة في مخاطر السوق، يتطلب كفاءة إدارة عالية، لأنها تعتمد على التقديرات المستقبلية والتنبؤات.

من هنا تبرز إشكالية الدراسة والمتمثلة في:

ما أثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق لدى بنك PNP PARISBAS ؟

2-الإشكاليات الفرعية:

ولتسهيل الإجابة على الإشكالية الرئيسة، تم تقسيمها إلى عدة أسئلة فرعية أهمها:

- ما هي الأدوات المالية وأين يتم تداولها؟
- ما هي مخاطر السوق وما هي أساليب إدارتها؟
- ما هي أنواع نماذج التسعير للأصول الرأسمالية المستخدمة في قرارات المحفظة المالية لإدارة مخاطر السوق؟
- هل يوجد اثر معنوي ذو دلالة إحصائية للأدوات المالية التي يستخدمها بنك PNP PARISBAS على تكلفة مخاطر السوق عند مستوى معنوية($\propto = 0.05$)؟

3-فرضيات الدراسة:

قصد الإجابة على المشكلة المطروحة، تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية1: توجد عدة أدوات المالية يتم تداولها في أسواق المال بشقيها النقدي ورأس المال.

الفرضية2: لتقييم مخاطر السوق أهمية كبيرة لإدارتها، وذلك باستخدام عدة طرق للتنبؤ بها.

الفرضية3: قرارات المحفظة المالية مهمة جدا لإدارة مخاطر السوق باستخدام عدة نماذج لتسعير الأصول الرأسمالية.

الفرضية4: هناك أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للأدوات المالية المستعملة لدى بنك PNP PARISBAS على تكلفة مخاطر السوق عند مستوى معنوية ($\propto = 0.05$).

4-أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

الهدف الرئيس هو معرفة أثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق لدى بنك PNP PARISBAS من خلال:

- تحليل حجم الأدوات المالية وأرباحها/خسائرها التي يتعامل بها البنك خلال فترة الدراسة؛
- تحليل حجم المخاطر الكلية والمخاطر السوق التي يتعرض لها البنك خلال فترة الدراسة؛
- معرفة العلاقة بين الأدوات المالية التي يستخدمها البنك وتكلفة مخاطر السوق وتحديد أثرها.

5-أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من حيث تناولها موضوعا معاصرا، حيث تساهم الأدوات المالية في العديد من الجوانب الاقتصادية المتمثلة في رفع مستوى الكفاءة الاقتصادية والمالية للمنشأة، من خلال ارتفاع أرباحها، تقليل المخاطر المالية وكيفية إدارتها، خاصة فيما يخص مخاطر السوق (مخاطر أسعار الصرف، أسعار الفائدة والتضخم)، وما قد يترتب عنها من ارتفاع تكلفتها، والتي بدورها تؤثر على أرباح المنشأة واستمرارية نشاطها.

6-دوافع اختيار الموضوع:

الدوافع متعددة وكثيرة أهمها:

- أول دافع هو التخصص، والذي توالت بعده الدوافع الأخرى؛
- حداثة الموضوع، والرغبة الشخصية في متابعة الحلول المعاصرة لمشاكل معاصرة تواكب التغيرات الاقتصادية الحاصلة في العالم؛
- إضافة مراجع حول موضوع المخاطر المالية؛
- تتبع التطورات التكنولوجية الهائلة والأزمات المالية الحاصلة في هذا العصر؛
- نبين للمنشآت وخاصة المؤسسات المالية بأن عليها البحث في المنتجات المالية وإدارتها بكفاءة وفعالية، أولا لزيادة أرباحها، وثانيا للحفاظ على ملاءتها المالية، دون التعرض إلى هزات، لأجل تطورها وبقائها في السوق.

7-الحدود المكانية والزمنية للدراسة:

حدد مكان الدراسة في بنك **BNP PARIBAS**، وتم اختيار هذا البنك لكونه بنك عالمي له فروع في كل القارات، والذي من خلال تواجده الواسع يتعرض لمخاطر السوق بدرجة كبيرة، لانفتاحه على الأسواق المالية العالمية، ولأسباب أخرى كذلك أهمها:

- توفر قاعدة معطيات جيدة والتي نحتاجها في الدراسة خلال الفترة الزمنية التي حددت لذلك؛
- بما أن بنك **BNP PARIBAS** مؤسسة مالية، فإن تعرضه لمخاطر السوق يعد أكبر من المؤسسات الصناعية أو الخدمية، هذا الأمر الذي جعلنا نختاره كمكان للدراسة.

حيث تضم الحدود الزمنية للدراسة فترة مقدرة ب 23 سنة، بداية من سنة نشأة البنك إلى غاية سنة 2022.

8- منهج وأدوات الدراسة والأساليب المستخدمة:

المنهج المتبع في هذه الدراسة هو المنهج الوصفي الذي يصف الظاهرة ويعبر عنها كميا وكيفيا، وتحليل تطور متغيراتها. كما اعتمدت كذلك على المنهج التاريخي، وخاصة في الجانب النظري، بالإضافة إلى المنهج الكمي التحليلي الذي اعتمد عليه في الدراسة القياسية، لاختبار وتحليل العلاقة بين الأدوات المالية وتكلفة مخاطر السوق، وبيان أثرها عليها.

- بالإضافة إلى ذلك فقد أُتبِع منهج دراسة حالة، والذي يتناول مجتمع محدد وهو بنك BNP PARIBAS، وتحليل التطورات الحاصلة لديه فيما يخص جوانب الدراسة.

أما فيما يخص أدوات الدراسة فشملت ما يلي:

- الولوج إلى المواقع الالكترونية،
- المسح المكتبي،
- برنامج **Excel** و**Eviews 10** لاستخدامه في الدراسة القياسية.

أما الأساليب المستخدمة فتضمنت ما يلي:

- استعمال اختبار **(ADF)**، والذي يحدد لنا مميزات متغيرات الدراسة؛
- استعمال أحد الأساليب الإحصائية وهو الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطأة **(ARDL)**، وفقا لمخرجات اختبار **(ADF)**، لتحديد معنوية معلمات النموذج، ومعرفة العلاقة بين متغيرات الدراسة، ودرجة تأثيرها.

9-الدراسات السابقة:

لقد سبقت هذه الدراسة العديد من الدراسات والتي تطرقت لموضوع مخاطر السوق، وتناولته من زوايا مختلفة، وقد تنوعت هذه الدراسات بين العربية والأجنبية. وسوف تَستَعرض هذه الدراسة جملة من الدراسات التي تم الاستفادة منها مع الإشارة إلى أبرز ما توصلت إليه.

أ-الدراسات السابقة العربية:

- دراسة (أمنة أحمد وهشام طلعت، 2022)، "**أثر مخاطر السوق على الاستثمار الأجنبي غير المباشر- دراسة تحليلية لسوق العراق للأوراق المالية**"[1]:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد وتحليل طبيعة مخاطر السوق (مخاطر سعر الصرف، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر التضخم)، وكذلك بيان مدى تأثير هذه المخاطر على الاستثمارات المالية الأجنبية غير المباشرة، في بيئة معقدة تتميز بعدد كبير من الأزمات المالية التي لا تقتصر آثارها في سوق مالي معين، لكنه يتجاوزها إلى الأسواق المالية الأخرى، ولإثبات فرضيات الدراسة، تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية ليكون مجالا لاختبار هذه الفرضيات. وتميزت فترة الدراسة بأنها فترة تعج بأزمات مالية واقتصادية كبرى، مثل أزمة الرهن العقاري عام (2008)، وأزمة النفط عام (2014)، والأزمة الحالية المعروفة بأزمة جائحة كورونا، والتي ظهرت في نهاية العام (2019)، واستمرار آثارها السلبية حتى يومنا هذا. قياس وتقييم مؤشرات مخاطر السوق، ومؤشرات الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتمثلة في (عدد أسهم الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتداولة، قيمة أسهم الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتداولة، وعدد صفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتداولة) كما تم تحليل علاقات التأثير بين مؤشرات مخاطر السوق ومؤشرات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أبرزها تلك التي أظهرت ضعف علاقات التأثير لمخاطر السوق في مؤشرات الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

- دراسة (أمينة عبد الله حلبوص،2021)، "**إدارة مخاطر السوق وأثرها على الأداء المالي في البنوك التجارية**"[2]:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر مخاطر السوق في الأداء المالي للمصارف التجارية الخاصة، تتمثل عينة البحث بالمصارف التجارية العراقية الخاصة البالغ عددها 14 مصرفاً تجارياً للفترة من

[1]- https://www.iasj.net/iasj/download/7f3f22a06f077282.2023/07/10 تاريخ الزيارة:

[2]- https://www.iasj.net/iasj/search?query=au:%22A.%20A.%20Halbous%22.2023/07/12 تاريخ الزيارة:

2004-2018 . حيث تم قياس الأداء المالي باستعمال camels model ، أما مخاطر السوق فقد تم قياسها من خلال مؤشر الحساسية لمخاطر السوق المتمثل بالاستثمار في الأوراق المالية / الأصول المتداولة. تم اعتماد البيانات المقطعية Data panel لغرض إدراج البيانات في نموذج الانحدار البسيط الذي تم اعتماده لدراسة أثر المتغير المستقل في المتغير التابع. وكانت النتائج التي توصلت إليها الدراسة تدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمخاطر السوق في الأداء المالي للمصارف التجارية الخاصة. لذلك وجب عل المديرين التنفيذيين إيلاء مخاطر السوق أهمية متزايد وبما يتفق مع إستراتيجية المصرف وقابليته للمخاطر، ومتابعة تنفيذ الإدارة العليا للسياسات والأنظمة والعمليات بفعالية على مستويات القرار، وان تكون هناك إدارة حكيمة لمخاطر السوق. ومن ضمان الإدارة الحكيمة لأصول وخصوم البنك، وإبلاغ المجلس بشكل دوري بحالات الإخفاق في إدارة مخاطر السوق وخطط إدارتها من أجل رفع مستويات الأداء المالي للمصارف التجارية الخاصة.

- دراسة (عامر محمد سلمان، محمد جاسم محمد، 2018)، "**دور المشتقات المالية في مخاطر تقلب صرف العملات الأجنبية في تحسين نوعية الأرباح - وهو الأسلوب الذي يشرع في البيئة العراقية**"[3]:

هدفت هذه الدراسة إلى تطوير طريقة لتطبيق المشتقات المالية في البيئة المحلية للحد من مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، لتعزيز جودة الأرباح المحاسبية من خلال التقارير المالية للوحدات المحلية وفقا للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، ولتحقيق هذا الهدف تم اختيار عينة من الوحدات العراقية المعرضة لمخاطر تقلبات أسعار العملات الأجنبية. توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- لتحقيق متطلبات التطورات في البيئة العراقية، وانفتاح الوحدات العراقية على التعاملات التجارية الأجنبية، وخاصة التي تتم بالعملة الأجنبية، والتي ترافقها مخاطر كثيرة، فان تفعيل معاملات المشتقات المالية بالعملة الأجنبية، مهم جدا للحد من المخاطر المرتبطة بها.

- ضرورة تطوير القاعدة المحاسبية المحلية رقم (4)، بإضافة أدوات مالية أخرى للحكم، وفقا لقياس والإفصاح عن معيار التقارير المالية الدولية (7) و(9)، لمساعدة صانع القرار على اتخاذ قرارات عقلانية.

[3]- https://www.iasj.net/iasj/download/4e8984f576fe0201. تاريخ الزيارة: 2023/07/20

- دراسة (علي أحمد وبشار ذنون،2018) ، **"تقدير المخاطر السوقية التي تواجه المصارف – دراسة على عينة من المصارف الخاصة المسجلة في سوق العراق وعمان للأوراق المالية"**[4]:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء، وتأطير الأسس النظرية على عدد من المفاهيم الحديثة والضرورية، لخطر السوق على نحو عام، كما هدفت أيضا إلى دراسة وتحليل المخاطر السوقية التي تتعرض لها المصارف التجارية، وأخذت كعينة للدراسة بعض بنوك العراق والأردن، وتوصلت الدراسة للنتائج التالية:

- تعد عملية تقدير المخاطر السوق بالغة الأهمية لأنها تعتبر القاعدة التخطيطية والتنفيذية لبرامج تطوير ودعم البنوك والتي تشكل حجر الزاوية لأي نظام مالي متقدم؛

- وجود تباين كبير بين مستوى أداء البنوك العراقية والأردنية ناتج عن تباين الخبرات والكفاءة إدارات هذه البنوك فضلا عن تعرضها لخطر السوق لأنها أكثر انفتاحا على الأسواق المالية العالمية؛

- أهمية قياس خطر السوق للوقوف على نقاط الضعف والقصور لمعالجتها، فضلا عن معرفة نقاط القوة وزيادة تطويرها لتكون قادرة على المنافسة؛

- أهمية الإفصاح عن المخاطر المصرفية وخاصة خطر السوق في نجاح إجراءات الرقابة على هذه المخاطر وإدارتها.

ب-الدراسات السابقة الأجنبية:

- **(Количественная оценка рыночного риска страховых организаций, 2022), "Quantitative Market Risk Assessment for Insurance Companies"** [5]:

الغرض من هذه الدراسة هو مقارنة المتطلبات التنظيمية الأوروبية والروسية لحساب رأس المال لمخاطر السوق لشركات التأمين. والقاعدة المنهجية هي تحليل المقارنة لمناهج حساب رأس المال المختلفة لمخاطر أسعار الفائدة والعملات الأجنبية والعقارات والأسهم وفقا للملاءة الثانية لشركات التأمين الأوروبية أو اللائحة (P-710) لشركات التأمين الروسية. ونتيجة لذلك، وجدت الدراسة أن توافق اللوائح يختلف تبعا لنوع الخطر المعني. حيث أن اللوائح تختلف على الأقل عندما يتعلق الأمر بمخاطر العملات الأجنبية والعقارات، ولكنها الأكثر اختلافا فيما يتعلق بمخاطر أسعار الفائدة والأسهم، منذ أن استحوذ البنك المركزي الروسي على بعض خصائص السوق الوطنية. بشكل عام، فإن نتائج البحث لها

[4] – https://www.iasj.net/iasj/search?query=au:%22Ali%20A.%20H.%20J.%20Al-Khafajy%22 تاريخ الزيارة: 2023/07/22.

[5] - https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-4-109-123. تاريخ الزيارة: 2023/08/06

قيمة عملية ويمكن استخدامها من قبل شركات التأمين الروسية في الانتقال إلى التنظيم الموجه نحو المخاطر.

وتوصلت الدراسة إلى أن التقييم الشامل لمخاطر مؤسسة التأمين يعمل على تحسين جودة التغطية التأمينية وهو أحد الشروط المهمة للتنمية المستدامة لصناعة التأمين. ستتطلب التغييرات في التنظيم الروسي التي يقوم بها بنك روسيا من شركات التأمين، تحسين أنظمة إدارة المخاطر بشكل عام ونهج تقييم رأس المال بشكل خاص. يؤكد باحثوا الدراسات المحلية على ملائمة تنفيذ الإشراف الاحترازي القائم على المخاطر.

تتمثل المساهمة النظرية لهذه الدراسة في إجراء تحليل مقارن للتنظيم الروسي والأوروبي فيما يتعلق بتقييم رأس المال مقابل مخاطر السوق لأول مرة في الأدبيات المحلية الأكاديمية. قررت الدراسة أن المتطلبات الجديدة في اللائحة (P-710) تعكس إلى حد كبير المعايير المطبقة على شركات التأمين الأوروبية، ومع ذلك، تم تحديد الاختلافات وتم تحديد درجة قابلية مقارنة المتطلبات التنظيمية. أما الأهمية العلمية للدراسة فتكمن في إمكانية استخدام المواد في الأنشطة التعليمية في دراسة ميزات إدارة المخاطر في صناعة التأمين. يرجع وجود تناقضات في اللوائح الروسية المتعلقة بالملاءة المالية الثانية إلى خصوصيات سوق التأمين، والتي لا يمكن لبنك روسيا أن يفشل في أخذها في الاعتبار عند تطوير التشريعات المتعلقة بقدرة شركات التأمين على الدفع. توفر المتطلبات المخففة (مقارنة بالملاءة المالية) لمخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الأسهم لشركات التأمين الروسية الفرصة لبناء إستراتيجية استثمار أقل تحفظا، مع مراعاة التوازن بين المخاطر والعائد وحقوق الملكية. تحتاج شركة التأمين إلى احتياطي رأسمالي كاف لتكون قادرة على استيعاب الخسائر في حالات الأزمات. نظرا لأن تقلب الروبل في المنظور الحديث نسبيا كان أعلى من 25٪، فإن الصدمات الأكثر صرامة لتقييم مخاطر العملة لشركات التأمين الروسية لها ما يبررها ويجب أن تقلل من مقدار الخسائر الناجمة عن مخاطر العملة.

على الرغم من التكافؤ غير الكامل لنظام الملاءة ، من المهم ملاحظة الاتجاهات الإيجابية في تطوير الإدارة الإستباقية لمخاطر السوق لشركات التأمين. سيحدد الوقت كيف سيتغير هيكل الأصول الاستثمارية لشركات التأمين نتيجة لدخول اللائحة (P-710) حيز التنفيذ، ومع ذلك، من المرجح أن تستخدم شركات التأمين ممارسات إدارة المخاطر المتقدمة في كثير من الأحيان. حيث يسمح الانتقال التدريجي إلى التنظيم القائم على المخاطر لشركات التأمين الروسية بالاستعداد مسبقا لنظام الإحداثيات الجديد لزيادة موثوقية الحماية المقدمة.

- (Stalla-Bourdillon,2022)," **Analyse des Risques Financiers Systémiques: de la Perspective Sectorielle à la Perspective Agrégée**" [6]:

إن الأسواق المالية والبنوك المركزية لديها روابط وثيقة. من ناحية، يمكن للبنوك المركزية الاستفادة من الإشارات الواردة من الأسواق المالية، على سبيل المثال لتقييم رأي المستثمرين بشأن المستوى المستقبلي للنشاط الاقتصادي. ومن ناحية أخرى، من منظور الاستقرار المالي، تحتاج البنوك المركزية أيضا إلى مراقبة الأسواق المالية لقياس المخاطر التي يمكن أن تشكلها على الاقتصاد الحقيقي. ويمكن أن تنشأ هذه على وجه الخصوص من عمليات الفقاعات المالية أو انتشار الصدمات السلبية من سوق إلى سوق. و لدراسة هذه القضايا، اعتمدت الأدبيات المالية الكلية تاريخيا على استخدام البيانات المالية المجمعة. في المقابل، تركز هذه الدراسة على فكرة أنه في هذه الموضوعات، يمكن للبيانات المصنفة/القطاعية أن تفتح آفاقا جديدة للفهم مقارنة بالبيانات الكلية.

وبالتالي معرفة إلى أي مدى يمكن أن تختلف إمكانية التنبؤ بعائدات الأسهم بين مستوى المؤشر ومستوى الفرد/القطاع. حيث وضحت هذه الدراسة إمكانية تحديد المراحل التي ترتبط خلالها إمكانية التنبؤ بالعوائد بعدم كفاءة السوق، وبالتالي تحديد فترات "الوفرة غير المنطقية". وكيفية تحسين استخدام بيانات سوق الأسهم القطاعية وليس المجمعة تعطينا القدرة على التنبؤ بالنشاط الاقتصادي باستخدام نموذج عوامل الإنتاج. حيث استخدمت الدراسة نموذج اقتصادي قياسي مبتكر، بينت فيه كيف يمكن لدمج السلاسل الزمنية على المستويين القطري والقطاعي أن يحدد ويقدر بشكل أفضل انتشار الصدمات التي تؤثر على القطاعين السيادي والمصرفي.

وتوصلت الدراسة إلى نتيجة وهي أهمية البيانات المالية الجزئية/القطاعية للإجابة على الأسئلة المالية الكلية. حيث تم تقسيمها إلى ثلاثة أبعاد: السلوكيات المتناقضة بين إمكانية التنبؤ بالعائد على مستوى القطاع وعلى مستوى المؤشر، والدقة الإضافية التي يمكن اكتسابها من خلال متغيرات الأسهم القطاعية في التنبؤ الكلي، وفي الأخير، الرؤى الجديدة التي يمكن أن تظهر مع بيانات مقايضة العجز عن سداد الائتمان المصرفي، ديناميكية سلسلة سندات مقايضة العجز عن سداد الائتمان السيادية بشكل أفضل.

الأعمال البحثية هذه لها العديد من الآثار السياسية من وجهة نظر البنك المركزي. أولا، يعد تحديد الفقاعات المالية، حتى بعد ذلك، ممارسة صعبة وتتطلب مجموعة متنوعة من المؤشرات، مثل نسبة

[6]- https://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/24734.2022/10/15 تاريخ الزيارة:

السعر إلى الأرباح المعدلة دوريا، أو عدد إعلانات الاكتتاب العام. ونتيجة لذلك، فإن الاعتماد على مؤشر ألفا للتنبؤ، يمكن أن يكون مفيدا في مجموعة أدوات الاستقرار المالي، لتحديد فترات عدم الكفاءة المرتفعة في السوق. ثانيا، من المؤكد أن استخدام سلسلة الأسهم القطاعية يمكن أن يساعد البنوك المركزية في تشخيصها للاقتصاد الكلي، نظرا لمحتواها التنبؤي.

حيث كانت نتيجة الدراسة كما يلي: يؤدي استخدام متغيرات المخزون القطاعية ضمن نموذج العوامل الخاص بالدراسة إلى تحسين (RMSE) خارج العينة بنسبة تقارب 20٪ مقارنة بالتنبؤات المعتادة. في نهاية المطاف، يمكن تكرار إطار العدوى القائم على نموذج (SVAR-GARCH)، بما يتجاوز تحليل عدوى(CDS)، لتقييم أنماط الامتداد بين أي سلسلة زمنية مالية تقريبا. في الواقع، تم إعادة استخدام النموذج في تحليل بنك فرنسا لتحليل الآثار غير المباشرة بين عوائد الأسهم أو عائدات السندات السيادية.

- (Amal, Kaled and khaldoon, 2021),"**The impact of financial instruments disclosures on the cost of equity capital**" [7]:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير إفصاحات الأدوات المالية بموجب المعيار الدولي على تخفيض تكلفة رأس المال السهمي، تكونت العينة من 56 بنكا مدرجا في أسواق الأسهم الخليجية على مدى (7) سنوات من 2011 إلى 2017. حيث تم استخدام مؤشر ذاتي البناء لقياس مستوى الامتثال، بالإضافة إلى الأساليب الكمية، وانحدار البيانات المعتمدة لاختبار فرضيات الدراسة. وتوصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- أن مستوى الامتثال للمعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم (7) لم يتحسن من عام 2011 حتى عام 2017 في بنوك دول مجلس التعاون الخليجي؛
- أن الامتثال لإفصاحات المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم (7) يقلل من تكلفة رأس المال السهمي.

[7]-https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2021-0052.2022/10/20 تاريخ الزيارة:

1- **(William B. English , Skander J. Van den Heuvel , Egon Zakrajšek, 2018), "Interest rate risk and bank equity valuations"** [8]:

قامت هذه الدراسة وباستخدام تحديد عالي التردد، بتقدير رد فعل أسعار أسهم البنوك على تحركات أسعار الفائدة التي تثيرها إعلانات اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة، حيث درست كيف يختلف رد الفعل هذا باختلاف خصائص البنوك الرئيسية. تنخفض أسعار أسهم البنوك بشكل كبير بعد الزيادات غير المتوقعة في مستوى أو ميل منحنى العائد. وكان رد الفعل أكبر بالنسبة للبنوك التي تعتمد بشكل كبير على الودائع الأساسية، ولكنه انخفض بالنسبة للبنوك التي تعاني من عدم تطابق كبير في آجال الاستحقاق، بما يتفق مع دور البنوك في تحويل آجال الاستحقاق. ويبدو أن التغيرات في أسعار الفائدة الناجمة عن السياسات تؤثر على الأرباح المحاسبية في المقام الأول، من خلال صافي هوامش الفائدة والتغيرات في تكوين الميزانيات العمومية في المصارف.

من الدراسة السابقة من تطرقت لمخاطر السوق، ودورها في صناعة التأمين، ومنها ما درس تأثير إفصاحات الأدوات المالية على تخفيض تكلفة رأس المال السهمي، وأخرى درست تأثير أسعار الفائدة على تحركات أسعار أسهم البنوك، كذلك دراسة موضوع تأثير مخاطر السوق في مؤشرات الاستثمارات غير المباشرة، ودراسة أثر خطر السوق على الأداء المالي للبنوك التجارية والإسلامية، ودور المشتقات المالية في مخاطر تقلب أسعار الصرف. حيث تميزت هذه الدراسة عن سابقاتها بدراسة مخاطر السوق من خلال فعالية الأدوات المالية في تخفيض تكلفة مخاطر السوق، واختيار بنك عالمي كحالة للدراسة، بالإضافة إلى استعمال أسلوب الانحدار لاختبار اثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق، باستخدام برنامج Eviews10 لتحليل بيانات هذه الدراسة، على خلاف سبيقاتها التي استعملت أساليب أخرى كأسلوب الانحدار الخطي المتعدد للبيانات المقطعية (Data Panel).

حيث توصلت الدراسة الحالية إلى أن للأدوات المالية دور مهم وكبير في تخفيض تكلفة مخاطر السوق، والذي بينته العلاقة العكسية والقوية بين هذين المتغيرين التي أظهرتها نتائج تحليل البيانات.

[8] - https://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v98y2018icp80-97.html.2022/11/09 :تاريخ الزيارة

10-صعوبات الدراسة:

- انعدام الدراسات الميدانية لعدم تطور المؤسسات المالية المحلية، مما دفعنا إلى دراسة بنك فرنسي عن طريق تقاريره المالية المفصح عنها عبر الإنترنيت؛
- صعوبة حصر الدراسة لتشعب الموضوع وارتباطه الوثيق بمواضع أخرى.
- صعوبة التنقل إلى مقر البنك الذي أملنا منه إثراء الدراسة أكثر، وذلك بسبب شرط الحصول على التأشيرة (Visa).

11- تقسيمات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات المصاغة سابقا، تم تقسيم الدراسة إلى أربع فصول، إذ بعد المقدمة نجد:

الفصل الأول يتناول الأدوات المالية وأسواق تداولها، حيث تم تناول هذا الفصل في ثلاث مباحث تتضمن ما يلي:

المبحث الأول: يعرفنا عن الأدوات المالية(أسهم، سندات، مشتقات...)، مزايها، عيوبها، وأهم تصنيفاتها.

المبحث الثاني: يقدم لنا مفهوم الأسواق المالية، وظائفها ومكوناتها؛ بالإضافة إلى عمليات التداول، خطواتها وأهم الأوامر الخاصة بها. كما تطرق إلى كفاءة السوق المالي وخصائصها.

المبحث الثالث: يتم فيه تقديم عمليات التحليل والتقييم للأدوات المالية خلال عمليات التداول في السوق المالي، وذلك بالتعرف على التحليل الفني والتحليل الأساسي والمقارنة بينهما، وأنواع التقييم للأدوات المالية وأهم نماذجها، بالإضافة إلى التعرف على المؤشرات في البورصة، أنواعها، أهمية استخداماتها، وأهم المؤشرات العالمية المتداولة في البورصة.

أما الفصل الثاني فخصص لمخاطر السوق وإستراتجيات إدارتها، حيث تم تناول ذلك في ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول: يتضمن عموميات حول المخاطر المالية من خلال التعرف على المخاطر المالية، أنواعها، نتائجها وأساليب التعامل معها؛ كما تطرق إلى مفهوم إدارة المخاطر، أهميتها ، أهدافها ومراحل عملها.

المبحث الثاني: يتم فيه التطرق إلى مفهوم مخاطر السوق، أنواع هذه المخاطر، والعوامل المؤثرة فيها، وأهمية تقييمها.

المبحث الثالث: يتم فيه تقديم مبادئ إدارة مخاطر السوق وطرق التنبؤ بها، وأدوات قياسها؛ بالإضافة إلى التعريف بمحفظة التداول واستراتيجياتها، وأساليب تقييمها وأساليب إدارة المخاطر السوقية لديها.

أما الفصل الثالث فقد اهتم بدراسة قرارات المحفظة المالية، وذلك من خلال مبحثين هما:

المبحث الأول: وتضمن مفهوم المحفظة المالية، أهداف تكوينها، أنواعها ومحدداتها؛ بالإضافة إلى إستراتيجية إدارتها، السياسات المتبعة، ومراحل بناؤها.

المبحث الثاني: يتم فيه التطرق إلى عوائد ومخاطر المحفظة المالية، المكونة من أصل وأصلين، التعريف بالمحفظة المثلى، المؤشرات ودورها في تكوين وإدارة المحفظة المالية، خطوات تكوين المحفظة المثلى، التعريف بمحفظة السوق، والتنبؤ بمخاطرها؛ بالإضافة إلى التطرق لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية حسب تطورها الزمني والتي تتضمن نموذج**CAPM**، **ICAPM**، **APM** و**FAMA–French** الثلاثي والخماسي والسداسي، بالتعريف بها وبافتراضاتها وانتقاداتها.

وفي الفصل الرابع والأخير والذي يعتبر الفصل التطبيقي، حيث يتم فيه الدراسة القياسية التي أخذت بنك **BNP PARIPAS** كحالة لها، لدراسة العلاقة بين الأدوات المالية وتكلفة مخاطر السوق، حيث يتم ذلك من خلال مبحثين هما:

المبحث الأول: تقديم للبنك الفرنسي**BNP PARIPAS** حيث يتم التطرق إلى نشأة وتطور البنك، بالإضافة إلى التعريف بمجال خدمات الاستثمار لديه، مساهميه، حركة سهم البنك في البورصة، الحوكمة وإستراتيجية البنك لسنة 2025، فئات المخاطر التي يتعرض لها البنك وحجمها.

المبحث الثاني: وخصص للدراسة القياسية، حيث تضمن أساسيات الدراسة القياسية، ألأسلوب الإحصائي المعتمد في الدراسة، الدراسة الوصفية للمتغيرات من خلال تحليل السلاسل الزمنية الخاصة بها، كما تم دراسة استقلالية السلاسل الزمنية للمتغيرات، واختبار صلاحية النموذج للتنبؤ به مستقبلا.

حيث أثبتت نتائج الدراسة أن العلاقة عكسية بين الأدوات المالية وتكلفة مخاطر السوق، وأن الأدوات المالية لها تأثير قوي على تكلفة مخاطر السوق لدى البنك محل الدراسة.

ثم تنتهي الدراسة بخاتمة تضم النتائج المتحصل عليها والتوصيات الخاصة بها.

الفصل الأول

الأدوات المالية وأسواق تداولها

تمهيد:

إن التطور التكنولوجي الهائل، والذي تبعه لزاما عده تطورات أخرى اقتصادية منها ومالية، جعل المنشآت الاقتصادية والمالية تستخدم ما نتج عن هذه التطورات لتكون معه، وبهذا تضمن بقاؤها في السوق وتضمن استمرارية نشاطها.

فظهر وجه جديد للاستثمار تمثل في الأدوات المالية، والتي تعتبر استثمارا غير مباشرا، وهذا النوع من الاستثمارات لما توسعت استخداماته خصص له أماكن لتداول ما يشمله من أدوات مالية، سميت هذه الأخيرة بالأسواق المالية، حيث تنوعت هذه الأسواق بتنوع الأدوات المالية المستخدمة فيها وطرق تداولها.

فتتنوع هذه الأدوات المالية شمل الأسهم، السندات،وثائق استثمار والمشتقات المالية الناتجة عنهم، حيث تميزت كل منها بخصائص وميزات تبين مبتغاها من الاستثمار فيها، واتخاذ قرارات مالية أفضل.

وبتنوع الأدوات المالية تنوعت الأسواق المالية التي تتداول فيها هذه الأدوات، فتكون سوق النقد وسوق رأس المال، وحددت الأسواق الأولية للاكتتاب في هذه الأدوات، والأسواق الثانوية للتداول، حيث وضعت شروط للدخول إليها وإدراج الأدوات المالية فيها.

وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى الأدوات المالية وأسواق تداولها في ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول: سنتعرف على كل ما يخص الأدوات المالية.

المبحث الثاني: ونتطرق فيه إلى الأسواق المالية وعمليات التداول.

المبحث الثالث: وفيه يتم التعرف على طرق تحليل وتقييم الأدوات المالية وأهم مؤشرات السوق المالي.

المبحث الأول: مفهوم الأدوات المالية وتصنيفاتها

لقد أضحت الأدوات المالية من الأدوات الهامة التي تلجأ إليها المنشأة لاستثمار مدخراتها، أو الحصول على تمويل، وأهم من ذلك إدارة المخاطر التي تتعرض لها، حيث تم ابتكار وتطوير هذه الأدوات لكي تستطيع المنشأة الحفاظ على استمراريتها ومواجهة المخاطر التي تحول دون ذلك، في ظل المنافسة الشرسة والمفتوحة على العالم.

يوجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأدوات المالية إذ يمكن تصنيفها على أساس عمر الأداة، كما يمكن التصنيف كذلك حسب ماهية الأداة، وهناك تصنيف آخر للأوراق المالية على أساس السوق حيث يتم التعامل بهذه الأدوات في أسواق النقد وأسواق رأس مال، لكن في هذا الجزء من البحث سنعتمد تقسيم الأدوات المالية من حيث الأصالة والاشتقاق.

المطلب الأول: الأدوات المالية الأصيلة(الأساسية)

الأدوات المالية هي مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسة، لذا تلجأ إليها هذه الأخيرة لتأمين احتياجاتها من الأموال، بغرض تمويل استثماراتها، كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل المشروعات أو لتغطية العجز أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم[1].

إذا كانت الأوراق التجارية كأدوات مالية تخدم المدفوعات الآجلة، وبالتالي لها أهميتها الكثيرة في النشاط الاقتصادي، فإن الأوراق المالية كأدوات مالية طويلة الأجل لا تقل عنها أهمية بالنظر لكونها تمثل الصيغة التي يشترك بها أكبر عدد من أصحاب المدخرات الفائضة عن حاجياتهم، في تمويل المشروعات الكبيرة، وقد انعكس ذلك في ظهور ونمو شركات المساهمة، وفي تنوع الأسهم والسندات التي يساهم أو يشترك الأفراد في الاكتتاب فيها، وقد أدى هذا التطور بدوره إلى ظهور الأسواق المالية والتي من بينها البورصات (les bourses) التي يجري فيها تداول الأدوات المدرجة بيعا وشراء[2].

أولا- تعريف الأدوات المالية الأصيلة

لقد عرفت الأدوات المالية الأصيلة كأدوات مالية بأنها قيم منقولة (وثائق) تصدر من قبل أشخاص معنويين، سوى مؤسسات خاصة أو عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية)، وينتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة للملكية من قبل المشترين للأوراق، وعليه يمكن القول بأن الأدوات المالية

---

[1] – جبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، دارهومة للنشر، ط1، الجزء 2، 2002،ص:5.

[2] – شاكر القزويني، **محاضرات في اقتصاد البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989، (ص،ص): (122،132).

الأصيلة تتكون من نوعين رئيسيين، بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما. فهناك من الأدوات مايمثل حق الحصول على عائد متفق عليه بين المستثمر والمؤسسة المصدرة نتيجة دين استدانته من المستثمر، وهناك ما يمثل ملكية جزء من المؤسسة، وبالتالي لحاملها الحق في جزء من أصولها، يعرف النوع الأول **بالسندات** ويعرف النوع الثاني **بالأسهم**، أما الثالث فهو خليط بينهما[3] وسنعرض كل منهم بشيء من التفصيل لاحقا.

هذه الأدوات المالية إلى جانب سهولة تحويلها إلى نقود عند الحاجة، إذ من الممكن بيعها في البورصة والحصول على نقود سائلة، فإنها تتيح للمستثمرين تحقيق عائدا مناسبا، وتساعدهم في اتخاذ قرارات مالية أفضل وإدارة مخاطرها.

ويمكن تصنيف الأدوات المالية الأصيلة بعدة طرق، لكن سنعتمد في بحثنا هذا على التصنيف من حيث السوق المالي المتداول فيها.

ثانيا- مزايا وعيوب استخدامات الأدوات المالية الأصيلة[4]

إن لاستخدام الأدوات المالية عدة أهداف منها الاستثمار، التمويل وإدارة المخاطر، حيث تتمثل مزايا استخدامها بما يلي:

- إن التكاليف الفعلية للمتاجرة بالأدوات المالية تكون منخفضة مقارنة مع تكاليف أدوات الاستثمار الأخرى؛
- توفر درجة عالية من التنظيم والكفاءة في الأدوات المالية؛
- توفر عنصر التجانس فيها، حيث أن سندات وأسهم منشأة معينة تكون متجانسة في قيمتها وشروطها؛
- لا يتطلب توفر خبرة متخصصة بالنسبة للمستخدم؛
- الحصول على عوائد أكبر مما يتم الحصول علية من أصول استثمارية أخرى.

أما عيوب استخدام الأدوات المالية الأصيلة فهي ما يحيط بها من:

- حدوث مخاطر مالية- والتي سنتعرض لها بالتفصيل لاحقا-؛
- عدم توفر الأمان على خلاف الأدوات الاستثمارية الأخرى.

---

[3] – جبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، مرجع سابق ذكره،ص: 12.

[4] – سيد سالم عرفة، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص: 53.

ثالثا- تصنيفات الأدوات المالية الأصيلة(الأساسية):

هناك نوعين من الأدوات المالية من حيث التمثيل، فهناك أدوات مالية أصيلة تمثل الأصل بعينه، وهناك أدوات مالية مشتقة، وهذه الأخيرة هي أدوات لا تمثل الأصل بل تشتق قيمتها من الأصل المالي أو المادي محل التعاقد، وسنطرق لهذين النوعين بالتفصيل لأهميتهما في إدارة المخاطر والتخفيض من تكلفتها.

1- الأدوات المالية الأصيلة المتداولة في سوق رأس المال:

يتداول في سوق رأس المال الحاضر-سنتطرق إليه بنوع من التفصيل في المبحث التالي- نوعين من الأدوات المالية الأصيلة طويلة الأجل، وهي الأسهم، السندات ووثائق الاستثمار.

1-1- مفاهيم خاصة حول الأسهم

1-1-1- تعريف السهم:

تعريف1: السهم هو أداة مالية تشهد مساهمة صاحبها في منشأة أموال، ويصبح مالكها مساهما وشريكا في هذه المنشأة، ومجموع أسهم هذه الأخيرة يمثل رأس مالها الاجتماعي، حيث قيمة هذه الأسهم ترتبط مباشرة بنتائج المنشأة وتطور نشاطها[5].

تعريف2: السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع ما أو منشأة مالية، ويعتبر جزء من رأسمال هذه المنشأة، ويقدم على شكل صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في المنشأة، وهذه الحصة يمكن أن تكون عينية، نقدية أو مختلطة [6].

تعريف3: السهم عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المنشأة التي أصدرته، مع الاستفادة من كل الحقوق، وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك الورقة[7].

من خلال التعريفات السابقة نستطيع تعريف السهم بأنه أداة مالية تثبت حيازة مالكها لحصة من رأس مال المنشأة، وتكون نقدية، عينية أو مختلطة، حيث تثبت حقوقه فيها. وترتبط قيمة هذه الأداة بنتائج نشاط المنشأة.

---

[5] – شمعون شمعون، **البورصة (بورصة الجزائر)**، أطلس للنشر، ص: 21.

[6]– البرواري شعبان محمد إسلام، **بورصة الأوراق المالية**، دار الفكر المعاصرة، لبنان،2001، ص: 88.

[7] – الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2005، ص: 52.

1-1-2- خصائص الأسهم:

- السهم هو صك ملكية جزء من رأس مال المنشأة، حيث أن إصدار الأسهم له تأثير على توزيع رأس مالها بين سلسلة من الملاك وبالتالي فإن المساهم يعتبر مالك للمنشأة بما يتناسب مع عدد الأسهم التي يمتلكها؛
- وبما أن الأسهم هي أدوات ملكية لتوافر دائم للأموال، فإنها عموما بدون استحقاق، على عكس السندات، والتي تعتبر أدوات دين، تمثل قرضا ممنوحا لفترة محددة، وبالتالي فهي ذات استحقاق؛
- لا توفر الأسهم أي دخل ثابت، على عكس السندات التي تكافئ القرض بفائدة دورية.
- تشكل توزيعات الأرباح النهائية، وتقلب السعر(مكاسب رأس المال) معا عائد السهم؛
- الأسهم ليس لها قيمة اسمية، ولا قيمة ثابتة، حيث أنه لا يتضمن عباءة السهم من حيث المبدأ، أي مبلغ يشير إلى قيمة السهم. فقيمة السهم تعتمد على أشياء كثيرة، بما في ذلك صافي أصول المنشأة، الأرباح المتوقعة، مستوى أسعار الفائدة، التغيرات في أسعار الصرف، النمو الاقتصادي، ومعنويات سوق الأسهم. تتقلب هذه القيمة باستمرار اعتمادا على توقعات الشركة واتجاهات السوق المالي العامة؛
- يقوم سوق الأوراق المالية باستمرار بتقييم مخاطر كل سهم. فسعر السهم هو مقايضة بين الدخل (أرباح الأسهم ومكاسب رأس المال) والمخاطر. هذا الأخير يرجع إلى العديد من العوامل، سواء الداخلية للمنشأة (مثل وضعها المالي،التقني، التجاري، سياستها الاستثمارية، وآفاقها وآفاق قطاعها الاقتصادي...) أوعوامل الخارجية، لأن سوق الأوراق المالية يتأثر بالأحداث السياسية والوضع الاقتصادي، النقدي الدولي والمحلي على حد سواء، والعوامل الاجتماعية التي يمكن أن تزيد من حدة التقلبات (صعودا أو هبوطا) في أسعار الأسهم. كل هذه العوامل المعقدة تؤثر على سعر السهم ويمكن أن تجعله متقلبا للغاية على المدى القصير. لذلك يعتبر الاستثمار في الأسهم استثمارا طويل الأجل.[8]

1-1-3- حقوق المساهمين:

يتمتع المساهمون بعدة حقوق ويمكن تقسيمها إلى ما يلي[9]:

- حق الحصول على الأرباح؛

[8]- Instruments et marchés financiers, LELEUX ASSOCIATED BROKERSSOCIETE DE BOURSE, BEURSVENNOOTSCHAP, MAI 2008, P :37. Lien http://bibliotheque.pssfp.net/livres/INSTRUMENTS_ET_MARCHES_FINANCIERS.pdf.2022/12/11 تاريخ الزيارة:

[9]- Josette PEYARD,**Labourse**, Vuibert entreprise, 7eme édition paris 1989, (P, P): (19, 21).

- حق الأفضلية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة؛
- حق الحصول على أسهم مجانية (إن وجدت)؛
- حق التصويت داخل المجالس العامة؛
- حق المتابعة أمام العدالة (أي متابعة المساهم للبنك في حالة تعارض في المصالح)؛
- حق استعادة قيمة الأسهم عند التصفية بعد أصحاب السندات.

1-1-4- تصنيف الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم إلى عدة تصنيفات نذكرها فيما يلي:

أ- من حيث الشكل:

تقسم الأسهم من حيث شكلها إلى ثلاث أنواع وهي: أسهم إسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر.

أ-1- الأسهم الاسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيه السهم بالقيد في دفاتر المنشأة[10].

أ-2- الأسهم لحاملها: هو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم، ويعتبر حامله مالكا له، بسبب الحيازة المادية، حيث تعتبر الحيازة المادية قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في مستند الملكية.

ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ممكنة، ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداولات المنشأة في جمعياتها العامة، والاشتراك في قسمة أموالها وأرباحها، ولا تلتزم المنشأة بالاعتراف إلا لمالك واحد، وهو الحائز له، ولو حصل عليه هذا الأخير بطريقة غير قانونية[11].

أ-3- الأسهم لأمر: للمنشأة الحق في إصدار أسهمها لأمر، وتشترط أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن المنشأة لا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير[12].

ب- من حيث الحصة التي يدفعها المساهم:

ويشمل هذا التقسيم الأشكال التالية[13]:

---

[10] – ضياء مجيد الموسوي، **البورصات**، الطبعة 1، منشورات image، 1998، ص: 38.

[11] – بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد، **الأسواق المالية الدولية(تقييم الأسهم والسندات)**، الطبع الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص: 154.

[12] – بوكساني رشيد، "**معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، وسبل تفعيليها**"، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 57.

[13] – شمعون شمعون، مرجع سابق ذكره، ص: 22.

ب-1- الأسهم النقدية (المالية): السهم النقدي هو الذي يكتتب فيه المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا، ولا يصبح قابلا للتداول إلا بعد تأسيس المنشأة بصفة نهائية، وصدور العقد المرخص بتأسيسها.

ب-2- الأسهم العينية: هي التي تمثل حصة عينية كعقار أو آلات مصنع أو أدوات متجر، ولا يجوز للمنشأة تسليم هذه الأسهم إلى صاحبها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها.

ب-3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

ب-4- أسهم التأسيس: وهي الأسهم التي تصدرها المنشأة عند التأسيس، بخلاف الأسهم العينية التي قد تصدر في أي وقت من حياة المنشأة، وليس لحصة التأسيس قيمة إسمية، وإنما يذكر في الصك المثبت لها، أن لمالكها حصة في الأرباح، ولا تدخل حصص التأسيس في تكوين رأس مال المنشأة.

ت- من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

ت -1-الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية سند ملكية في المنشأة المساهمة ومنشآت التوصية بالأسهم، وتعتبر الأداة المالية الرئيسة المتداولة ضمن فئة صكوك الملكية، ويفرض امتلاكهالبعض الحقوق على المنشأة المصدرة للسهم[14].

ويتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك المنشأة المساهمة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة، ومن أهم هذه الحقوق الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها، أما إذا تحملت المنشأة خسائر أو رأت عدم توزيع أية أرباح، فلن يحصل حملة الأسهم العادية على أية عائد. وكذا لحملة الأسهم العادية الحق في التصويت وحق الأولوية في الاكتتاب، وحق نقل ملكية الأسهم، وأخيرا حق الاشتراك في موجودات الشركة عند تصفيتها[15].

وتصدر الأسهم في فئات متعددة بمزايا مختلفة مثل أسهم عادية فئة (أ) ذات مركز مميز، في الحصول على ربح، لكن لا تتمتع بحقوقها كاملة التصويت، وأسهم فئة (ب) لها مركز أقل من حيث الربح، لكن لها الحق الكامل في التصويت[16].

وهناك أنواع جديدة للأسهم العادية وهي[17] :

---

[14] – عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية، 2005، ص: 16.

[15] – محمد صالح الحناوي، **الإدارة المالية والتمويل**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1995، ص: 487.

[16] – غانم نوري كاكة، حمه العطار، **تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، دراسة تحليلية في القطاع المصرفي، مجلة دراسات اقتصادية**، العدد 1، المجلد 18،جامعة الجلفة، 2020، (ص،ص): (52،37) .

[17] – عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، **البورصات والمؤسسات المالية**، الدارالجامعية مصر، 2002، ص:75.

ت-2- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة من الأسهم العادية تربط بالتوزيعات الأرباح التي تحققها المنشأة ككل، ولكن لبعض المنشآت أسهم إنتاجية، ترتبط كل نوع منها بالأرباح التي حققها قسم معين من الأقسام المنتجة بها.

ت-3- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: في العادة التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تطرح قبل حساب الضريبة، إلا أن المنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها – في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة – يتم طرح توزيعات تلك الأسهم مع أعباء المنشأة قبل حساب الضريبة.

وعن كيفية تمويل شراء هذه الأسهم، تقوم وحدة تنظيمية مختصة – نيابة عن العاملين – بالحصول على قرض طويل الأجل، بهدف استخدامه لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية، أي حصة في رأس المال المنشأة التي يعملون فيها، ويتم سداد القرض وفوائده من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم التي تم شراؤها، كما يتم سداد القرض وفوائده من مساهمة مالية إضافية تقدمها المنشأة المصدرة لهذه الأسهم.

ت-4-الأسهم العادية المضمونة: العادة في الأسهم العادية أنه ليس لحاملها الحق في الرجوع على المنشأة المصدرة لها في حالة انخفاض قيمتها السوقية، إلا أنه ظهرت أسهم تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة.

ففي هذه الحالة المستثمر يمكنه تحقيق أرباح مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، ومخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض.

أي لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر محدودة. حيث يتم تعويض المستثمر من خلال إصدار أسهم عادية إضافية، كدفع التعويض في صورة نقدية، وإصدار أسهم ممتازة.

ت-5- الأسهم الممتازة: هي التي تختص دون غيرها من الأسهم ببعض المزايا و يطلق عليها اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، ويتخذ الامتياز الممنوح لها إحدى الحالات التالية:

- ✓ الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة؛
- ✓ عدد أصوات أكثر؛
- ✓ الأولوية في الشراء عند زيادة عدد الأسهم؛
- ✓ الأولوية في استرجاع أموالهم عند التصفية قبل الأسهم العادية.[18]

[18] – شمعون شمعون، مرجع سابق ذكره، ص: 24.

فالأسهم الممتازة تجمع بين الأسهم العادية والسندات، حيث تشبه السندات في أن توزيعات الأرباح تكون ثابتة، وتشبه الأسهم العادية كونها لا تحمل فترة استحقاق محددة.

وهناك أنواع أخرى للسهم الممتاز وهي[19]:

ت-5-1- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تشبه الأسهم الممتازة القابلة للتحويل أدوات الدين القابلة للتحويل، هذه الأدوات لها خصائص الأسهم الممتازة قبل تحويلها، ولكن يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للمصدر وفقا لتقدير حامل السهم الممتاز. بالإضافة إلى الميزات القياسية للأسهم الممتازة، تحدد الأسهم الممتازة القابلة للتحويل عدد الأسهم العادية التي يمكن تحويل كل سهم ممتاز إليها.

ت-5-2- الأسهم الممتازة ذات السعر القابل للتعديل: يذهب هذا النوع من الأسهم الممتازة باختصارات مختلفة ، منها ARPS (الأسهم التفضيلية ذات السعر القابل للتعديل)،APS (الأسهم التفضيلية للمزاد) و RP (يفضل إعادة تسويقه). في كل شكل من أشكال ARPS، يتم تعديل توزيعات الأرباح كل ثلاثة أشهر-أحيانا شهريا- بمبلغ يحدده التغيير في بعض أسعار الفائدة القياسية قصيرة الأجل.

ت-5-3- الأوراق المالية المفضلة للدخل: أحد أكبر مزايا الأسهم الممتازة،وهي أنها تسمح للمنشآت بإصدار ورقة مالية تشبه الديون، دون خفض التصنيفات على ديونها الحالية. على عكس ضمان الدين بفائدته المعفاة من الضرائب، فإن الأسهم الممتازة لها عيب يتمثل في أن أرباحها ليست معفاة من الضرائب. استجابة للرغبة في الحصول على ورقة مالية توفر أفضل الديون والأسهم المفضلة، طور المصرفيون الاستثماريون ورقة مالية يسمونها إما IPS (الأوراق المالية المفضلة للدخل). وIPS هي حصة تفضيلية يتم إصدارها من قبل شركة تابعة أو ائتمان -تم تشكيله خصيصا لهذا الغرض- للمنشأة الموجودة في ملاذ ضريبي كجزر البهاماس.

ث- أسهم التمتع: وهي أسهم تعطى للمساهمين بدلا من أسهمهم عند سدادها عن طريق القرعة، ويكون عادة في الشركات ذات الامتياز الحكومي، حيث يكون لهم بمقتضاها حق متأخر في الحصول على الأرباح، وفي موجودات الشركة عند تصفيتها، مقارنة مع المساهمين الذين لم تستهلك أسهمهم[20].

---

[19]- David Hillier, Mark Grinblatt,Sheridan Tetman,**FINANCIAL MARKETS AND CORPORATE STRATEGYE**, Second European edition, Published by McGraw-Hill Education,UK,2012, P: 60.

[20]- Josette PEYARD,**La bourse**, Vuibert entreprise, 7eme édition, paris, 1989, P: 23.

ج- الأسهم المؤخرة أو أسهم التأسيس[21]: يقبض حملة هذه الأسهم نصيبهم من الأرباح بعد الأسهم الممتازة والعادية، ويحملها المؤسسون لإظهار حسن نيتهم من جهة، وطمعا في أرباح وفيرة من جهة أخرى، ذلك لأنهم كانوا واثقين من نجاح المنشأة، وعليه فإنهم يقبلون إعطاء الأسبقية في الأرباح للمساهمين العاديين.

ح- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح[22]: ما يميز هذا النوع من الأسهم عن الأسهم الممتازة هو أنه تعطي لحاملها الحق في تجميع الأرباح، فيستوفي حامل هذا السهم أرباحه في السنوات المقبلة، وذلك إذ لم تكن للمنشأة أرباحا في سنة أو أكثر، أو إذا لم يتحقق ما يكفي من النسبة المخصصة له في إحدى السنوات.

وعادة ما يكون للسهم القيم التالية[23]:

- القيمة الاسمية التي يصدر بها السهم، وتكون مدونة بوثيقة السهم، وعادة ما تكون هذه القيمة ثابتة، وتوزع الأرباح على أساسها.
- القيمة الدفترية التي يسجل بها السهم في الدفاتر المحاسبية للشركة ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية / عدد السهم

حيث أن حقوق الملكية تشمل إلى جانب الأرباح غير الموزعة الاحتياطات ورأس المال.

- القيمة السوقية(الجارية) وتمثل سعر السهم الذي يتحدد في السوق، بناء على تفاعل قوى العرض والطلب على الأسهم، وهو السعر الذي يتم على أساسه تداول السهم في البورصة.

---

[21] – شمعون شمعون، مرجع سابق ذكره، ص:22.

[22] – نفس المرجع السابق، ص: 22.

[23]–عبد الحق بوعتوس، **الوجيز في البنوك التجارية**، جامعة منتوري، قسنطينة، 2001،ص: 173.

جدول(1-1): مقارنة بين السندات، الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
الحق في الحصول على الدخل من حيث			
الأسبقية	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
مبلغ الدخل أو العائد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	الباقي وغير ومحدد
الحق في الأصول عند التصفية			
درجة الأسبقية	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
المبلغ	محدد	محدد	المتبقي وغير محدد
الحق في استرداد القيمة	إجباري	القيمة الاسمية غير ملزم	المتبقي غير ملزم
تاريخ الاستحقاق	محدد مسبقا وله تاريخ سداد	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة، أسهم،السندات، أوراق مالية**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص: 60.

1-2- مفاهيم خاصة حول السندات

تعتبر السندات من أحد أهم الأدوات المالية الأصيلة(الأساسية) التي تصدرها المنشأة عندما يكون هناك عجز مالي، أو لتوسيع نشاط معين، أو فتح نشاط جديد، ولها خصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية الأخرى.

1-2-1- التعريف بالسند:

تعريف1: السند هو كل صك يمثل قرض يسلم للمقرض، يعرض عن طريق الاكتتاب، وهو أداة مالية قابلة للتداول، حيث يتعهد فيه المقترض بدفع فائدة سنوية محددة، يلتزم برد قيمته في ميعاد لا يتجاوز المدة المحددة لاستهلاك القرض. فالسند إذن هو إلزام على الجهة المصدرة له، وبالتالي فإن حامل السند هو في الحقيقة دائن من الجهة المصدرة، يتحصل صاحب السند على فائدة سنوية بالمعدل المحدد في السند، وتحصل هذه الفائدة في جميع الحالات، أي بغض النظر عما إذا كانت الجهة المصدرة قد حققت أرباحا أم لا.[24]

تعريف2: يعرف السند بأنه يمثل اتفاق أو عقد بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق، يقرض المستثمر مبلغا معينا إلى المنشأة، والتي بدورها تتعهد برد أصل المبلغ،

[24]- مروان عطوان، **الأسواق النقدية والمالية**، ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر، 2005، ص: 66.

وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، إذن فالسند هو " تعهد مكتوب بدفع مبلغ معين في تاريخ معين في المستقبل، بالإضافة إلى فائدة على القيمة الاسمية التي تدفع دوريا على أساس معدل فائدة معين.[25]

تعريف3: تعرف السندات بأنها عقد إلزام من المقترض، لدفع مبالغ محددة، في مواعيد محددة، تشكل الدفعات والفوائد على أموال تم اقتراضها، ويتمتع السند عادة بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداوله بيعا وشراءً في أسواق الأوراق المالية، كما يمكن الحصول على أسعاره في أسواق السندات يوميا[26]، ويمكن للمنشأة أن تحدد سعر السند الذي تصدره بمحض إرادتها، ويتضمن السند عادة العناصر[27] التالية:

المبلغ الذي يدفعه المكتتب للحصول على السند؛ المبلغ الذي تتعهد المنشأة بوفائه لحامل السند؛ سعر الفائدة الثابت، الذي يعود للمكتتب، والاشتراك في الأرباح إذا أمكن، ومواعيد دفعها إما سنويا أو نصف سنوية؛ فترة القرض (من 10إلى 20 سنة) وحق المنشأة في الوفاء في تاريخ معين؛ تعهد المنشأة بإصدار السندات إما بسعر التكافؤ أو بأعلى منه أو بأقل.

1-2-2- خصائص السند[28]:

للسند خصائص تميزه عن غيره من الأدوات المالية، وتتمثل في:

- يعتبر السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير؛
- لا يحق لحامل السند الاشتراك في الجمعية العامة المساهمين، ولا يكون لقرارات هذه الهيئة أي تأثير بالنسبة له؛
- استرجاع قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق المالي (البورصة)،اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية؛
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛

---

[25]-أحمد بسيوني شحاتة، **المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام**، الدار الجامعية للنشر، مصر،1999، ص: 146.

[26]- ماهر كنج شكري، مروان عوض، **المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص:99.

[27] -شمعون شمعون، مرجع سابق ذكره، ص: 26.

[28] - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق ذكره، ص: 37.

– تعتبر فوائد السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

1-2-3- تصنيف السندات:

هناك أنواع عديدة من السندات المتداولة داخل سوق الأوراق المالية يمكن تقسيمها إلى نوعين أساسيين سندات خاصة وسندات حكومية.

أ- السندات الخاصة[29]: وهي سندات تصدرها منشآت المساهمة للحصول على التمويل الضروري، لسد النقص في رأس مالها أو توسيع نطاق نشاطها، بدلا من الاتجاه إلى إصدار أسهم جديدة، وذلك لأن انضمام مساهمين جدد سيؤدي إلى التقليل من مقدار الربح المنتظر توزيعه، وتقاسم سلطة القرار بين المساهمين.

وللسندات الخاصة أنواع عدة نذكرها كما يلي:

أ-1- حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين لها :

- ✓ سندات قابلة للتحويل: وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم في أي وقت، أو في فترات محددة مسبقا وفقا لشروط عقد الإصدار؛
- ✓ سندات قابلة للاسترداد: لا يتم سداد هذه السندات نقدا، ولكن يكون السداد في شكل أسهم أو أوراق مالية أخرى؛[30]
- ✓ سندات ذات العلاوة: تعطي هذه السندات لمالكها الحق في التعويض لمبلغ سعر يفوق سعر إصدارها؛ ونقصد بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المشتري للبائع وهذا في حالة تخليه عن السوق[31].
- ✓ سندات صفرية: هي سندات تصدر بخصم كبير على قيمتها الاسمية، لذلك لا تدفع فوائد طوال مدة السند، على أن يتم استرداد هذه السندات عند الاستحقاق بكامل قيمتها الاسمية. وتتميز هذه

---

[29] – عبد الغفار حنفي، **الإستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 355.

[30]– François VILLEROY, **Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale**, banque de France, 2018,P: 79. Lien https://publications.banque-france.fr/publications-economiques-et-financieres/livre-paiements-et-infrastructures-de-marche-lere-digitale .2023/07/12 تاريخ الزيارة:

[31] – محمود أحمد إبراهيم، **المحاسبة في شركات الأموال**، الطبعة 1،مؤسسة الوراق، عمان،الأردن، 1999، ص: 203.

السندات بتمكينها المستثمر تجنب مخاطر إعادة الاستثمار، وهذا النوع من السندات يناسب صغار المستثمرين لأنها تتطلب مبالغ صغيرة للاستثمار فيها[32].

أ-2- حسب الضمان[33]:

✓ سندات مضمونة بأصول عينية: كالأراضي، المباني والتجهيزات ... إلخ، فعند تصفية المنشأة المصدرة، أو عدم وفائها بالتزاماتها اتجاه أصحاب السندات، فإنهم يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستفاء حقوقهم.

✓ سندات غير مضمونة بأصول عينية: تعتبر الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول المنشأة المصدرة، ومركزها المالي.

أ-3- حسب أسلوب تحديد أسعار الفائدة[34]:

✓ السندات ذات المعدل الثابت (التقليدية): هذا النوع من السندات هي ذات معدل فائدة ثابت، وهذا حتى تاريخ استحقاق القرض وتدعى أيضا بالسندات الكلاسيكية.

✓ السندات ذات المعدل العائم (المتغير): نظرا للتغيرات الكبيرة التي تحدث في معدلات الفائدة على المدى الطويل، ظهر هذا النوع من السندات يحمل معدلات فائدة متغيرة، ليتوافق مع التغيرات التي تتعرض لها معدلات الفائدة في الأسواق المالية، حيث تشرف المنشأة المصدرة على تغيير هذه المعدلات[35].

✓ السندات ذات المعدل المراجع: يمكن مراجعة معدلات الفائدة للسندات المتفق عليها عند إصدارها، ويتم ذلك عند تاريخ استحقاقها، وذلك تماشيا مع معدل الفائدة في الأسواق المالية، والذي يتحدد من خلال العرض والطلب، بالإضافة إلى عوامل أخرى متعددة.

أ-4- حسب طريقة السداد:

✓ السندات التي تسدد عند تاريخ استحقاقها: فعندما يحين موعد الاستحقاق؛ تقوم المنشأة المصدرة للسندات بتسديد حقوق حامليها، أي في نهاية فترة القرض.

✓ السندات التي يمكن سدادها قبل تاريخ استحقاقها: وهي السندات التي يمكن سداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق،لهدف التقليل من ديون المنشأة وإعادة الحقوق لأصحاب هذه السندات.

---

[32] – علاء إبراهيم عبد المعطي، **أذون وسندات الخزانة العامة– دراسة مقارنة–**، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، 2016، ص: 37.

[33] – ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق ذكره، ص: 33.

[34] – مروان عطوان، مرجع سابق ذكره، ص: 76.

[35]– MICHEL BOUTET,**La bourse à votre portée**, Dunod, France, 1989, P: 100.

وباعتبار أن السندات تمثل قرضا لأجل معين (طويل الأجل عادة) فإنه يترتب على الجهة المصدرة والتي هي عبارة عن منشأة خاصة، سداد هذا القرض في الأجل المتفق عليه، ويمكن القيام بذلك بعدة طرق [36] وهي:

- السداد الجزئي ويتم ذلك:
  - ✓ بشراء سندات من السوق المالي ثم إلغاؤها.
  - ✓ باستدعاء جزء من السندات وسداد قيمتها لأصحابها.
- تكوين احتياطي؛ قد ينص نظام إصدار السندات على شرط تكوين احتياطي لسداد قيمة السندات، ويتم تشكيل هذا الاحتياطي بعدة طرق نذكر منها:
  - ✓ تخصيص مبلغ سنوي، كنسبة مئوية من قسمة السندات المصدرة؛
  - ✓ تخصيص مبلغ سنوي، ثابت طيلة فترة القرض؛
  - ✓ تخصيص نسبة مئوية من الأرباح، التي تحققها الشركة المصدرة.
- السداد التاريخي ويستخدم عندما تصدر المنشأة سندات مختلفة، لا تستحق كلها بتاريخ معين، بل تحدد بتواريخ استحقاق متتالية.
- السداد بالقرعة؛ حيث يتم إجراء القرعة على السندات القائمة، لتسحب منها كمية معينة، ثم تسدد قيمتها لأصحابها.
- السداد مع تقديم جوائز ومكافآت، حيث تلجأ المنشأة لهذا الأسلوب لتشجيع المستثمرين على اقتناء السندات التي تصدرها.

ب- السندات الحكومية: قد تلجأ الدولة إلى القروض،والتي أصبحت من الموارد العادية التي لا غنى عنها لكثير من الدول، ولتستعين بها على تلبية حاجياتها من الأموال الضرورية، لتغطية نفقاتها العامة المتزايدة، وتمويل مشروعاتها الإنتاجية الكبيرة، فأصبح الاكتتاب في السندات الحكومية خير ضمان عن المخاطر التي يمكن للمستثمرين مواجهتها في أي نوع آخر من الأدوات المالية.

فالسند الحكومي هو مبلغ من المال تحصل عليه الدولة عن طريق اللجوء إلى الجمهور أو المصارف أو غيرها من المؤسسات المالية، مع التعهد برد المبلغ المقترض، ودفع الفوائد طوال مدة القرض، وفقا لشروطه.[37]

---

[36]- Gaston DEFOSSE et Pierre BALLEY,**La bourse des valeurs**, 16eme édition, Edition Bonchen, Alger, 1993, P: 16.

يمكن النظر إلى أنواع سندات الحكومية من زوايا مختلفة والتي نذكرها كما يلي[38]:

- **من ناحية مصدر الأموال:** وهكذا يمكن أن نفرق بين القروض الخارجية والقروض الداخلية:

✓ السند الحكومي الداخلي: وهو القرض الذي تحصل عليه الدولة من أشخاص طبيعيين أو معنويين في إقليمها، بغض النظر عن جنسيتهم سواء مواطنين أم أجانب.

✓ السند الحكومي الخارجي: هو القرض الذي تحصل عليه الدولة من حكومة أجنبية أو من شخص طبيعي أو معنوي يقيم بالخارج، وتلجأ إلى هذا النوع من الاقتراض لحاجتها إلى رؤوس أموال بالعملة الأجنبية، وعدم كفاية المدخرات الوطنية.

- **من ناحية حرية الاكتتاب:** نقسم القروض تبعا لهذا المعيار إلى قروض اختيارية وقروض إجبارية.

✓ القرض الاختياري: أساسه تعاقدي،حيث يقبل عليه الأفراد لاختياره بمحض إرادتهم، ولهم الحق في قبول الشروط التي تعرضها الدولة أو الإعراض عنها.

✓ القرض الإجباري: عندما تخشى الدولة عدم إقدام الأفراد أو الهيئات للاكتتاب في هذه السندات، تعتمد الضغط والإكراه، وعادة ما يكون ذلك في الأوقات التي تلي الحروب، ويكون الإجبار عادة مع البنوك وليس الأفراد.

-**من ناحية الأجل:** حيث يمكن تقسيمها إلى نوعين هما:

✓ القرض المؤقت: هو القرض الذي تكون الدولة ملزمة برده بعد انقضاء مدة معينة، قد تكون قصيرة الأجل من ثلاثة أشهر إلى سنتين، أو متوسط الأجل من سنتين إلى عشرين سنة، أو أجل طويل الذي يزيد عن عشرين سنة. وأشهر أنواع القروض قصيرة الأجل: هي أذون الخزينة والتي تشكل مجموعة القروض المؤقتة، للدين العام الدائم.

✓ القرض النهائي: هذا النوع من القروض غير محددة الأجل للوفاء، ويترك وقت تحديده للدولة، وتصدر هذه القروض على شكل سندات ريع قابلة للإطفاء، والتي تتضمن شروط الإصدار وكيفية إطفاء القرض، وعل شكل سندات ريع دائم، وهذا إذا أُصدرت السندات دون بيان موعد التسديد وكيفية إطفاء القرض.

[37] – مروان عطوان، مرجع سابق ذكره، ص: 106.

[38] – نفس المرجع السابق، ص:107.

ويكون الاكتتاب عام أو عن طريق البنوك. فالاكتتاب العام يتم عندما تتوجه الدولة مباشرة إلى الأفراد أو الهيئات لتعرض عليهم الاكتتاب في السندات، وتتميز هذه الطريقة بأنها توفر على الدولة العمولة التي يتقاضاها الوسطاء، أما الاكتتاب عن طريق البنوك فإن الدولة تتوجه إلى البنوك التي تحصل منها على قروض، وتقدم لها مهمة بيعه بعد ذلك إلى الجمهور، فالبنوك تقرض الدولة المبلغ الذي هي في حاجة إليه دون انتظار البيع للجمهور، وتتقاضى مقابل ذلك عمولة معينة.

ويتعين على الدولة تسديد الدين متى حان أجل الوفاء به، وذلك برد قيمة السندات إلى حامليها، وهو ما يؤدي إلى تخفيف العبء الحالي عن الدولة. وتلجأ هذه الأخيرة لتسديد الدين الذي عليها بعدة وسائل أهمها:

أ- **التسديد بأقساط سنوية:** إذ تقوم الدولة بدفع مبلغ سنوي إلى حملة السندات، يشمل الفائدة السنوية وجزء من رأس المال، ويتكرر ذلك حتى يتم استهلاك القرض العام كله.

ب- **التسديد عن طريق القرعة:** وتقوم الدولة هنا، بحساب عدد من السندات للوفاء بقيمتها سنويا، فخلافا للطريقة السابقة ينصب التسديد هنا على فئة معينة من السندات لا على مجموعها.

ت- **التسديد عن طريق الشراء من البورصة:** بواسطة هذه الطريقة تقوم الدولة بشراء السندات التي انخفضت قيمتها في السوق، وبذلك يحقق كسبا نتيجة تسديدها للقرض بأقل من القيمة الاسمية.[39]

جدول(1-2): الفرق بين السهم والسند.

	السهم	السند
العلاقة التعاقدية	حق ملكية(شريك)	دين(دائن)
العائد	غير مؤكد، غير ثابت ويعتمد على أداء المنشأة	مؤكد وثابت بغض النظر على أداء المنشأة
الاستحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	له تاريخ استحقاق
الأولوية في الحصول على نصيبه عند التصفية	آخر من يحصل على نصيبه	له الأولوية
إدارة الشركة	يشارك في الإدارة من خلال حضور الجمعيات العامة، التصويت، ومراقبة أعمال مجلس الإدارة	لا يحق له المشاركة في الجمعيات العامة ولا التصويت

المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، **الأسواق المالية- سلسلة كتيبات تعريفية**، العدد (21)، صندوق النقد العربي، 2021، ص: 25

[39]- مروان عطوان، مرجع سابق ذكره، ص: 114.

1-3- مفاهيم خاصة حول وثائق الاستثمار

تعتبر وثائق الاستثمار من أهم الأدوات المالية التي يتم الاستثمار فيها لدى المستثمرين الذين ليست لهم دراية كافية بالسوق المالي، حيث يضع هؤلاء المستثمرين ثقتهم في مكوني صناديق الاستثمار.

1-3-1- تعريف وثائق الاستثمار:

وثائق الاستثمار هي عبارة عن صكوك تصدرها صناديق الاستثمار مقابل مبالغ نقدية التي يتلقاها الصندوق من المستثمرين، وتعد هذه الوثائق من الأدوات المالية القابلة للتداول في سوق المال[40].

1-3-2- ميزات تداول وثائق الاستثمار:

يتحقق للمستثمر من خلال وثائق الاستثمار ما يلي[41]:

- انخفاض مستوى المخاطرة: أي أن المستثمر في الصندوق يعتبر مالكا لحصة في المحفظة مجمعة، وبالتالي فإن عنصر المخاطرة موزع بين المشاركين فيها؛

- الاستفادة من مهارات الإدارة المحترفة: في حالة الاستثمار المباشر في الأوراق المالية فإنه يحتاج إلى أن يضطلع بجميع جوانب العملية الاستثمارية بنفسه، وفي حالة الاستثمار من خلال الصندوق فإنه يلقي بمسؤوليات جميع المهام على الإدارة المحترفة للصندوق، والتي اهتم المشرع بالتركيز على كفاءتها؛

- المرونة والمواءمة بين مصالح المستثمرين: بعض شركات الاستثمار المنشئة لعدد من الصناديق ذات أهمية مختلفة، حيث تعطي الحق للمستثمر في تحويل استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة، وتوفر هذه المرونة خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية بمرور الوقت.

1-3-3- أنواع صناديق الاستثمار[42]:

تنقسم صناديق الاستثمار إلى نوعين رئيسين هما:

---

[40]- محمد أحمد،محمود عمارنة، **رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)**، المنهل للنشر، الإمارات العربية المتحدة، 2014، ص: 16.

[41]-شريط صلاح الدين، **دور النسب المالية في أداء تقييم صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية دراسة حالة جمهورية مصر العربية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية**، العدد 06، المجلد 4،جامعة المسيلة، 2011، الصفحات(138-159). الرابط:
-https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/324/4/6/13258 .2023/03/04 تاريخ الزيارة:

[42]- بودية فاطمة، كحلي فتيحة، **طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة. الملتقى الدولي الثاني حول: المالية الإسلامية،صفاقس الجمهورية التونسية، يومي 27-29 جوان 2013. الرابط:**
https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2013/07 .2023/04/13 تاريخ الزيارة:

أ – **صناديق الاستثمار المفتوحة:** وتسمى أيضا صناديق الاستثمار المشتركة، وهي صناديق يتم إنشاؤها من منشأة أو بنك أو شركة تأمين، وتقوم بإصدار عدد غير ثابت من الحصص التي يتم تداولها في سوق المالي. وتقوم إستراتيجية هذا النوع من الصناديق بإصدار أسهم جديدة كلما استثمر مستثمر أموالا إضافية في هذا الصندوق، فتصدر له أسهما بقيمتها، حيث يمكن إعادة بيع هذه الأسهم لصندوق الاستثمار الذي أصدرها، حسب القيمة الصافية للأصل عند البيع. ويتم تقييم أسهم هذه الصناديق يوميا بناء على القيمة الصافية لموجودات الصندوق، كما يعطي صندوق الاستثمار المشترك شهادة أسهم للمساهم فيه مباشرة، أو من خلال وسيط في السوق المالي.

ب– **صناديق الاستثمار المغلقة:** وهي تلك الصناديق التي تصدر عدد ثابت لا يتغير من وثائق الاستثمار، وأجل محدد وهدف محدد،حيث يتم إدارة المحفظة الخاصة بهذا الصندوق عن طريق البورصة لصالح حامل الوثيقة، يعني ذلك أن العلاقة بين المستثمر والصندوق ستنقطع بعد أن يشتري المستثمر هذه الوثيقة، وعلى المدخر إذا رغب في بيعها يتفق مع شركة سمسرة لتقوم بذلك، لحسابه الخاص في البورصة[43].

1-4-الأدوات المالية المهجنة

بالإضافة إلى الأوراق المالية التي سبق ذكرها، والمتمثلة في الأسهم ، السندات ووثائق الاستثمار، هناك نوع آخر يجب إدراجه، ويدعى بالأدوات المهجنة، وهي تلك الأدوات المالية التي تحمل خصائص من كلا النوعين، فمن جهة لها خصائص الأسهم، ومن جهة أخرى لها خصائص السندات ونذكر منها ما يلي:

1-4-1- الأسهم ذات الربح بالأولوية (دون حق التصويت)[44]: هذا النوع من الأسهم يعطي لحامله حق الامتياز والأولوية في الحصول على الربح قبل جميع المساهمين،حتى بالنسبة لمالكي الأسهم الممتازة، ولكن في المقابل، فإن مالك الأسهم يحرم من حق المشاركة في المجالس العامة، ويحرم أيضا من حق التصويت.

[43]–http://iaif.ir/images/khareji/articles/finance/79.pdf .2023/03/05 تاريخ الزيارة:

[44]– Michel BOUTET, Op. Cit, P: 102.

1-4-2- شهادات الاستثمار: تعتبر شهادات الاستثمار سهما عاديا بدون تصويت، ولكن حاملها يتمتع بالحقوق الأخرى، كالحق في الأرباح والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة إجراء عمليات التصفية للمنشأة، وتقوم بإصدار شهادات الاستثمار؛ مؤسسات القطاع العام والخاص.[45]

1-4-3- سندات المساهمة: تعتبر سندات المساهمة نوعا من الأدوات المالية، حيث يتم إصدارها من طرف شركات المساهمة الخاصة وكذلك من طرف المؤسسات العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري، تتكون الفائدة التي تعطي لحاملي هذه السندات من جزأين، جزء ثابت وآخر متغير يحتسب من النتيجة التي حققتها المنشأة ومستوى نشاطها.[46]

1-4-4- سندات تسديد بطلب من حاملها أو مصدرها: وهذا النوع من الأدوات المالية يسمح لحاملها بالاسترداد المسبق لقيمتها، وفقا للتواريخ المحددة في العقد، وذلك إذا توقع حصوله على عوائد أكبر في استثمارات أخرى، كما يحق للمنشأة تسديد قيمة السندات التي أصدرتها بناء على توقعاتها بالحصول على رؤوس أموال من مصادر أخرى وبأقل تكلفة[47].

2- الأدوات المالية الأصيلة(الأساسية) المتداولة في سوق النقد

الأدوات المالية الأصيلة المتداولة في سوق النقد هي أدوات مالية قصيرة الأجل لا تتعدى سنة، تستعمل عادة في دورة الاستغلال، وتتمثل فيما يلي:

2-1- أذون الخزينة (Treasury Brills): وهي أوراق مالية تمثل قرضا في ذمة مصدرها وهي الحكومة، لصالح حملة أذون الخزينة وتكون لفترات استحقاق قصيرة الأجل[48].

2-2 - الأوراق التجارية (Commercial Papers): تتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من 5 أيام إلى 9 شهور، وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة عند الجمهور وتباع بالخصم[49].

2-3 - شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable certificates of Deposit): يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالتنازل أو البيع، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة.

---

[45] – منير إبراهيم الهندي، **الأوراق المالية أسواق تداولها**، توزيع منشأ المعارف، مصر، 1999، ص: 34.

[46] –ناجي جمال، **المحاسبة والعمليات المصرفية**، المؤسسة الجامعية، بيروت، لبنان، 1999، ص: 195.

[47]– بوخزاز يعدل فريدة، **تقنيات وسياسات التسيير المصرفي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص: 118.

[48] – يوسف بن عبد الله صالح، **أبحاث في قضايا مالية معاصرة**، دار سليمان الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، 2020، ص: 459.

[49] – منير إبراهيم الهندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، (ص، ص): (52،57).

وتعد تلك الشهادات بمثابة ودائع لأجل، لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، لذلك فإن الطريقة الوحيدة للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثانوي، والذي يشتمل على بيوت سمسرة وبنوك تجارية، وما شبههما من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل.[50]

2-4- القبولات البنكية (Bankers Acceptances): وهي إحدى أشكال الاقتراض، حيث يصادق البنك على سحب معين فيصبح للسحب سمعة وقوة تمنحانه قابلية للتداول، فإذا احتاجت منشأة معينة للمال، فإنها تسحب من إحدى البنوك، والذي سيكون كفيلا لها، ولعلّ ما يميز القبولات البنكية هو تسهيل العمليات التجارية، وتشجيع عمليات التصدير والاستيراد ، كما أن البنك المركزي يسمح بخط القبولات البنكية التي استوفت كامل الشروط الأساسية.[51]

المطلب الثاني: الأدوات المالية المشتقة

تعد المشتقات المالية من أهم منتجات الهندسة المالية، لما تساهم به في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسات المالية، خاصة من خلال قدرتها على إدارة التقلبات في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأدوات المالية الأصيلة وأسعار المدخلات، بمعنى آخر من خلال قدرتها على تغطية وإدارة المخاطر (سنتطرق لها لاحقا في الفصل الثالث)، على اعتبار أن المخاطر هي أحد محددات الثروة، والتي تسعى كل منشأة أعمال إلى تعظيمها.

والأدوات المشتقة المالية المتداولة في سوق رأس المال الآجل نوعين، أدوات مالية مشتقة تقليدية وأخرى حديثة وسنتناولها فيما يلي:

أولا- الأدوات المشتقة التقليدية

وتتمثل في المنتجات التقليدية للهندسة المالية وهي مشتقات مالية بسيطة، ومشتقات مالية مركبة.

1- المشتقات المالية البسيطة

وهي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المالية، النقدية أو العينية التي تكون محل العقد. وتتنوع هذه الأصول ما بين الأسهم، السندات،السلع، العملات، معدلات الفائدة ومؤشرات البورصة[52]. وتشمل كل من العقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات والعقود الآجلة.

---

[50] – نفس المرجع السابق، (ص، ص): (52،57).

[51] – ناظم محمد وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشر، الأردن، 1990، ص: 246.

[52] – سماري ابتسام، **قياس لأثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية- دراسة حالة السوق المالي الأوروبي(Euronext) خلال الفترة 2002-2016**، **مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية**، العدد34، المجلد02، جامعة زيان عاشور الجلفة، 2018/04/01، (ص، ص): (430، 442).

1-1- العقود المستقبلية:

يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدها بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم سلعة أو أصل ما، في تاريخ لاحق وبسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه، ودفع الثمن في تاريخ لاحق. ومن الأسباب التي تدفع إلى تحديد مثل هذه العقود هو التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون[53].

1-1-1- تعريف العقود المستقبلية[54]: العقود المستقبلية (Future Contracts) أو المستقبليات (Futures) هي عقود تبرم في اللحظة التي تناسب طرفيها، على أن يتم التنفيذ ما ورد في العقد في تاريخ لاحق، أما محل العقد فهو سلعة أو أصل.

والجدير بالذكر أن العقود المستقبلية على السلع يقل حجم التعامل فيها كثيرا عن العقود المستقبلية على الأصول المالية كالعملات الأجنبية وأذون الخزانة.

وتعتبر أذون الخزانة من أنشط العقود المستقبلية المالية، لكونها تتيح الفرصة للمستثمرين لتغطية مراكز أخذوها، أو يخططون لاتخاذها في السوق الحاضر. ويعتبر سوق العقود المستقبلية مرآة للأسواق الحاضرة، فسعر العقد المستقبلي الذي يحمل تاريخ تسليم معين، يعد مرآة لما سيكون عليه سعر الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، وعادة ما يكون سعر العقد المستقبلي في لحظة معينة مساوي لسعر الأصل في السوق الحاضر في ذات اللحظة مضافا إليه أو مخصوما منه ما يسمي بتكلفة الاحتفاظ، ولا يقتصر استخدام العقود المستقبلية على تغطية المراكز في السوق الحاضر بل تستخدم أيضا بواسطة المضاربين لغرض تحقيق أرباح من ورائها.

والعقود المستقبلية هي عقود آجلة نمطية أي لها سمات محددة وتتداول في سوق منظمة، حيث يمكن القول أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة نمطية، تتداول في سوق منظمة، ويمتد التنميط إلى حجم العقد، تواريخ التسليم ومواصفات السلعة أو الأصل المالي.

والاختلافات بين العقود الآجلة (Forward Contracts) والعقود المستقبلية Future (Contracts) غير جوهرية، وتتمثل في كون الأخيرة هي عقود نمطية، كما أنها تعتبر آلية لاكتشاف السعر، الذي سوف يباع به الأصل في السوق الحاضر في المستقبل، فإذا كان سعر الأصل في العقد المستقبلي ينبغي أن يساوي السعر المتوقع للأصل في السوق الحاضر، عند لحظة تنفيذ العقد فإن سعر

---

[53]- محمد الصالح الحناوي، وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002،ص:429.

[54] - عبد الحميد الشواربي، محمد عبد الحميد الشواربي، **إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية**، منشأة المعارف، الإسكندرية،2002،ص:142.

الأصل في العقد المستقبلي عادة وليس دائما ما يفوق سعر الأصل في السوق الحاضر بما يساوي تكلفة الاحتفاظ بالأصل.

فالعقود المستقبلية هي " عقود قانونية (رسمية) يجري تعاملها في أسواق منظمة (البورصة)، وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين حيث يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصول(سلعية أو معدنية أو أدوات مالية مثل الأسهم، السندات ومؤشرات الأسهم) بتاريخ لاحق " مستقبلا" وذلك على أساس سعر اتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدي غرفة المقاصة الذي يتعامل معها مبلغا نقديا أو أوراقا مالية، وتمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليها الهامش المبدئي أو هامش الضمان والغرض منه هو إثبات الجدية وحسن النية بعدم التملص بتنفيذ العقد" [55].

1-1-2- وظائف سوق العقود المستقبلية:

تؤدي سوق العقود المستقبلية ثلاث وظائف مهمة وهي[56]:

- توفير معلومات عن الأسعار الفورية، فأسعار العقود المستقبلية هي امتداد لسعره في السوق الفوري في تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي؛
- تحقق فرص أرباح للمضاربين؛
- تجنب مخاطر التقلبات في أسعار الأصول، وخاصة للأشخاص الذين يرغبون في امتلاك هذه الأصول مستقبلا.

1-2- عقود الخيارات

عقود الخيارات تمثل أحد أدوات الاستثمار الحديثة، التي تعطي للمستثمر فرصة تقليص المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأدوات المالية التي يمتلكها، أو التي يريد شراءها أو بيعها في المستقبل، وتسمى هذه العقود "حقوق الخيار" أو "عقود الخيار"، نظرا لأنها تعطي مشتري الحق الخيار في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.[57]

1-2-1- تعريف عقود الخيار:

تعريف1: عقد الخيار هو عقد يعطي لحامله الحق (الاختيار وليس الإلزام) في شراء أو بيع أصل محدد، خلال فترة زمنية معينة. ونظرا لأن مشتري هذا الخيار له الحق في تنفيذه من عدمه، فإنه يدفع

---

[55]-منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، توزيع منشأة المعارف، 2004، الإسكندرية، ص: 460.

[56]-هيكل عجمي، جميل الجناني، **التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية**، دار وائل للنشر، عمان، 2014، ص: 258.

[57]-جلال إبراهيم العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 337.

لمن أعطاه هذا الحق والذي هو محرر الخيار مكافأة، غير قابلة للاسترداد تسمى العلاوة، تدفع هذه الأخيرة عند التعاقد، ولا تعتبر جزء من قيمة العقد[58].

تعريف2: عقد الخيار هو عقد بين طرفين هما: محرر الخيار ومشتري الخيار، حيث يعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من المحرر أو يبيع له عدد من وحدات أصل مالي أو حقيقي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة، هذه العلاوة تُدفع عند التعاقد، وغير قابلة للاسترداد وليست جزء من قيمة الصفقة[59].

تعريف3: هو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أصل معين خلال فترة محددة وبسعر محدد مع منح المشتري الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، مقابل مبلغ يسمى العلاوة، وهو مبلغ غير قابل للاسترداد تدفع عند التعاقد[60].

من خلال التعريفات السابقة نعرف عقد الخيار على أنه عقد بين طرفين المحرر والمشتري يعطي لحامله الحق في بيع أو شراء أصل مالي أو عيني بمبلغ محدد، مع منح حامله الحق في التنفيذ من عدمه مقابل علاوة، تدفع أثناء التعاقد، وغير قابلة للاسترداد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد.

1-2-2- تصنيف عقود الخيارات:

يمكن تصنيف عقود الخيار إلى ثلاثة أنواع[61]:

أ- **على أساس تاريخ الاتفاق:** وتنقسم إلى حق الخيار الأوروبي وحق الخيار الأمريكي، حيث أن حق الخيار الأوروبي هو حق خيار يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد، أما حق الخيار الأمريكي وهو حق خيار يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

---

[58] -Jacques Boissonade, **LEX OPTION EXOTIQUE, Concepts et applications**, Editions ESKA, Paris,1997, P: 19.

[59] -زينب بوقاعة، **تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاكوشولز، الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، 06/05 ماي**، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014، ص: 102.

[60]- Roland Portait-Patrice Poncet, **FINANCE DE MARCHE instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques**, Editions DALLOZ, Paris, 2008, P:320.

[61]-جلال إبراهيم العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص:337.

ب- **على أساس نوع الصفقة:** وتنقسم إلى حق خيار شراء وحق خيار بيع، حيث أن حق خيار الشراء يتيح الحق للمستثمر شراء عدد من الأدوات المالية بسعر محدد في تاريخ معين مقابل مكافأة، يدفعها المشترى لمحرر حق الخيار، أما حق خيار البيع يتيح الحق للمستثمر بيع عدد من الأدوات المالية بسعر محدد في تاريخ معين مقابل مكافأة، يدفعها المشترى لمحرر حق الخيار.

ت- **على أساس ملكية الأدوات المالية:** وتنقسم إلى حق خيار مغطى وحق خيار غير مغطى، حيث أن حق الخيار المغطى هو حق شراء أو بيع أو هما معا، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأدوات المالية التي يتم التعاقد بشأنها، أما حق الخيار غير المغطى فهو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا حيث لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأدوات المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

وهذه بعض المصطلحات المتعلقة بالخيارات[62]:

- ✓ خيار لشراء أصل معين يسمي خيار الشراء.
- ✓ خيار لبيع أصل معين يسمى خيار بيع.
- ✓ الأصل محل العقد يسمى الأصل المرجعي.
- ✓ المبلغ المحدد في العقد يسمى سعر التنفيذ.
- ✓ التاريخ المحدد في العقد يسمى تاريخ الاستحقاق.

1-2-3- أنواع عقود الخيار

أ- **خيار الشراء (Call Option)** : وهو خيار يعطي لحامله الحق في شراء أي أصل بسعر ثابت، خلال فترة محددة. وفي خيارات الشراء يوجد طرفان: مشتري الخيار وهو الطرف الذي يملك الحق في شراء عدد من الأصول محل العقد، الطرف الآخر وهو محرر الخيار الذي يبيع له هذا الحق، ولا يقرر خيار الشراء أي شيء ملموس لحامله طالما لم يتم تنفيذه[63].

ب- **خيار البيع (Put Option)** : يكون العقد خيار بيع إذا أعطى الطرف الأول المشتري الحق في أن يبيع (إذا رغب في ذلك) للطرف الثاني محرر العقد أصلا معينا بكمية معينة وسعر معين وفي

---

[62]- Zvi Bodie et Robert Metron, **Finance**, 3e édition, distribution Nouveaux Horizons-ARS, Paris, 2011, P:429.

[63] - هاشم فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص :134.

تاريخ محدد (أو خلال فترة معينة) حسب الاتفاق، وذلك مقابل حصول البائع على علاوة معينة من المشتري، وهكذا يصبح محرر الخيار ملزما بالبيع، إذا قرر مشتري الخيار تنفيذ العقد[64].

ت- الخيارات المركبة[65]: وهي العقود المركبة من خيارين أو أكثر من خيار البيع وخيار الشراء، وهي أنواع كثيرة، نذكر منها: الخيار المزدوج، الخيار المسمى سبريد(Spread)، الخيار المسمى ستراب(Strap)،

والخيار المسمى ستريب(Strip).

ث- صكوك شراء الأسهم (warrants): وهي خيارات شراء طويلة الأجل على أسهم المنشأة المصدرة. تمنح خيارات الشراء، لحامليها الحق في شراء أسهم المنشأة بسعر محدد مسبقا، لفترة زمنية معينة. غالبا ما يتم تضمين هذه الخيارات كجزء من عرض الوحدة، والذي يتضمن اثنين أو أكثر من الأدوات المالية المقدمة كحزمة. على سبيل المثال: قد تحاول الشركات بيع سهم عادي واحد وأمر واحد كوحدة. اقترح **شولتز** (1990) أن هذا النوع من عرض الوحدات يعمل كشكل من أشكال التمويل المرحلي، حيث يكون لدى المستثمرين خيار إما الاستثمار أكثر في المنشأة إذا نجحت، أو إغلاقها برفض الاستثمار بالسعر المحدد مسبقا للخيار. غالبا ما يتم تجميع الضمانات أيضا مع عروض سندات المنشأة والأسهم التفضيلية[66].

1-3- عقود المبادلات

عقود المبادلات هي أحد المشتقات المالية التي تستخدم في إدارة مخاطر سعر الصرف أو مخاطر الفائدة.

1-3-1 - تعريف عقود المبادلات (Swops): المبادلة أو المقايضة هي اتفاق بين مستثمرين، أو أطراف مقابلة كما يطلق عليهم أحيانا، لتبادل التدفقات النقدية لأداة مالية،وبشكل دوري، مقابل التدفقات النقدية لأداة أخرى. يحدد آخر تاريخ لتبادل استحقاق المقايضة. على سبيل المثال: تقوم مقايضة سعر الفائدة الثابت بالعائم باستبدال التدفقات النقدية لسند بسعر ثابت بالتدفقات النقدية لسندات ذات سعر عائم. يمثل المبلغ النظري للمقايضة حجم رأس المال الذي يتم حساب الفائدة على أساسه[67].

---

[64]- محب خله توفيق، **الهندسة المالية(الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار)**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2011، ص :104.

[65] - بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، **الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات-**، دار علي بن زايد للطباعة والنشر بسكرة، 2019، ص: 49.

[66]- David Hillier, Mark Grinblatt, Sheridan Tetman, OP. Cit, P: 61.

[67]- Ibid, P: 206.

ولكي تحمي المنشأة نفسها في مواجهة هذا الخطر، فإنها ترتب مع منشأة أخرى أو مصرفا لتغطية الحد الأعلى لسعر الفائدة بحيث لا يتجاوز السعر ما هو متفق عليه، والحد الأقصى لسعر الفائدة له سمات كثيرة من عقد الخيار على الرغم أنه لا يتم التعامل عليه في أسواق المال كالخيارات العادية، والمنشأة التي تقترض بسعر فائدة معوم قد تتفق مع منشاة أخرى مقترضة بسعر فائدة ثابت لتبادل مدفوعات الفائدة، هذا النوع من الاتفاقيات يطلق عليه مبادلة(SWAP)، وإن اشتمل على عناصر العقود الآجلة، فهذه الأدوات المهجنة هي ما افرزه التقدم المالي وما قدمته الهندسة المالية[68].

فالمبادلة إذا هي اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مبادلة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بإلزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما، على أصول يمتلكها، وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول.

ومن خلال ذلك نستنتج أن العناصر الرئيسية للمبادلة هي:

- ✓ طرفي العقد؛
- ✓ الالتزام أو العقد المشمول بعقد المبادلة؛
- ✓ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة؛
- ✓ العملة التي تسددها المدفوعات أو تحصل بها المبادلات؛
- ✓ السعر الآجل لمبادلة العملة المتفق عليها؛
- ✓ مدة سريان العقد.

وتستخدم عقود المبادلات للأغراض التالية:

- الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة؛
- تعتبر أداة لإدارة المخاطر والتحوط؛
- أنها أداة منخفضة التكلفة؛
- أنها أداة تتمتع بمرونة مالية.

[68] – سمير عبد الحميد رضوان حسن، **المشتقات المالية**، ط1، دار النشر للجامعات المصرية، مصر، 2005، ص:237.

فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار، نظرا لكونها تستطيع أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاها تراجعيا، أما إذا استشعرت العكس فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.[69]

1-3-2- أنواع عقود المبادلات:

توجد عدة أنواع للمبادلات أهمها عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات نعرفها فيما يلي[70]:

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة: وهي مقايضة سعر فائدة متغير بسعر فائدة ثابت[71]، ولهذه العقود ست أركان هي[72]:

- ✓ **دافع الفائدة الثابتة:** يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوُط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابت يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (محرر العقد).
- ✓ **دافع الفائدة المتغيرة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (مشتري العقد).
- ✓ **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد والمتفق عليه بين الطرفان، ويحصل عليه الطرف الثاني (محرر العقد) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (مشتري العقد) معدل الفائدة المتغير.
- ✓ **معدل الفائدة المتغيرة:** قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة. ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي LIBOR.

---

[69] – محمد مطر، فايز تميم، **إدارة المحافظة الاستثمارية**، دار وائل للنشر، عمان،2005، ص:285.

[70] – نفس المرجع السابق، ص:235.

[71]–François VILLEROY, OP. CIT, P: 83.

[72] –محمد مطر، فايز تميم، **إدارة المحافظة الاستثمارية**، مرجع سابق ذكره، (ص، ص):(335،337).

✓ **التسوية:** تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي...) وتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا، لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت، فلو أن عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و15 سبتمبر مثلا، فان التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر.

✓ **قيمة عقد المبادلة:** هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة، ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.

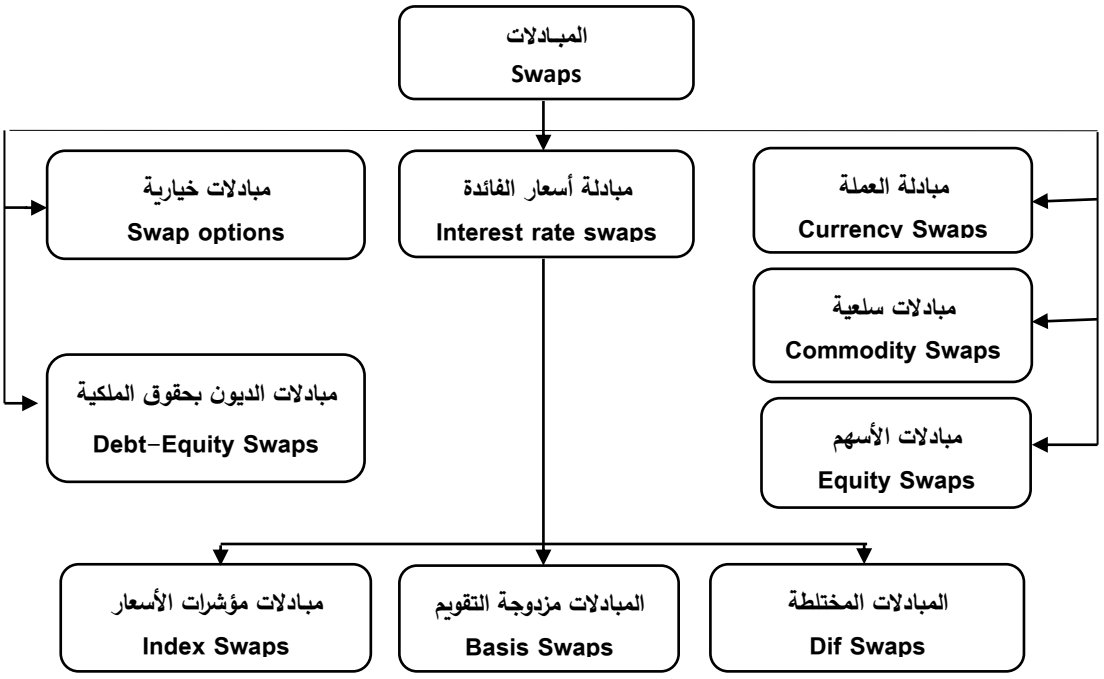
ب- عقود مبادلة العملات: تتمثل عملية المبادلات بين عمليتين معينتين في شراء إحداهما ولتكن العملة($)، وبيع الأخرى ولتكن(£)، على أساس السعر الفوري لكل منها، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الآجل)، والذي يتم تحديده وفقا للفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكلا العملتين. فمعظم عقود المبادلة الكبيرة تنشأ بين البنوك، مثلا إذا كان لدينا بنك (X) لديه فائض من الدولار وعليه التزامات استحقت عليه للتسديد بالجنيه الإسترليني، في حين البنك (Y) لديه فائض بالجنيه الإسترليني وعليه التزامات للتسديد بالدولار، فإنهما يقومان بعملية المبادلة للعملتين الدولار والجنيه الإسترليني، وعملية التبادل هذه لها ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما، فيحقق عقد المبادلة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف.[73]

تهدف عملية مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار الصرف، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجرى عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.[74]

[73] – ماهر كنج شكري ومروان عوض، **المالية الدولية: العملات المالية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 354.

[74] – محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**،الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 358.

الشكل(1-1): أسواق المبادلات Swaps.



المصدر: سمير رضوان عبد الحميد حسن، مرجع سابق ذكره، ص: 235.

2- المشتقات المالية المركبة

هناك أنواع أخرى من المشتقات تمثل تركيبا لنوعين أو أكثر من المشتقات الأساسية وهو ما يطلق عليه مشتقات المشتقات، وجميعها تهدف إلى تلبية احتياجات المستثمرين، وتوفير قدر أكبر من الحماية من المخاطر ومن هذه الأنواع نذكر:

2-1-الخيار المستقبلي(Future Option): وهو عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر محدد، في تاريخ مستقبلي محدد، وعليه فإن هذا العقد سيتضمن توليفات مختلفة، مثل شراء خيار عقد مستقبلي أو شراء خيار بيع عقد مستقبلي، أو بيع خيار شراء عقد مستقبلي، أو بيع خيار بيع عقد مستقبلي، ويتضمن هذا العقد أيضا دفع علاوة معينة لمحرره من طرف مشتري العقد، الذي سيكون له الحق في التنفيذ من عدمه وفق تحرك السعار في السوق، وبذلك فهو يتجنب إمكانية تحقيق الخسارة الناتجة عن دخوله في عقد مستقبلي بصورة مباشرة إذا ما تحركت الأسعار في غير صالحه، أي إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.[75]

[75] – هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص:100.

2-2- خيار العقد الآجل(Forward Option): وهو خيار شراء أو بيع عقد آجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وهو شبيه تماما بعقد الخيار المستقبلي، إلا من ناحية التنميط التي تتميز بها العقود المستقبلية، ويتم المتاجرة بهذا العقد في الأسواق الموازية[76].

2-3- المبادلة الاختيارية(Swap Option): وهي خيار الدخول في مبادلة معينة في تاريخ مستقبلي، وبالتالي فهي تجمع بين خصائص كل من عقد المبادلة وعقد الخيار.[77]

2-4- السقوف (Caps)[78]: وهي إلزام تعاقدي بين طرفين هما بائع ومشتري العقد، حيث يوافق بموجبه البائع مقابل علاوة سقف معين(Up-Front-Premium) على إعادة أي مبالغ إلى المشتري والتي تفوق تكلفة الفائدة المتفق عليها بسعر محدد، وتتيح السقوف للمتعاملين الوقاية من مخاطر ارتفاع تكلفة أسعار الفائدة لمدة مستقبلية، وذلك عن طريق التخطيط مسبقا طيلة مدة نفاذ العقد، لتثبيت الحدود القصوى لتكلفة أسعار الفائدة المستقبلية، وفي الوقت نفسه فإنه يمكن لمشتري السقف الاستفادة من انخفاض تكلفة الفائدة في حالة أسعار الفائدة المنخفضة، في أي من التواريخ المحددة في العقد. وتتراوح قيمة العلاوة لمحرر السقف ما بين 5 % و10 % من قيمة التدفقات النقدية الناتجة عن التعاقد.

2-5- القواعد أو الأرضيات(Floors): وهو معكوس السقف، إذ أن بائع القاعدة يتسلم علاوة محددة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروقات بين أسعار الفائدة الفعلية والأسعار المتفق عليها، إذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوى معين. وتؤمّن هذه العقود الحماية من مخاطر انخفاض العوائد الناتجة عن انخفاض أسعار الفائدة المستقبلية، وذلك عن طريق التخطيط طيلة مدة سريان العقد، لتثبيت الحدود الدنيا للعائد، وفي الوقت نفسه إمكانية الاستفادة من تعظيم العائد في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في مدة العقد. وتتراوح قيمة العلاوة المدفوعة لمحرر العقد ما بين 5 % و10 % من قيمة التدفقات النقدية الناتجة عن التعاقد[79].

2-6- السقف والقاعدة(Collar): وهي مزيج بين السقوف والقواعد، يتم من خلالها تحديد حدود عليا ودنيا للخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار الفائدة، أو هي عملية شراء للسقف المتزامن مع بيع للقاعدة. فالعلاوة المقبوضة مقابل بيع قاعدة تقابل لدرجة-أكثر أو اقل- تكلفة سقف. وتعتمد هذه العملية على

---

[76] – نفس المرجع السابق، ص:100.

[77] – محمد خميستي بن رجم، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، جامعة فرحات عباس، سطيف،20-2009/10/21.

[78] – هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص:100.

[79] – هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص:100.

الأسعار المتفق عليها للنوعين من المكونات. فإذا كانت تكلفة السقف مساوية للتحصيلات النقدية من القاعدة فإنه لا توجد هناك علاوة، وتسمى الأداة حينها بقاعدة السقف ذي التكلفة الصفرية(Zero Cost Collar)[80].

ثانيا- الأدوات المالية المشتقة الحديثة

1- مشتقات رأس المال المخاطر (Derivatives of Risk Capital):

وتعد هذه المنتجات أحد الأنواع الجديدة للمشتقات التي ترتبط بشراء المنشآت، حيث يتم من خلالها الدخول في شراء منشآت تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، ووفقا لهذا النوع من المشتقات يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء المنشآت الأصلي الذي يقوم بمعالجتها، حيث يكون الارتباط التعاقدي ما بين مشتري المشتقات ومشتري المنشأة المخاطر يحقق نوعا من الحوافز على تحسين الأداء العملياتي والتسويقي للمنشأة المتعثرة، ويحولها لمنشأة ناجحة. [81]

2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

وتضم السندات القابلة للاستبدال والسندات التي تعطي الحق في شراء أسهم[82].

3- أسهم المؤشرات:

استجابة للدعوة للمزيد من الابتكار والكفاءة لأدوات الاستثمار، فتح سوق نازداك أبوابه لقيد ما يسمى بأسهم المؤشرات (Index Shares)، وذلك في محاولة تحقيق أحد أهم أهداف المستثمرين وهو تخفيض مستوى المخاطر التي يتعرض لها عائد استثماراتهم، فأسهم المؤشرات هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات السوق. [83]

وكان أول سهم مؤشرات تم قيده في سوق نازداك هو مؤشر (NASDAQ-100 INDEX100)، وذلك في 10 مارس 1999، بعد ذلك سمح السوق بقيد أدوات مالية لمؤشرات أخرى مثل سهم مؤشر **ستاندر أند بور** 400، وسهم مؤشر **داو جنز (Dow Jons)**.

---

[80] – نفس المرجع السابق، ص:100.

[81] – هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص: 103.

[82] – منير هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، مرجع سابق ذكره، ص:250.

[83] –منير هندي، مرجع سابق ذكره، ص: 351.

المبحث الثاني: الأسواق المالية وعمليات التداول

إن وجود سوق المال يعتبر أداة مهمة لتوفير وتقديم الأموال للأنشطة المختلفة، من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة. حيث يتم تطوير سوق المال من أجل زيادة فعالية الوظائف التي يقوم بها من خلال جانب العرض، بتشجيع إنشاء مؤسسات الأموال وخلق أدوات جديدة ، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير الظروف السياسية والاقتصادية الملائمة، ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد، وتوفير المعلومات المختلفة والكافية عن قطاعات الأعمال ونشاطها.

تعتبر البورصة المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك مفهوم يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

هذا يعني أن سوق المال يتكون من شقين هما سوق رأس المال وسوق النقد ووسطاء يقومون بعمليات التداول.

المطلب الأول: الأسواق المالية ووظائفها

أولا- تعريف الأسواق المالية

لقد تعددت تعريفات الأسواق المالية والتي من أهمها:

تعريف1: إن السوق المالي يقوم بدور هام في النشاط الاقتصادي، ويتمثل الدور الأساسي للسوق المالي في العمليات التي يتم من خلالها تمويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وهم المشترون للأصول المالية إلى الوحدات الاقتصادية التي تصدر وتبيع أصول مالية ولها القدرة على استعمال الأموال بكفاءة، في النشاط الاقتصادي، ومن ثم زيادة الكفاءة الاقتصادية في المجتمع [84].

تعريف2: عادة ما يفهم من مصطلح سوق المال إذا أطلق بدون تحديد بأنه سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد".[85]

---

[84] – إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص: 50.

[85] – عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق ذكره، ص: 267.

تعريف3: تقوم جميع وحدات الجهاز المصرفي بدور الوساطة في سوق رأس المال، وتتعامل في هذه السوق بصفة دائمة تؤدي إلى الربط بين المدخرين والمنظمين، حيث يستطيع المدخرين استعمال فائض دخلهم النقدي بطريقة مجزية، كما يستطيع الآخرون الحصول على الأموال اللازمة لمباشرة نشاطهم الإنتاجي من إقامة المشروعات الجديدة، وعلى الرغم من أن السوق التي يتم فيها التعامل برؤوس الأموال تشكل وحدة واحدة متكاملة، لكن يمكن تقسيمها إلى قسمين منفصلين يتم في إحداهما التعامل في الأرصدة المالية قصيرة الأجل، ويطلق عليه سوق النقد، ويتم في الآخر التعامل في الأرصدة المالية طويلة الأجل ويطلق عليه السوق المالي[86].

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول أن السوق المالي هو ذلك القطاع المالي المسؤول عن تجميع المدخرات من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها إلى الاستثمار في القطاعات ذات العجز المالي وذلك لتحقيق الفائدة أو الربح لكل من أصحاب الفائض وأصحاب العجز والوسطاء بينهما.

ثانيا- مكونات الأسواق المالية

يشير سوق المال إلى الديناميكية التي تضمن تجميع المدخرات، وتقديم الأموال، للأنشطة الاقتصادية المختلفة، وذلك من خلال المؤسسات المالية التي يصنعها السوق، ويتكون السوق أساسا من سوق النقد والذي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال وهو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأدوات المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات[87].

1- أسواق النقد (Money Market):

وهو الشق الأول من سوق المال، ويتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأدوات، وتعتبر الأداة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال، سبق أن أقرضه بطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة الأدوات عن سنة، غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت، وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق، وذلك نظرا لضمان عملية السداد[88].

2- أسواق رأس المال (Capital Market):

أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

---

[86] – نبيل سروه محارب، **النقود والمؤسسات المصرفية**، الطبعة الأولى،مكتبة النهضة المصرفية، القاهرة، 1968، ص: 376.

[87] – جلال إبراهيم العبد، محمد الصالح الحناوي، **بورصة الأوراق المالية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص:23.

[88] – رسمية قرياقص، **أسواق المال(أسواق- رأس مال- المؤسسات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 11.

2-1- أسواق حاضرة (Spot cash market):

وهي أسواق تتعامل بأدوات مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات...)، وأحيانا يطلق عليه أسواق الأوراق المالية (Security market)، وهنا تنتقل ملكية الأدوات المالية للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الأداة أو جزءا منها، وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام، رغم ذلك تعتبر الصفقة فورية، أما إذا زاد على ثلاثة أيام فتعتبر صفقة آجلة[89].

والأسواق الحاضرة تتكون من نوعين من الأسواق، أسواق أولية وأسواق ثانوية.

2-1-1- السوق الأولية:

الأسواق الأولية هي أسواق الإصدارات الجديدة، التي يكون فيها الاتصال مباشرة بين المصدرون للأدوات المالية والمكتتبين الأوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، والترويج والتسويف لتلك الإصدارات (الأدوات مالية). وتغطية الاكتتابات في هذه الأدوات المالية يكون من خلال منشآت مالية مصرح لها كالبنوك مثلا.[90]

2-1-2- السوق الثانوية:

تعرف السوق الثانوية كذلك بسوق التداول، وتهتم هذه السوق بالتعامل في الأدوات المالية التي تم إصدارها من قبل. حيث تتكون السوق الثانوية من سوق منظمة وتسمى البورصة وسوق غير منظمة وتسمى بالسوق الموازية.

أ- **السوق المنظمة:** يطلق عليه بمصطلح بورصة الأدوات المالية، ويمكن تعريف البورصة بأنها مكان محدد يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال سماسرة، لتداول الأدوات المالية المسجلة في تلك الأسواق، كما أنها تعرف بسوق المال طويلة الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، اذ يتحدد فيها السعر وتحدد للصفقة الواحدة للسهم أو السند، مع سهولة نقلها أو سهولة الاتصال بين الأطرف المتعاملة مع الصفقة، وتدار هذه العمليات بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، وهذه السوق تسمى بالبورصة[91].

ب- السوق غير المنظمة (الموازية): ما دامت الأسواق المنظمة هي سوق العمليات التي تتم في إطار البورصة فمن الواضح إذن أن الأسواق غير المنظمة هي سوق العمليات التي تتم خارج نطاق

---

[89] – دريد كامل آل شبيب، **الإدارة المالية المعاصرة**، ط1، دار المسيرة للنسر والتوزيع، عمان، 2007، ص:156.

[90] –سعاد يحي، "**دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطورها– دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي(2008–2015)**"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018–2019، ص: 15.

[91] – سعاد يحي، مرجع سابق ذكره، ص: 36.

البورصة، وذلك من خلال بيوت السمسرة، لذلك لا يشترط لإتمام الصفقة مكان محدد، بل يكفي عقدها من خلال وسائل الاتصال الحديثة، المتمثلة بالكمبيوتر والهاتف بشكل رسمي.

ويكثر تداول السندات في هذه الأسواق، لذلك يقل تداول الأسهم في الغالب، بالإضافة إلى تداول الأدوات المالية التي يتم تداولها في البورصة، كما لا يتعدى التعامل بها بين الشركات الصغيرة، من هنا نجد عدم وجود آليات محددة لتحديد الأسعار، والتأثير على ارتفاعها أو انخفاضها، وهذا ما يفسر وجود السوق الثالث والرابع في سياق الحديث عن الأسواق الثانوية غير المنظمة.[92]

والسوق الموازية تشمل كلا من:

- ✓ **السوق الثالث:** ويتكون من الوسطاء وبيوت السمسرة لغير أعضاء السوق المنظمة، ولهم الحق في التعامل بالأدوات المالية المسجلة بتلك السوق، هؤلاء الوسطاء دائما على استعداد لشراء وبيع الأدوات وبأي كمية، وهم من المنافسين الأقوياء لأعضاء السوق المنظمة، ويتمثل جمهورهم في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق الضمان الاجتماعي والبنوك الاستثمارية، ويتميز هذا السوق بفرصة التفاوض حول العمولة، للوصول بها إلى الحد الأدنى باعتبار أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بدفع عمولة العضوية للسوق. [93]
- ✓ **السوق الرابع:** وهي السوق التي يتم التعامل فيها مباشرة بين المؤسسات الكبرى دون وساطة، بغرض تخفيض نفقات الصفقات الكبرى من رسوم العمولات وغيرها، في العادة تتم الصفقات في هذا السوق بطريقة أسرع وبأسعار مرضية للطرفين، كما قد تتم العملية بواسطة وسيط وذلك بتقديم عمولة زهيدة، أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته لهم. [94]

وخلاصة القول فكل من السوق الثالث والرابع هما جزء من السوق الثانوية، وكل هذه الأسواق السابقة الذكر تشكل أجزاء من سوق رأس المال حيث أن لكل سوق دور في التمويل الاقتصادي، كما له دور مهم في إدارة مخاطر الأسواق المالية داخل المنشآت الاقتصادية والمالية.

2-2- أسواق آجلة

الأسواق الآجلة هي أسواق تتم فيها التعاملات على مختلف الأصول بما في ذلك الأدوات المالية، السلع والعملات، غير أن تنفيذ العقد يكون في تاريخ لاحق، بمعنى آخر، هناك أجالا بين توقيع العقد

---

[92] – ناضم محمد نوري الشمري وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص:191.

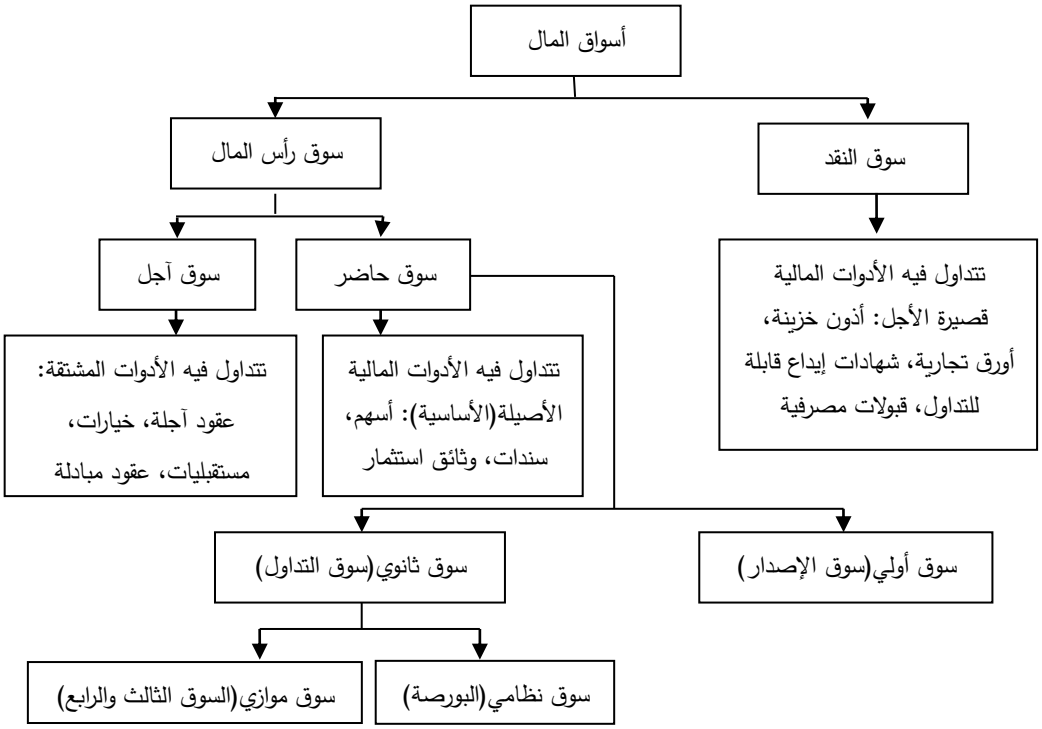
[93] – أزهري الطيب الفكي أحمد، **أسواق المال**، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص: 37.

[94] – نفس المرجع السابق، ص: 37.

وتاريخ التنفيذ، من بين هذه التعاملات–تم التطرق لهذه العقود في المبحث الأول– نذكر: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، الخيارات، والمبادلات[95].

والشكل التالي يوضح مكونات سوق المال.

الشكل(1–2): مكونات سوق المال.



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على مجموع المراجع المطلع عليها في هذه الدراسة.

ثالثا– المتدخلون في السوق المالي

يمكن تقسيم المتدخلين في السوق المالي إلى ثالثة أطراف رئيسية وهي:

1– عارضوا الأموال (أصحاب الفائض المالي):

يعتبر عارضوا الأموال هم مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد، المؤسسات، البنوك، شركات الاستثمار وشركات التأمين،والتي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتهاالاستهلاكية، فهي بذلك ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي سواء كان ذلك من خلال عمليات إقراض مباشرة، أو من خلال شراء الأدوات المالية. وينبغي الإشارة إلى أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيس للاستثمار، وذلك باعتبار أن فوائض المؤسسات سالفة الذكر ما هي إلا الفوائض المجمعة لمدخرات الأفراد فيها.وبصفة عامة فإن المستثمرين يختلفون عن بعضهم البعض من حيث

[95]– عبد الكريم قندوز، **الأسواق المالية– سلسلة كتيبات تعريفية**، العدد21، صندوق النقد الدولي، 2021، ص: 18.

الأهداف الاستثمارية التي تدفع كل منهم إلى الاستثمار في الأدوات المالية، إلا أن أهم الأهداف تكمن في رفع حجم العائد المتوقع وتخفيض درجة المخاطر المصاحبة لهذا العائد[96].

2- طالبوا الأموال (أصحاب العجز المالي):

طالبوا الأموال هم أولئك الذين لديهم نقص في السيولة، لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، ويمكن ذكر أبرز طالبي رؤوس الأموال في السوق الأولية من سوق الأدوات المالية كما يلي:

- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية- الدولة والهيئات التابعة لها- وذلك من خلال بيع سنداتها مباشرة في السوق الإصدار، وتتميز هذه الطريقة بالسهولة، بالإضافة إلى أنها تتيح للدولة بيع سنداتها في الغالب، كما أن الدولة لا تلجأ لبيع كل السندات المصدرة دفعة واحدة، بل البيع يكون على دفعات، وعلى نحو لا يزيد عن عرضها بشكل كبير حتى لا تنخفض قيمتها.

- مؤسسات القرض، وغالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية، وذلك من خلال إصدار سندات، لتقوم ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل الخزينة العمومية.

- المؤسسات الخاصة والمختلطة، حيث تقوم هذه الأخيرة بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم، لتوسيع نشاطها أو فتح فروع جديدة، بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.[97]

3- الوسطاء:

تتعدد أشكال وأنواع الوساطة المالية ما بين مصرفية وغير مصرفية وبين ما يأخذ منها شكل الوساطة التعاقدية أو الوساطة الاستثمارية، إلا أن ما يهم في هذه الجانب هو تناول الوساطة الاستثمارية، وهي التي ليس لها الحق في إصدار أو بيع أي أصول مالية للحصول على احتياجاتها من الأموال،اكتفاء بدورها كحلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة، والجهات المصدرة للأدوات المالية من جهة أخرى، وعادة ما يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا له بممارسة هذا الدور، بموجب قانون هيئة سوق المال وأنظمته وتعليماته، حيث لا تسمح التعليمات المنظمة لبورصة الأوراق المالية للمستثمر ببيع أو شراء الأدوات المالية بنفسه أو بشكل مباشر، الأمر الذي يستوجب اللجوء إلى وسيط معتمد، ومصرح له بالتعامل في الأدوات المالية داخل بورصة الأوراق المالية يطلق عليه سمسار البورصة. يمكن للوسيط أن يؤدي دوره كسمسار، بالإضافة أيضا إلى دور صانع

---

[96] - حسني علي خربوش وآخرون، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران، عمان، الأردن، 2010، ص: 21.

[97] - محمد براق، **أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية** العدد1، المجلد 36، جامعة الجزائر،1999، (ص،ص): (81-113).

السوق ودور المتعهد لتغطية إصدار معين، ويتوقف ذلك على الترخيص الممنوح له من هيئة سوق رأس المال (الهيئة المشرفة على إدارة السوق)، ويلاحظ في هذا الصدد أن الاتجاه الحديث هو الجمع في كثير من المؤسسات المالية للوساطة بين مجموعة هذه الأنشطة. ومن أهم وسطاء سوق الأوراق المالية نجد ما يلي:

✓ **السمسار**: هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأدوات المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه، مقابل عمولة محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة.

✓ **صانع السوق:** يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق، وذلك بقيامه ببيع وشراء الأدوات المالية بعد الترخيص من لجنة البورصة، حيث يحق له أن يعمل لصالح عملائه أو لصالحه. ولصانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق واستمراريته، فهو مشتريا عندما يكون السمسار بائعا، ويكون بائعا عندما يكون السمسار مشتريا، ويترتب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.[98]

رابعا– وظائف السوق المالي

من أهم وظائف السوق المالي نذكر ما يلي[99]:

– تشجيع الادخار، والمحافظة على الثروة وتنميتها، حيث تشجع الأسواق المالية الأفراد والشركات على الادخار، وذلك عن طريق تسهيل تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في أدوات مالية، سواء كانت أسهم أو سندات أو غيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية، للحصول على مردود مالي معتبر، محدد حسب المخاطر المحتملة، حيث تعتبر الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق المالية وسيلة مهمة من وسائل حفظ القوة الشرائية حتى موعد الاستحقاق أو حتى موعد بيعها، بحيث لا تستهلك ولا تتآكل بمرور الزمن، بل أنها تنتج أرباحا وفوائدا، وعليه فإنها تساهم في تنمية الثروات والمحافظة عليها؛

– تسهيل الحصول على كل من الائتمان والسيولة، حيث أن الأسواق المالية تعتبر أداة هامة وفعالة لتحويل الأدوات المالية إلى سيولة جاهزة عند الطلب، حين تستدعي الضرورة لذلك، كما تتيح الأسواق المالية الحصول على الائتمان مقابل الوفاء به مستقبلا، لمن يطلبه ووفق شروط معينة.

---

[98] – شعبان محمد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية**، دارالفكر، سوريا،2002، ص: 58.

[99] – سميحة بن محياوي، "**دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية**"، أطروحة دكتوراه، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014–2015، ص: 15.

– تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية، فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة رؤوس الأموال، والتي تتوقف على معدلات الادخار وفرص الاستثمار، فالمشروعات الضخمة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لتأسيسها، والتي تحققها الأسواق المالية لما تمتاز به من قدرات على تسهيل تحويل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين.إضافة إلى أنها تقوم بتوزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية، إذ أنها تمثل همزة وصل بين الاستثمار في المشروعات وادخار الأفراد، وعليه فإنها تلعب دورا مهما في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية.

المطلب الثاني: عمليات التداول بالأدوات المالية

إن تداول الأدوات المالية يحتاج إلى إجراءات معينة حتى يتم ذلك بطريقة موفقة، من بين هذه الإجراءات معرفة أنواع الأوامر للقيام بها المتداول بمفرده أو بواسطة سمسار، وذلك عند دخوله للسوق المالي ومباشرة البيع والشراء.

أولا– أنواع الأوامر وخطوات إجراء عمليات التداول

أنواع الأوامر في السوق المالي عديدة ومختلفة لإتمام عمليات التداول للأدوات المالية، سنذكرها فيما يلي.

1– أنواع الأوامر المتاحة في السوق المالي

تتاح في السوق المالي أوامر عديدة نبينها كالتالي[100]:

1–1– أمر الشراء الفوري: أمر لشراء كمية محددة متوفرة بالسوق بأفضل سعر في السوق.

1–2– أمر البيع الفوري: أمر لبيع كمية معينة ومتوفرة بسعر السوق الأفضل.

1–3– أمر المطابقة: يستخدم لمطابقة ومقابلة أمر موجود في السوق سلفا.

1–4– أوامر السوق: وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا، وهنا يصدر المستثمر أمرا للسمسار لشراء أو بيع عددا محددا من الأدوات المالية فورا، وهنا يكون السمسار ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل سعر في حالة أمر شراء وأعلى سعر في حالة أمر بيع)في وقت صدور الأمر، وعلى هذا الأساس المستثمر يكون شبه متأكد من تنفيذ عملية البيع أو الشراء.عادة ما تتوفر مسبقا معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه.

[100] –https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf, (P–P):(8610) .2023/09/11 تاريخ الزيارة:

1-5-أوامر محددة: يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسمسار، فإذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء، فإن السمسار سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من سعر المحدد أو يتساوى معه.

وإذا كان الأمر خاص بالبيع، فإن السمسار سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه، أي المستثمر يحدد السعر الأدنى للشراء وفي حالة البيع يحدد السعر الأقصى.

1-6-أوامر الإيقاف: تعرف أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، وهنا يحدد المستثمر سعر الإيقاف، ففي حالة البيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار البيع والعكس إذا تعلق الأمر بالشراء فإن سعر الإيقاف يجب يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر.

وعليه يمكن النظر إلى أمر الإيقاف على أنه أمر سوق مشروط.

1-7- أوامر إيقاف محددة: في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين: سعر إيقاف، وسعر محدد، وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، وبالتالي يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر مشروط.

1-8- الأمر غير محدد للسعر: هو أمر لبيع أو شراء غير مُسَعَّرْ لتداول السهم حسب السعر السائد (سعر التنفيذ) في السوق، ويصبح أمراً محدداً للسعر حينما يتم احتساب السعر الأفضل.

1-9- الأمر ذو الكمية غير المعلنة: هو جزء من كمية الأمر الإجمالية التي تظهر على شاشات الوسطاء، ويعتبرون ذلك ضروريا عند وجود أوامر لكميات كبيرة حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة فقط، حسب الأسعار السائدة، دون التأثير على المستويات السعرية.

1-10- أمر التنفيذ الكامل فقط: هنا يجب تداول جميع كمية الأمر مرة واحدة.

1-11- أمر التنفيذ لكمية صغيرة كل مرة: يتم تداول الأمر بالكمية الصغرى المحددة، وبعد كل عملية تداول تتوفر كمية أخرى للتداول من جديد.

1-12- أمر الحد الأدنى للتنفيذ: وهي أقل كمية يتم تحديدها ليتم التنفيذ بها للأمر للمرة الأولى فقط.

وحسب مدة الصلاحية فتتعدد الأوامر كما يلي:

1-13- أمر اليوم الواحد:هو أمر يكون ساري المفعول حتى إغلاق السوق في يوم التداول الذي يتم فيه إدخال الأمر.

1-14- أمر ساري حتى أسبوع: وهو أمر يكون ساري المفعول حتى نهاية الأسبوع الجاري.

1-15-أمر ساري حتى شهر: وهو أمر يكون ساري المفعول حتى نهاية الشهر.

1-16-أمر ساري حتى نهاية تاريخ معين: وهو أمر يكون ساري المفعول حتى إغلاق السوق بتاريخ التداول المحدد ولا يتجاوز ذلك الأمر مدة 20 يوما.

1-17- أمر تنفيذ أو إلغاء فوري:وهو أمر يجب تنفيذه بأكمله أو جزئيا حينما يدخل السوق، وإذا لم يتم التنفيذ للصفقة مباشرة فإن الأمر يلغى تلقائيا.

1-18-خطوات إجراء عمليات التداول

عند إجراء عمليات التداول داخل السوق المالي يجب إتباع خطوات متسلسلة لإتمام ذلك، وفق الضوابط المنظمة للسوق.

2-1- عمليات شراء وبيع الأوراق المالية:

عندما يتم بيع أو شراء أداة مالية، يتم إشراك عدد من الأطراف، وعلى الرغم من أنه يمكن أن يتم التبادل بصورة مباشرة بين مستثمرين اثنين، إلا أن العملية المعتادة تستخدم الخدمات المقدمة من السماسرة.

فيتوجب على المستثمر شخصيا أو الوكيل، عند رغبته الدخول لسوق الأوراق المالية القيام بالخطوات التالية[101]:

- **الخطوة الأولى:** فتح حساب استثمار لدى أحد الوسطاء المصرح لهم بمزاولة أعمال الأدوات المالية في السوق المالية.

- **الخطوة الثانية:**القيام بالتحليل الفني والأساسي للأدوات المالية التي يريد الاستثمار فيها، وذلك قبل بدأ التداول.

- **الخطوة الثالثة:** بعد التأكد من الأدوات المالية المختارة، يمكن تعبئة النموذج المحدد، عند رغبة المستثمر في شراء أو بيع أداه مالية معينة، لدى الوسيط الذي يتعامل معه، وقد يقدم بعض الوسطاء خدمة الشراء أو البيع عن طريق الإنترنت أو بواسطة الهاتف، دون الحاجة لحضور المستثمر.

- **الخطوة الرابعة:** تحديد نوع الأمر شراء كان أو بيعا، فعند تعبئة النموذج على المستثمر اختيار الأمر المناسب.

- **الخطوة الخامسة:** يقوم المستثمر بتحديد مدة لصلاحية الأمر.

[101]-https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf, P: 08. تاريخ الزيارة: 2023/09/11

2-2- تحديد أسعار الأوراق المالية

تداول الأدوات المالية يكون من طرف لأخر، ويتم التبادل على أساس السعر الذي يحدد من خلال الطلب والعرض على الأداة المالية.

2- 3- جدول الطلب والعرض والتفاعل بينهما

2- 3-1- جدول طلب الشراء: في وقت محدد يجتمع كل السماسرة الذين يحملون أوامر الشراء، حيث المستثمر يصدر أمر إلى السمسار حسب الأوامر التي تم توضيحها مسبقا، بشراء أداة مالية معينة، مع إبداء الرغبة في شراء كمية أكبر من هذه الأداة المالية في حالة انخفاض سعرها، بحيث يتم تجميع كل أوامر الشراء المقدمة للسماسرة، ومنه يمكن تحديد عدد الأدوات المالية التي يمكن شرائها عند كل مستوى معين من السعر.

2-3-2- جدول عرض البيع: يجتمع السماسرة الذين يحملون أوامر البيع، حيث المستثمر يصدر أمر للبيع كمية من أدوات مالية معينة، مع استعداده ببيع كمية أكبر، إذا ارتفع سعر البيع، ويتم تجميع أوامر البيع المقدمة للسماسرة، وبنفس الطريقة السابقة يتم تحديد عدد الأدوات المالية المعينة، والتي يمكن بيعها عند سعر معين.

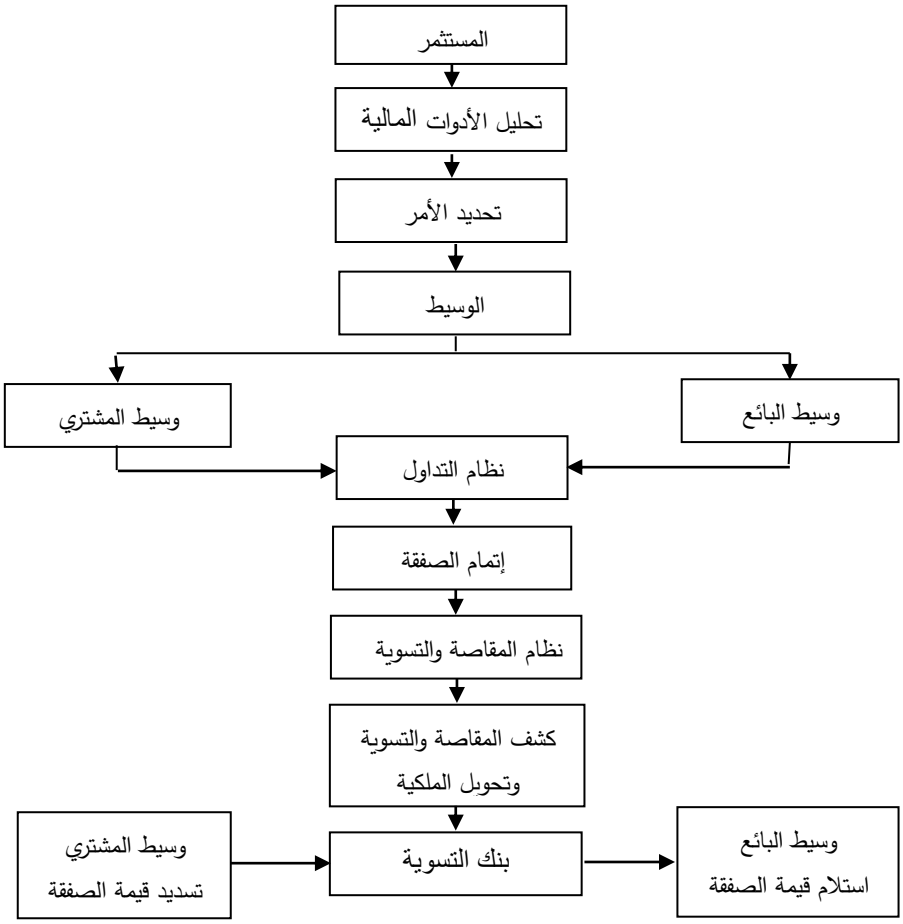
2-3-3- تفاعل بين جدول العرض وجدول الطلب:

يقوم أحد مسؤولي لبورصة بالإعلان على سعر معين، فيحاول السماسرة بإجراء العمليات عند ذلك السعر، فيقوم السماسرة الذين يحملون أوامر الشراء عند هذا السعر بالإعلان على عدد الأدوات المالية التي يرغبون في شرائها، ونفس الشيء يحدث عند السماسرة الذين يحملون أوامر البيع، حيث سيتم إنهاء بعض الصفقات بصورة مبدئية.

ولكن سيتم طلب عدد أكبر من الأدوات المالية عن العدد المعروض، فسيكون هناك من السماسرة من يطلب الشراء ولكن بدون أن يستجيب لهم البائعون.

هناك يتدخل مسؤول البورصة، بالإعلان عن سعر أعلى من السعر الذي أعلنه سابقا، بحيث جميع عمليات التداول يتم إلغاءها وسيتم تحديد حجم المشتريات والمبيعات من جديد، وعند انتهاء عملية التداول، نجد بعض السماسرة ينادونه بالبيع دون أن يوجد من هو على استعداد للشراء، وهنا يتدخل مسؤول البورصة مرة أخرى للتحديد السعر، وسيتم هذا التدخل إلى غاية وجود عدد قليل من السماسرة غير الراضين، وهنا يعتبر سعر نهائي.

الشكل(1-3): مخطط دورة التداول والتسوية.



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على مجموع المراجع المطلع عليها في هذه لدراسة.

ثانيا- كفاءة الأسواق المالية

حظيت فكرة كفاءة الأسواق المالية باهتمام كبير لدى المختصين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيتقرر سعر الأداة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأدوات المالية المتداولة المعلومات، اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور كبير في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوى.

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية

هناك عدة تعريفات لعدة علماء اقتصاد قدمت مفهوم الأسواق المالية بمنضورها المالي من بينها:

التعريف1: عرف ديلكوي (Delkaoui) السوق الكفء بأنه" السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأدوات المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها".

التعريف1: أما **فاما (Fama Eugene)** فعرف السوق الكفء بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن المنشأة أو الهيئة التي أصدرت الأداة المالية، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لأسعار الأدوات المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء المنشأة والقيمة السوقية لأدواتها المالية. وتضمن مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة، بعد قيام المستثمرون بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.

تعريف 3: عرف مثنى عبد الإله ناصر السوق الكفء بأنه " السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين، بشأن المكاسب المستقبلية، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليله الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية، ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة وغير مبالغ فيها. [102]

وانطلاقا مما سبق فإن المقصود بالكفاءة في سوق الأدوات المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأدوات المالية، للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين والقيمة الحقيقية والقيمة السوقية للأداة المالية، أي الوصول للقيمة العادلة، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء المنشأة المصدرة للأدوات المالية المتداولة في السوق، وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق؛
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة، المالية وغير المالية، المتعلقة بالمنشآت المتداول أدواتها في السوق؛

[102]–يوسف مسعداوي، **كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة**، العدد 42، العراق، 2014، (ص، ص): (115، 144).

- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة، وبأقل تكلفة، إلى كافة المتعاملين في السوق، وفي وقت واحد. وعليه حتى يمكن القول بأن السوق المالي يؤدي دوره، يجب أن يتصف هذا السوق بالكفاءة، بحيث تعكس أسعار الأدوات المالية جميع المعلومات المتاحة،وبحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي. [103]

2-أنواع كفاءة الأسواق المالية

هناك نوعين من الكفاءة للسوق المالي هما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

2-1 - الكفاءة الكاملة:

يقصد بهذا النوع من الكفاءة بأنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السوق، حيث يؤدي إلى التغيير الفوري في السعر، فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.

حيث أن مفهوم كفاءة السوق تؤكد مفهوم للسوق الكاملة وشروطه، والتي تتمثل في:

- لا توجد أي قيود على التعامل؛
- هناك عدد كبير من المستثمرين؛
- المعلومات متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف؛
- كل المستثمرين يتصفون بالرشادة في التأثير على الأسعار وتعظيم المنفعة. [104]

2-2- الكفاءة الاقتصادية:

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأدوات المالية، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا نتيجة الفارق في السعر. وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي غالبية المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

---

[103]-يوسف مسعداوي، **كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة**، العدد 42، العراق، 2014، (ص، ص): (115، 144).

[104] - خضير عقبة، رضا زهواني، **اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2013-2017)، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة**، العدد01، المجلد 02، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2019، (ص، ص): (100-115).

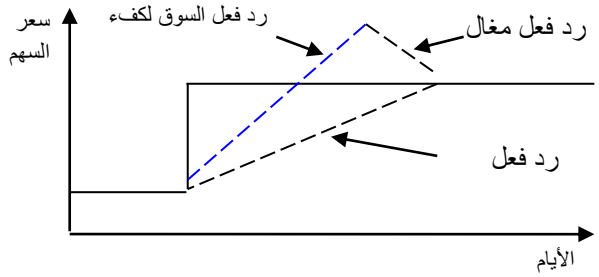
والشكلين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية، حيث يوضح الشكل (1-4) والشكل (1-5) سلوك السعر في ظل السوق الكفء وغير الكفء بناء على المعلومات الواردة إلى السوق:

- ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر الأداة المالية بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية الأداة المالية وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية (الشكل (1-4)).

- أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلبا على سعر الأداة المالية بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية، فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباحا، فيتصف السوق في هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق (الشكل (1-5)).

- أما في حالة الاستجابة المغال فيها فيقصد بها بلوغ سعر الأداة المالية مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات، مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته، ومن ثم يتعدل بعد ذلك تدريجيا، (أنظر الشكلين (1-4) و(1-5)). [105]

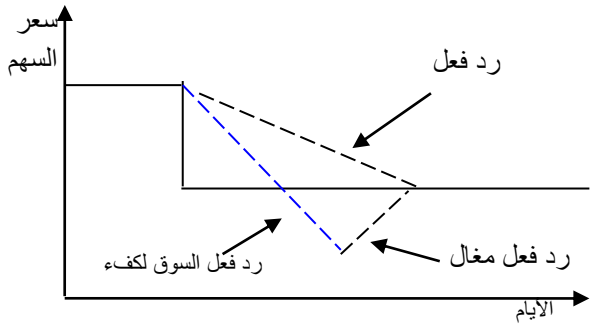
الشكل (1-4): رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة (ارتفاع الأسعار).



المصدر: مفتاح صالح ومعارفي فريدة، "**متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**"، **مجلة الباحث**، المجلد 7،العدد 7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، (ص، ص): (181،194).

[105] - مفتاح صالح،معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوقا لأوراق المالية – دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءة، مجلة الباحث**، العدد 7، المجلد7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، (ص، ص): (181- 194).

الشكل (1-5): رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة(انخفاض الأسعار).



المصدر: مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (181،194).

3- الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للأداة المالية من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأداة من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأدوات المالية محل التداول في السوق المالي:

3-1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها المعلومات التاريخية على أسعار الأدوات المالية في السوق، بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر الأداة المالية وعلى حجم التعاملات التي حدثت في الماضي، لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية للأسعار، وهذا ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية، أي أنه توجد حركة متتالية، مستقلة وعشوائية لتغيرات الأسعار لعدم وجود ارتباط بينهم.[106]

3-2- الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق:

يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأداة المالية لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأدوات المالية، بل تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف المنشأة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأدوات المالية لما يتاح من تلك المعلومات، حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير

[106] – أيت عكاش سمير، بداوي مصطفى، **دعم كفاءة السوق المالي من مدخل تعزيز الإفصاح المالي- السوق السعودي نموذجا، مجلة الإبداع**، العدد 01، المجلد12، جامعة البليدة، 2022، (ص، ص): (147-163).

أنه إذا أدرك المستثمر ومنذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر الأداة المالية في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباحا غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين[107].

3-3- الصيغة القوية لكفاءة السوق

وفقاً لهذه الصيغة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة (العامة والسرية)، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت المعلومات متعلقة بالفترات السابقة أو الجارية أو التنبؤات التي تستند إلى تلك المعلومات التي تعبر عن الشؤون الاقتصادية الدولية أو المحلية.

ينشغل السوق الكفء أساسا بأسعار الأدوات المالية التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وأنه هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح. [108]

4- متطلبات كفاءة السوق المالي

لتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة السوق المالي، هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وهو ما سيسرد في العناصر القادمة.

4-1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأدوات المالية مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة. والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية. ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تكون بدون قيمة بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

---

[107] – مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (181-194).

[108] – علي صلاح الدين، شذى عبد الحسين، **كفاءة سوق الأوراق المالية وفق الشكل الضعيف للكفاءة / دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية (قطاع الصناعة)، مجلة العلوم المالية والمحاسبية**، العدد 3، المجلد 1، وزارة المالية، العراق،(ص، ص): (49،70).

4-2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين – صناع السوق– فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، فلكي تكون قيمة الأداة المالية عاكسة للمعلومات الواردة، ينبغي أن تكون تكاليف الحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها ضئيلا، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الأداة، لأنه لو كانت تكاليف المعلومات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف. [109]

وبالنظر إلى واقع الأسواق المعاصرة نجد أن أكبر الأسواق المالية العالمية كسوق نيويورك وسوق طوكيو تسودها أكبر وأقدم المحتكرات وأشدها انغلاقا، إلى درجة أن مقعد السمسار في إحدى الأسواق يكلف مئات الآلاف من الدولارات، وهذا ما يدعو إلى الاعتقاد أن دخول تلك الأسواق لا يتسنى إلا لعدد محدود من السماسرة، مما يجعل تكلفة التبادل في تلك الأسواق مرتفعة، وتتجاوز الحد الأدنى المطلوب، وهكذا فإن هذه الأسواق المالية المعاصرة لا يتحقق لها الكفاءة التشغيلية. [110]

5- خصائص كفاءة السوق المالي

تتسم السوق الكفؤة بالخصائص التالية[111]:

5-1- السيولة: تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة.

5-2- استمرارية السعر: تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة وتعني أن أسعار الأدوات المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.

5-3- عمق السوق: السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين(أوامر البيع) والمشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية.

---

[109] – بن لخضر مسعودة، **اختبار كفاءة بورصة ابوظبي للأوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصح عنها، مجلة آفاق علمية**، العدد03، المجلد11، جامعة تامنغست، الجزائر، 2019، (ص، ص): (745-764).

[110] – بن لخضر مسعودة، **مرجع سابق ذكره**، (ص، ص): (745-764).

[111] – عبد القادر روتال، هشام دغموم، **دور الإفصاح المحاسبي في تحقيق مبدأ الكفاءة في سوق الأوراق المالية، مجلة البديل الاقتصادي**، العدد 02، المجلد7، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2020، الجزائر، (ص، ص): (68-83).

5-4- شمولية السوق: تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشترين في السوق ضئيلا، وكان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة.

5-5- حيوية السوق: عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تتزايد الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن ذلك يدل على حيوية السوق.

5-6- المعلومات (التسعير) : يعتبر توفر المعلومات عن الأدوات المالية، ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين، وفي آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالي.

5-7- انخفاض تكاليف التداول: لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأدوات المالية بسرعة وبتكلفة معقولة.

من خلال ما سبق نستنتج أن سوق المالي لكي يتصف بالكفاءة يجب توفر شروط معينة، كسيولة الأموال الموجودة في السوق، وأن يكون السعر مستمرا في التغير، وأن يكون السوق عميقا، شاملا وحيويا.

المبحث الثالث: تحليل وتقييم الأدوات المالية ومؤشرات السوق المالي

من ضمن أولى خطوات التداول بالأدوات المالية في السوق المالي هو تحليل وتقييم هذه الأدوات، لتعظيم العائد وتقليل الخسائر، وذلك باستغلال مؤشرات السوق، لتحديد السعر المطلوب بيعا أو شراء.

المطلب الأول: تحليل وتقييم الأدوات المالية

أولا- تحليل الأدوات المالية

يستخدم المستثمرون أكثر من طريقة لاختيار الأدوات المالية، فبخلاف الاختيار العشوائي، يوجد أسلوبين أساسيين لتحليل الأدوات المالية وهما: أسلوب التحليل الفني وأسلوب التحليل الأساسي.

1- لتحليل الفني للأدوات المالية

التحليل الفني هو أحد الأساليب التي يستخدمها المحللون الماليون للتنبؤ باتجاه أسعار الأدوات المالية المتداولة في السوق، والمراد الاستثمار فيها.

1-1- تعريف التحليل الفني:

أُعطيت للتحليل الفني عدة تعريفات أهمها:

التعريف 1: التحليل الفني هو تتبع حركة أسعار الأدوات المالية في الماضي، على أمل صياغة نمط تلك الحركة، وبالتالي يساهم في اختيار التوقيت المناسب للاستثمار في هذه الأدوات.[112]

التعريف 2: التحليل الفني هو دراسة حركة السوق من خلال استخدام الرسوم البيانية(تاريخ، سعر وحجم التداول) بشكل أساسي، لأداة مالية أو عدة أدوات، وذلك بغرض التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية.[113]

1-2 - أدوات التحليل الفني:

قبل التطرق إلى أدوات التحليل الفني يجب علينا معرفة فروضه والتي صاغها **روبيرت ليفي (Robert livie)** سنة 1966 وهي:

- تحدد القيمة السوقية لأية أداة مالية على أساس تفاعل قوى العرض والطلب، وبالتالي أصبحت الأداة المالية شأنها شأن أي سلعة مادية أخرى تتحد على أساس قوانين السوق. وتتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة مثل المعلومات المالية الخاصة بالأداة المالية، والتي تنعكس آثارها على سلوك المستثمر بالسوق، وأخرى غير رشيدة كالآراء والتخمينات، ويقوم السوق في هذه الحالة بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي.
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأدوات المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ويستمر ذلك لفترة طويلة.
- يؤدي التغيير في العلاقة بين العرض والطلب على تغيير اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيير أجلاً في السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.[114]

وللتحليل الفني أدوات عدة يستخدمها بعض الفنيين أو ما يطلق عليهم براسمي الخرائط، في اعتقادهم أن حركة التغير في سعر الأداة المالية عادة ما تأخذ نمطاً مميزاً، يمكن من خلاله التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل، حيث قسّموا هذه الخرائط إلى ثلاث هي:

خريطة القوة النسبية، خريطة المتوسط المتحرك وخريطة الأعمدة.

---

[112]- بهلول نور الدين، "**الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية (حالةالجزائر)**"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2006/2005، ص :65.

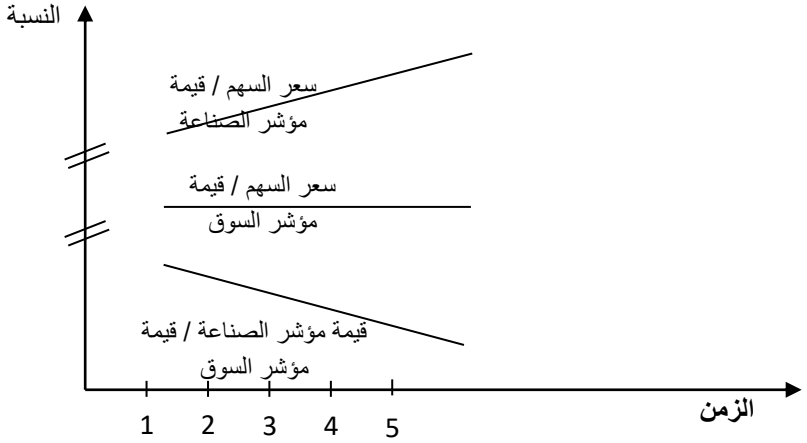
113-Robert Edwards ،**Technical Analysis of stock trend**, byTaylor& Francis group, London, 2007, P: 04.

114- نور الدين بهلول، مرجع سابق ذكره، ص: 65.

1-2-1- خريطة القوة النسبية:

تقاس القوة النسبية لسعر الأداة المالية بحساب معدل العائد على الاستثمار في كل أداة، ثم تصنف تلك الأدوات المالية إلى مجموعات، وبالتالي الأدوات المالية التي تمتاز بمعدل عائد ضعيف ستتسم بقوة نسبية ضعيفة.[115] والشكل التالي يبين القوة النسبية لأداة مالية:

الشكل (1-6): رسم بياني يوضح القوة النسبية لأداة مالية.



المصدر: منير إبراهيم الهنيدي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**،الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 216.

من خلال الشكل، نجد أن سعر السهم لمؤسسة معينة كان في ارتفاع بمعدل أسرع من متوسط ارتفاع أسعار السهم في الصناعة التي تنتمي إليها، وأيضاً بالنسبة لمتوسط أسعار السوق، وهذا ما يطلق عليه بالقوة النسبية للسهم والتي تعني ارتفاع أسعار الأسهم بمعدل أعلى عندما يكون السوق في هبوط.

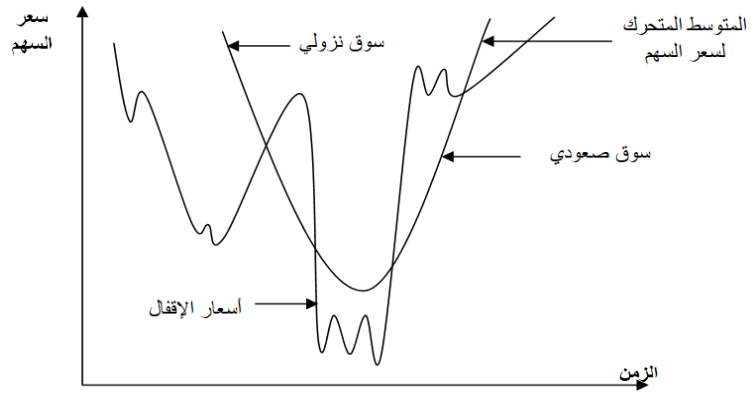
حيث يقوم المحللون بوضع خرائط مماثلة للشكل الموضح لأسهم أخرى داخل مؤسسات أخرى وصناعات مختلفة، وذلك من خلال فترة زمنية محددة، وبالتالي يختار الأسهم التي لها قوة نسبية مميزة، وهذه المعلومة لها أهمية كبيرة في مجال اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

1-2-2- خريطة المتوسط المتحرك:

يوضح الشكل التالي خريطة المتوسط المتحرك، وذلك لأسعار الإقفال الأسبوعي للسهم.

115- منير إبراهيم الهنيدي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق ذكره، ص: 216.

الشكل(1-7): رسم بياني يوضح خريطة المتوسط المتحرك.



المصدر: منير إبراهيم الهنيدي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**،مرجع سابق الذكر، ص: 149.

من خلال الشكل السابق، نجد وضوح العلاقة بين أسعار الأسهم والمتوسط المتحرك لسعر السهم، حيث أنه عندما يكون الاتجاه نزولي والمتوسط المتحرك أكبر من أسعار السهم فإن ذلك يدعو إلى اتخاذ قرار البيع، وعلى العكس من ذلك، فإنه إذا كان الاتجاه صعودي وأسعار الأسهم أكبر من المتوسط المتحرك فإن ذلك يدعو إلى اتخاذ قرار الشراء.[116]

ويمكن حساب المتوسط المتحرك كالتالي:

نفرض أن المدة هي 48 شهراً، في هذه الحالة يتم حساب مجموع أسعار الإقفال لـ 48 شهراً، ثم قسمته على 48 للحصول على المتوسط، وفي الشهر الثاني يضاف المتوسط للسلسلة، بينما يستبعد سعر الإقفال للشهر الأول، وبالتالي نحافظ على 48 متغيراً والتي تمثل متوسطات متحركة.

1-2-3- خريطة الأعمدة:

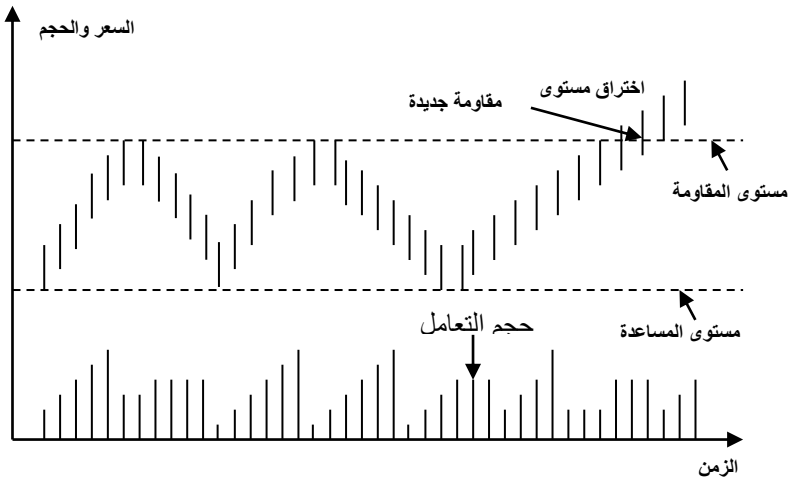
وتنقسم خريطة الأعمدة إلى قسيمين، خريطة المستويات المساعدة والمقاومة وخريطة الرأس والأكتاف.

أ- خريطة المستويات المساعدة والمقاومة: بالنسبة للمستثمرين، فإن قرار البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، أما توقيت الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة[117]، والذي يوضحه الشكل التالي:

116- منير إبراهيم الهنيدي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، دار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 149.

117 - منير إبراهيم هنيدي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص:450.

الشكل(1-8): خريطة المستويات المساعدة والمقاومة.



المصدر: منير إبراهيم هنيدي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص:450.

ب-خريطة الرأس والأكتاف[118]: تنقسم خريطة الرأس والأكتاف إلى ثلاث أجزاء، الرأس، الكتف الأيمن والكتف الأيسر حيث:

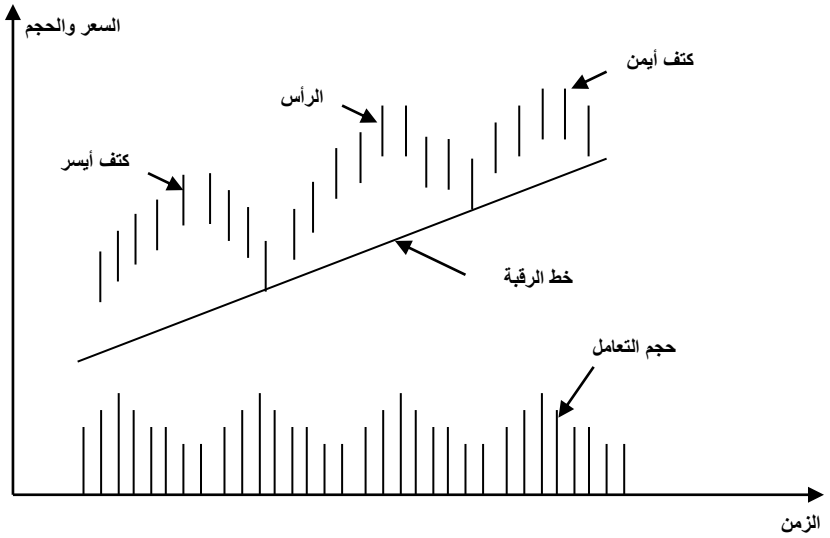
- ارتفاع في مستوى الأسعار يترجمه ارتفاع في حجم الصفقات حتى مستوى معين، ثم يتبعه انخفاض في حجم الصفقات، يؤدي ذلك الانخفاض إلى تراجع مستوى الأسعار ويتكون بذلك ما يسمى **بالكتف الأيسر**.

- ارتفاع مضطرب مرة أخرى في مستوى الأسعار، لكن بدرجة أكبر من الأولى، نتيجة لزيادة حجم التداول وذلك للوصول إلى مستوى معين، ثم يتبعه بعد ذلك انخفاض في مستوى الأسعار نتيجة انخفاض حجم التداول، ويتكون بذلك ما يعرف **بالرأس**.

- زيادة في مستوى الأسعار، لكن بمعدل أقل من الزيادة السابقة إلى مستوى معين، ثم ينخفض لتشكل ما يسمى **بالكتف الأيمن**.

[118]- نفس المرجع السابق، ص: 450.

شكل(1-9): رسم بياني يوضح خريطة الرأس والأكتاف.



المصدر: منير إبراهيم هنيدي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص:450.

2- التحليل الأساسي للأدوات المالية

2-1- تعريف التحليل الأساسي

هناك عدة تعريفات للتحليل الأساسي أبرزها ما يلي:

التعريف 1: التحليل الأساسي هو التحليل الذي يقوم بدراسة الحالة الاقتصادية عامة، وحالة القطاع بشكل خاص من ناحية، وظروف المنشأة المراد الاستثمار فيها من ناحية أخرى، وهذا للوصول إلى القيمة العادلة التي تقارب السعر الحقيقي لأداة مالية تخص هذه المنشأة، ومقارنتها بسعر السوق. إذا كان السعر السوقي أقل من القيمة العادلة فإنه يستثمر في هذه الأداة، وإذا كان العكس فإنه يتجنب الاستثمار فيها.[119]

التعريف 2: التحليل الأساسي هو تحليل يهتم بدراسة القوائم المالية(الميزانية، قائمة الدخل...إلخ) ومقارنة النتائج الحالية بالفترات السابقة، ويحلل توجيهات الإدارة وسياساتها المختلفة، في ظل متغيرات السوق التي تؤثر على نشاط المنشأة، وكذا توقعات نتائج الأعمال في المستقبل القريب والبعيد، بغرض حساب السعر العادل للأداة المالية التي تخص هذه المنشأة والمراد تداولها. [120]

التعريف 3: التحليل الأساسي وهو التحليل الذي يركز على الظروف الاقتصادية العامة كالناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات وظروف الصناعة مثل (دورة حياة المنتج، اتجاهات

[119]- عمار بن مالك، "**المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية**"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص:53.

[120] – عبد المجيد المهيلمي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، ط5، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص:37.

الصناعة المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية)، وظروف المنشأة من خلال العوامل المتعلقة بها،مثل (القوائم المالية، تقارير مجلس الإدارة، تقرير مراقب الحسابات والملاحظات). ويهدف التحليل الأساسي إلى تقييم العوائد والمخاطرة لأجل اتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض، وكذا تحديد الأداة المالية المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر،على افتراض أن سوق رأس المال كفء على الأقل في شكله الضعيف. كما يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار، وأهم الأدوات الرئيسة للتحليل الأساسي هي المؤشرات الاقتصادية العامة، دورة حياة الصناعة، التنبؤ بحالات النمو وتحليل ظروف المنافسة...إلخ.[121]

من خلال التعريفات السابقة، فإنه يمكننا تعريف التحليل الأساسي بأنه دراسة الملاءة المالية للمنشأة والظروف الخارجية التي تحيط بها، سواءً كانت هذه الظروف اقتصادية عامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، وذلك للتنبؤ بالأسعار العادلة للأدوات المالية التي تخص هذه المنشأة، والمراد تداولها في السوق المالي.

2-2- أدوات التحليل الأساسي:

يقوم المحللون بالتحليل الأساسي بهدف[122]:

- تقدير القيمة العادلة للأدوات المالية التي تخص المنشأة؛
- تقييم القوة الإرادية للمنشأة والعائد على الاستثمار في الأدوات المالية خاصتها.
- تقييم هيكل رأس مال المنشأة.
- تقييم مديونية المنشأة في الأجل القصير والطويل.
- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الأدوات المالية للمنشأة ومعدلات النمو المتوقعة.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر المنشأة.

ولتحقيق هذه الأهداف يستخدم المحللون الماليون مجموعة من الأدوات خاصة بالتحليل الأساسي وهي: قائمة الميزانية العمومية، قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية.

[121]- طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص:253.

[122] - سامي حطاب، عبد الرؤوف ربابعة، **التحليل المالي وتقييم الأسهم، هيئة الأوراق المالية والسلع دبي** ، مارس 2006، (ص، ص): (40، 41).

2-2-1- قائمة الميزانية المحاسبية:

الميزانية المحاسبية أو المركز المالي هي القائمة التاريخية التي تبين موجودات ومطلوبات المنشأة وحقوق المساهمين فيها في لحظة محددة من الزمن، كما تظهر الميزانية حجم الاستثمار وهيكل التمويل في المنشأة، بشكل يساعد المحلل المالي على الحكم على الأوضاع المالية لها.

وتنقسم الميزانية المحاسبية إلى جانبين متساويين، الأصول في جانب والخصوم في الجانب الآخر.

وفيما يلي المعادلات الرئيسة للميزانية المحاسبية:

الموجودات = المطلوبات + حقوق المساهمين.

الموجودات(أصول) = الموجودات المتداولة + الموجودات الثابتة + موجودات أخرى.

المطلوبات(خصوم) = المطلوبات المتداولة + مطلوبات طويلة الأجل + مطلوبات أخرى.

حقوق المساهمين = رأس المال + الاحتياطات والأرباح المحتجزة (الخسائر المتراكمة) + التغير في القيمة العادلة للموجودات أو الاستثمارات + الأرباح المقترح توزيعها – أسهم الخزينة.

بشكل آخر، فإن حقوق المساهمين والتي هي عبارة عن الأصول ناقصا منها الخصوم ، يعني ذلك أنه افتراض أن المنشأة قد توقفت عن أداء أعمالها في لحظة معينة، فإنه سيتحقق للمساهمين مقدارا يساوي الفرق بين الأصول والخصوم.[123]

وفي ما يلي نموذج لشكل الميزانية المحاسبية، يوضح البنود المختلفة المكونة لجانبي الأصول والخصوم.

جدول (1-3): الميزانية المحاسبية.

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
أصول غير جارية:		**رؤوس الأموال الخاصة:**	
– فرق الاقتناء– المنتج الايجابي أو السلبي		– رأس مال تم إصداره	
– تثبيتات معنوية		– رأس مال غير مستعان به	
– تثبيتات عينية		– علاوات واحتياطات– احتياطات مدمجة(1)	
– أراضي		– فوارق إعادة التقييم	
– مباني		– فارق المعادلة (1)	
– تثبيتات عينية أخرى		– رؤوس أموال خاصة أخرى	
– تثبيتات يجري انجازها		**حصة الشركة المدمجة(1)**	
– تثبيتات مالية		**حصة ذوي الأقلية(1)**	

[123] – سامي حطاب، عبد الرؤوف ربابعة، **التحليل المالي وتقييم الأسهم، هيئة الأوراق المالية والسلع دبي** ، مارس 2006، (ص، ص): (40، 41).

– سندات موضوعة موضع المعادلة – مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها – سندات أخرى مثبتة – قروض وأصول مالية غير جارية – ضرائب مؤجلة على الأصل		**المجموع**	
		الخصوم غير الجارية: – قروض وديون مالية – ضرائب (مؤجلة ومرصود لها) – ديون أخرى غير جارية – مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	
مجموع الأصول غير الجارية		**مجموع الخصوم غير الجارية(2)**	
أصول جارية: – مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ – حسابات دائنة واستخدامات مماثلة – الزبائن – المدينون الآخرون – الضرائب ومثيلاتها – الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية – الخزينة		**الخصوم الجارية:** – موردون وحسابات ملحقة – ضرائب أ– – ديون أخرى – خزينة سلبية	
مجموع الأصول الجارية		**مجموع الخصوم الجارية(3)**	
المجموع العام للأصول		**المجموع العام للخصوم**	
(1) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة			

المصدر: قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، الصادر بتاريخ 25 مارس 2009.

2-2-2- قائمة الدخل:

قائمة الدخل(جدول حسابات النتائج) هي قائمة مالية تبين الوضع المالي للمنشأة خلال فترة زمنية في الغالب تكون سنة مالية، وتبين هذه القائمة كافة الإيرادات التي حققتها هذه المنشأة والمصاريف التي تكبدتها خلال فترة زمنية معينة، وذلك للوصول إلى صافي الربح، بحيث يتم اقتطاع كافة التكاليف والمصاريف التي تكبدتها المنشأة خلال العام من الإيرادات المحققة من بيع السلع أو أداء الخدمة. [124]

جدول(1-4): قائمة الدخل(جدول حسابات النتائج).

البيان	المبلغ
رقم الإعمال كلفة المبيعات	
هامش الربح الإجمالي	
منتجات أخرى عملياتية التكاليف التجارية الأعباء الإدارية	

[124]– سامي حطاب، عبد الرؤوف ربايعة، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (45 ، 46).

أعباء أخرى عملياتية	
النتيجة العملياتية	
المنتجات المالية	
الأعباء المالية	
النتيجة العادية قبل الضريبة	
الضرائب الواجب دفعها الضرائب المؤجلة	
النتيجة الصافية للأنشطة العادية	
المنتجات غير العادية الأعباء غير العادية	
النتيجة الصافية للسنة المالية	
حصة الشركات موضع المعادلة في النتيجة الصافية	
النتيجة الصافية للمجموع المدمج(1)	
(1) لا تستعمل إلا للكشوف المالية المدمجة	

المصدر: قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، مرجع سابق ذكره.

2-2-3- قائمة التدفقات النقدية:

تعتبر قائمة التدفق النقدي من أهم القوائم المالية لأي منشأة، حيث تظهر هذه القائمة المبادلات النقدية التي تتم فيها بين المنشأة والعالم الخارجي خلال فترة زمنية معينة، وتظهر قائمة التدفقات النقدية التغيرات على مدى هذه الفترة، وليس المبالغ النقدية بذاتها كما هي بتاريخ إعداد البيانات الإعدادية، ويمكن تصنيف التدفقات النقدية إلى ثلاثة أقسام رئيسة، وذلك حسب النشاط على النحو التالي:

ب- تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية: وهي عبارة عن المدفوعات والمقبوضات النقدية للمنشأة خلال فترة معينة، وتعبر قائمة هذه التدفقات عن معدل النبض للمنشأة، فهي تظهر نتائج عمليات التشغيل، ومصادر السيولة وأوجه إنفاقها، مما يساعد المستثمرين على تحديد قوة المنشأة للاستثمار في أدواتها المالية. وكذلك تبين للدائنين السيولة المتاحة للمنشأة التي تمكنها من تأمين النفقات التشغيلية، وسداد ديونها.[125]

ت- تدفقات نقدية من الأنشطة الاستثمارية: وتمثل المتحصلات من بيع الاستثمارات في الأدوات المالية ومتحصلات القروض من الغير، والمتحصلات من بيع أي ممتلكات أخرى، ما عدا

[125] - علي عبسى وآخرون، **أهمية مقاييس التدفقات التشغيلية في إدارة مخاطر السيولة لدى بنك البركة الإسلامي، مجلة العلوم الإنسانية**، العدد 01،المجلد 22، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2022، (ص، ص): (1047-1066).

المخزون السلعي، والمدفوعات مقابل زيادة الاستثمارات في الأدوات المالية ومدفوعات تقييم القروض للغير وشراء الأصول الثابتة بغرض تسهيل نشاط المنشأة.[126]

ث- تدفقات نقدية من الأنشطة التمويلية: يقصد بالأنشطة التمويلية هي الأنشطة التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات حقوق الملكية والاقتراض بالنسبة للمنشأة. إذا فالتدفقات النقدية من أنشطة التمويل هي تدفقات متعلقة بالحصول على موارد من المالكين، أو إعادتها لهم، وهذا ما يتعلق بالحصول على تمويل من المقرضين أو تسديد القروض لهم. وتستخدم هذه التدفقات كمؤشر على مدى توفر واستخدام النقدية من خلال الأسهم، السندات والقروض، ومدى قيان المنشأة بإجراء توزيعات الإرباح على المساهمين[127].

الجدول(1-5): قائمة التدفقات النقدية(جدول سيولة الخزينة).

البيان	السنة المالية (N)	السنة المالية (N-1)
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة التشغيلية		
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار		
تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات التمويل		

المصدر: المصدر: قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، مرجع سابق ذكره.

3- مقارنة التنبؤ بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

في الوقت الذي يركز فيه المحلل الفني على دراسة حركة السوق، يركز المحلل الأساسي على قوى العرض والطلب الاقتصادية التي تتسبب في ارتفاع السعر أو انخفاضه على نفس المستوى، ويفحص التحليل الأساسي كل العوامل الواضحة التي تؤثر على السعر في السوق، وذلك بهدف تحديد قيمته

[126] – سليماني عبد الحكيم، يحياوي مفيدة، **تحسين جودة القرارات الاستثمارية باستخدام قائمة التدفقات النقدية – دراسة حالة شركة الاسمنت عين التوتة باتنة، مجلة العلوم الإنسانية**، العدد03، المجلد 09،جامعة ام البواقي، 2022، (ص، ص): (1060- 1079).

[127] – مبسوط هوارية، وآخرون، **أهمية قائمة التدفقات النقدية كأداة لتقييم الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2020/2019، مجلة الاقتصاد والبيئة**، العدد02، المجلد05، 2022، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، (ص، ص): (331-354).

العادلة والتي تقارب القيمة الحقيقية، فيما تطلق عليه التحاليل الأساسية القيمة السوقية التي تعتمد على قانون العرض والطلب، فإذا كانت القيمة العادلة واقعة أعلى من سعر للسوق عندئذ أعلى من قيمته الحقيقية لابد أن يكون البيع هو الوضع المسيطر عليه، والعكس، إذا كان سعر السوق أدنى من القيمة العادلة لابد إن يكون الشراء هو المسيطر عليه.

وتحاول كلا من طريقتي التحليل الفني والتحليل الأساسي – المخصصتين للتنبؤ بحالة السوق المستقبلية – حل نفس المشكلة. والاختلاف الوحيد هو أن كل طريقة منهما تحاول الاقتراب من حل هذه المشكلة من ناحية مختلفة عن الأخرى، حيث يدرس التحليل الأساسي سبب حركة السعر، ويعتقد أن عليه معرفة السبب دائما، بينما يدرس التحليل الفني من ناحية أخرى، التأثير عليها، ويعتقد أن كل ما يحتاجه هو معرفة التأثير، وأنه من غير الضروري الإلمام بالأسباب.[128]

ثانيا– تقييم الأدوات المالية

تتمثل قيمة أية أداة مالية في العوائد المتوقعة منها في المستقبل، وفي المخاطر المرتبطة بها، ولذلك يحظى تقييم الأدوات المالية المالية(أسهم والسندات) بأهمية كبيرة، وقد تم تطوير العديد من نماذج التقييم لمختلف أنواع الأدوات المالية.

1– تقييم الأسهم

يتطلب تقييم الأسهم أكثر من مجرد صيغة لاستخراج القيمة الحالية على الرغم من أهمية ذلك، إذ أن التقييم يكون من أجل اتخاذ القرار الاستثماري من عدمه، حيث يتطلب متابعة لأداء السهم في السابق ومن ثم بناء التوقعات العقلانية.

فهناك عدة قيم للسهم نذكرها فيما يلي:

أ– **القيمة الاسمية**[129]: وهي القيمة التي يصدر بها السهم، من خلال عقد التأسيس دونأي علاوات، وتمثل القيمة الاسمية للمنشأة عدد الأسهم المصدرة مضروبة في القيمةالاسمية للسهم، وهو ما يشكل رأس المال المصدر.

ب– **القيمة الدفترية (حقوق المساهمين)**[130]: بعد تأسيس المنشأة ومباشرة أعمالها، تبدأ بالنمو أو التراجع، وتحقيق أرباح أو خسائر، فممكن للمنشاة الاحتفاظ بالأرباح كاملة لإعادة استثمارها، أو توزيع جزء منها. وتعتبر القيمة الدفترية للسهم محصلة لحقوق المساهمين مقسومة على عدد الأسهم.

---

[128] – عبد المجيد المهيلمي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، ط5، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص: 38.

[129] – سامي حطاب، عبد الرؤوف ربابعة ،**التحليل المالي وتقييم الأسهم، هيئة الأوراق المالية والسلع دبي**، مارس 2006، ص: 64.

ت- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يتم تحديدها على أساس حركة الأداة المالية، فيسوق رأس المال، والتي تتغير باستمرار نتيجة عوامل عدة، منها ما يتعلق بالمنشأة ومنها ما يعود على الوضع الاقتصادي، بمعنى أنها القيمة التي يحدده العرض والطلب عند التداول .[131]

ث- القيمة عند التصفية: وهي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند انتهاء نشاط المنشأة وتصفيتها، وبالتالي يحتمل بشكل كبير أن تكون أدنى قيمة للسهم لافتراض وجود مشاكل كسبب للتصفية.[132]

ج- القيمة الإحلالية: تمثل التكلفة المطلوبة للحصول على السهم بميزاته نفسها، لذلك فهي لا تمثل القيمة البيعية للأصل المالي بل القيمة المطلوبة لإحلال أصل محله يحمل مواصفاته نفسها.[133]

إن قيمة أي استثمار عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، ولهذا يستخدم المحللون الماليون والمستثمرون بشكل عام نماذج عديدة لتقييم الأسهم تعتمد على خصم التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في الأسهم بمعدل خصم مقبول (معدل العائد المطلوب).

حيث يمكن لمتخذ القرار الاستثماري الاسترشاد بعدة طرق لتقييم السهم، نذكرها فيما يلي:

2- طرق تقييم السهم

هناك عدة طرق لتقييم الأسهم نبينها فيما يلي:

2-1- تقييم السهم بطريقة السعر إلى الإيرادات (P/ER):

تعتبر نسبة الإيراد للسهم الواحد مقبولة لمقارنة الإيرادات بين عدة منشآت ولكن هذه النسبة لا تعطي أي مدلول عن الكيفية التي يقيم بها السوق سهم المنشأة . لذا يتم احتساب نسبة سعر السهم إلى الإيرادات لمعرفة ما هي القيمة التي يكون بها المستثمر مستعد لدفها مقابل سهم المنشأة. وتحتسب هذه النسبة بقسمة سعر سهم المنشأة على إيراد هذا السهم. فعلى سبيل المثال: لو أن سعر سهم منشأة يساوي 50 دولار وأن ربحية السهم الواحد تساوي 5 دولار فتكون عندئذٍ نسبة سعر السهم إلى الإيراد 10. فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة، فإن ذلك يدل أن المستثمرون يرغبون في شراء أسهم هذه المنشأة ذات القيمة

---

[130] – سامي حطاب، عبد الرؤوف ربابعة ، مرجع سابق ذكره، ص: 64.

[131] – أحمد لمين بوغنامة، رفيق يوسفي، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية- دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارةالأعمال**، جامعة العربي التبسي، تبسة، العدد 02، المجلد 05، 2022، (ص، ص): (238، 255).

[132] – محمد الداغر ، **الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات**، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 165.

[133] – نفس المرجع السابق، ص: 165.

المرتفعة. ولأجل المقارنة ربما لم تحقق بعض المنشآت أرباحا، وبالتالي لا يمكن احتساب هذه النسبة لها، عندئذٍ يلجأ المستثمر إلى احتساب نسبة السعر إلى المبيعات (Price-to-Sales Ratio)[134].

2-2- تقييم السهم بطريقة العائد على توزيع الأرباح:

تقيس هذه النسبة العائد التي تدفعه المنشأة إلى المساهمين، على شكل توزيع أرباح. وتحتسب هذه النسبة بقسمة نصيب السهم الواحد من توزيع الأرباح على سعر السهم. فعلى سبيل المثال: إذا آل نصيب السهم الواحد من الأرباح 2 دولار وأن سعر هذا السهم يبلغ 40 دولار، يعني أن العائد على توزيع الأرباح للسهم هو 5 %. تكون عادة هذه النسبة مرتفعة في المنشآت الكبيرة، التي تدفع توزيعات أرباح، وتكون أقل في المنشآت الناشئة، وربما لا تكون هذه النسبة لدى المنشآت الحديثة التكوين، وربما لا تقوم بتوزيع الأرباح.[135]

2-3- تقييم السهم بطريقة السعر إلى معدل نمو الإيرادات(P/EGR):

ربما يتبادر إلى ذهن المستثمر على أن السهم ذات السعر المرتفع مقارنة مع إيرادات هذا السهم بأنه مقيم بأكثر مما يجب. في الحقيقة يمكن أن يكون هذا التخوف غير صحيح. قد يكون ارتفاع سعر السهم مقارنة مع إيرادات هذا السهم ذات النمو الكبير المتوقع لإيرادات هذه المنشأة في المستقبل. وبالتالي ارتفاع سعر هذا السهم. وهناك نسبة أخرى يمكن استخدامها لمعرفة حجم النمو المتوقع على إيرادات المنشأة، وتحتسب هذه النسبة ببساطة بقسمة نسبة سعر السهم على حجم النمو في الإيرادات.[136]

2-4- تقييم السهم بطريقة سعر السهم إلى مبيعاته (P/SR):

وتحتسب هذه النسبة بقسمة سعر سهم المنشأة على حصة كل سهم من المبيعات. هذا يعني أن المنشأة التي يتداول سهمها بمقدار 1 دولار، وأن حصة السهم من المبيعات 2 دولار تكون نسبة السعر/ المبيعات 0,5 . تكون في العادة النسبة التي تقل عن واحد نسبة مفضلة للاستثمار. ولكن يجب أن يكون المستثمر حذر في استخدام هذه النسبة، حيث أحياناً يكون لدى المنشأة مبيعات ضخمة ولكنها تكون غير مربحة.

---

[134] -إبراهيم الكرانسة، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، صندوق النقد العربي، أبو ضبي، 2010، (ص، ص): (25، 33). على الرابط:
https://www.amf.org.ae/sites/default/files/publications/2021-12/practical-tips-evaluating-stocks-bonds.pdf. تاريخ الزيارة: 2022/04/12.

[135] - إبراهيم الكرانسة، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (25،33).

[136] -نفس المرجع السابق، (ص، ص): (25،33).

وتستخدم هذه النسبة عادة في المنشآت التي لا تحقق إيرادات، وبالتالي عدم إمكانية احتساب إيرادات السهم الواحد.[137]

2-5- طريقة التحليل الفني:

ويستخدم في التحليل الفني عدة رسومات ومنحنيات-تطرقنا إليها سابقا- لمعرفة اتجاه سوق الأسهم، ومحاولة التنبؤ ماذا سيحدث مستقبلاً، حيث أن التحليل الفني لا يعير أي اهتمام إلى المعلومات النوعية بخصوص المنشأة مثل إدارة المنشأة، القطاع التي تعمل به...إلخ، لكن يعتقد أنه يتم التنبؤ بسعر السهم المستقبلي من خلال تفحص الأسعار التاريخية أو السابقة وعوامل أخرى ذات العلاقة.

يقوم المحلل الفني باستخدام عدة مصفوفات كمية من أجل التنبؤ بسعر الأسهم وهي:

أ- **مستوى الدعم (Level Support)**: هو المستوى الذي يراه المحلل الفني، والذي يعتقد بأن سعر السهم لن يقل عنه أو يتخطاه.

ب-**مستوى المقاومة (Level Resistance)**:وهو عكس مستوى الدعم أي أنه أعلى مستوى يمكن أن يصل إليه سعر السهم ولا يمكن أن يتجاوزه.

الانكسار (Break out):إذا تجاوز سعر السهم مستوى المقاومة أو الدعم فإنه يقال أن السهم في انكسار.

ت-**الخط المتناقص المتقدم (Line Decline-Advance)**: وهو عدد الإصدارات المرتفعة مطروح منها عدد الإصدارات المتناقصة مضافة إلى المجموع المتراكم.

ث-**القوة النسبية (Strength Relative)**: يستخدم هذا الأسلوب من أجل مقارنة أداء سهم معين مقابل أداء السوق بشكل عام. ويتم احتساب قوة السهم النسبية وذلك باحتساب نسبة التغير في سعر السهم خلال فترة زمنية ووضعها على مقياس من 1-100 مقابل كافة الأسهم في السوق.[138]

2-6- تقييم الأسهم بطريقة التحليل الأساسي:

تعتمد طريقة التحليل الأساسي على الاستثمار في الأسهم لمدة طويلة، والنظر في تغير السهم وقطاعه على مَرِّ 6 إلى 18 شهراً . كما يعتمد المحللون الأساسيون على النمط العام في الاقتصاد،

[137] - نفس المرجع السابق ، (ص، ص): (25،33).

[138] - إبراهيم الكرانسة، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (25،33).

والنظر في حالة قطاع معين ونوعية السهم وجَودَته بين مُنافسيه، وينظرون أيضا إلى مختلف القطاعات بحيث يقوم اختيارهم على أقوى قطاع في الدورة الاقتصادية الحالية.[139]

3- نماذج تقييم الأسهم والسندات

3-1- النموذج الأساسي لتقييم الأسهم والسندات:

يحدد النموذج الأساسي لتقييم الأسهم والسندات قيمة السند والسهم الممتاز والعادي في الوقت الحالي. ويتضمن النموذج العوائد المتوقعة على الأصل وقيمتها ودرجة مخاطرتها والتي تنعكس في معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر. ويعبر عنه بالعلاقة التالية[140]:

$$P_0 = \sum_{t=1n} \frac{C_t}{(1+K)^t}$$

حيث :

P_0 : القيمة الحالية للأصل.

C_t : العائد المتوقع في الفترة الزمنية t.

K : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر.

n : فترة الاحتفاظ بالأصل.

3-2- تقييم الأسهم الممتازة:

تمثل الأسهم الممتازة الملكية في المنشأة التي تطرحها، ويحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات نقدية ثابتة بصفة دورية، ويعبر عنها بالعلاقة التالية[141]:

$$p_0 = \frac{D_p}{K_p}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_P}{(1+Kp)^t}$$

حيث :

D_p : توزيعات السهم الممتاز لفترة لا نهائية.

K_p : معدل العائد المطلوب على السهم الممتاز من طرف المستثمر.

---

[139] – نفس المرجع السابق، (ص، ص): (25،33).

[140] – رياض دهال، **الأدوات المالية،مجلة جسر التنمية**، العدد 15،نشر وتوزيع المعهد العربي للتخطيط ، الكويت، 2003، ص : 03.

[141]- رياض دهال، مرجع سابق ذكره، ص : 05 .

3-3- تقييم الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية الملكية في الشركة التي تطرحها، ويحصل حامل السهم العادي على دخل فقط بعد أن يتم الدفع لكل المستخدمين الآخرين، وهناك عدة نماذج لتقييم الأسهم العادية نذكرها فيما يلي:

3-3-1- نموذج تقييم الأسهم لفترة محددة:

ويحسب بالعلاقة التالية[142]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \left(\frac{D_t}{(1+K_s)^t} + \frac{D_n}{(1+K_s)^n} \right)$$

حيث :

P_0 : قيمة السهم.

D_t : التوزيعات للسهم العادي في الفترة t.

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n.

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

- **نموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية:** ويعبر عنه بالعلاقة التالية[143]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_s)^t}$$

3-3-2- نموذج جوردن (Jorden):

الصيغة العامة للنموذج كما يلي[144]:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(K_s - g)}$$

حيث :

P_0 : قيمة السهم.

D_0 : آخر توزيعات نقدية للسهم.

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات.

---

[142]- نفس المرجع سابق، ص: 06 .

[143]- نفس المرجع السابق، ص: 06 .

[144]- نفس المرجع ، ص: 07 .

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

3-3-3 نموذج ذو عدم النمو في التوزيعات:

ويقصد بعدم النمو في التوزيعات، أي عدم النمو في الأرباح الموزعة، حيث توزع أرباح ثابتة في كل عام بحيث لا تنمو أو تنخفض قيمة هذه التوزيعات، وبالتالي فإن النموذج[145] يصبح:

$$P_0 = \frac{D}{K_s}$$

حيث :

D : التوزيعات للسهم العادي.

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

3-3-4- نموذج ذو نمو ثابت في التوزيعات:

ويقصد بالنمو الثابت أن تنمو الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة من سنة إلى أخرى، ويحسب بالعلاقة التالية[146]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K_s)^t}$$

حيث:

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات.

3-3-5- نموذج ذو نمو غير عادي في التوزيعات:

ويعبر عنه بالعلاقة التالية[147] :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{m} \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+K_s)^t} + \frac{D_{m+1}}{K_s - g_n} + \frac{1}{(1+K_s)^m}$$

حيث :

g_s : معدل النمو غير العادي في التوزيعات.

g_n: معدل النمو العادي في التوزيعات.

m : فترة النمو غير العادي.

D_{m+1} : التوزيعات السهم العادي في الفترة m+1.

---

[145] – رياض دهال، مرجع سابق ذكره، ص: 07.

[146]– نفس المرجع السابق ، ص: 07 .

[147] – نفس المرجع السابق، ص: 07 .

2- تقييم السندات

إن تقييم السند عند الشراء والوصول إلى قيمته الحقيقية، يعد أمراً مهماً لضمان سلامة القرار الاستثماري، ويقصد بتقييم السند هو تحديد القيمة الحقيقية للسند عند رغبة المستثمر بالشراء.

وقبل تناول نماذج تقييم السندات من خلال تحديد القيمة الحالية لا بد من توضيح بعض المتغيرات المرتبطة بتقييم السند.

2-1- التغيرات المرتبطة بتقييم السند

يرتبط تقييم السند بعدة متغيرات نذكرها فيما يلي[148]:

2-1-1- القيمة الاسمية: وتعبر عن القيمة التي يتم إصدار السند بها، (المتعارف عليها 1000 وحدة نقدية ومضاعفاتها)، وتمثل من وجهة نظر المشروع كمية النقود التي افترضها المشروع والتي يلتزم بسدادها، وهذه القيمة يتم تحديدها بواسطة جهة الإصدار، أو بالتشاور مع المصرف المتعهد، بناءً على ظروف السوق ومستويات الفائدة المطبقة فيه.

2-1-2- معدل الفائدة: توضع ضمن الإصدار للسند فائدة سنوية أو نصف سنوية أو فصلية، تحسب على أساس نسبي للقيمة الاسمية. وطالما أن الفائدة المدفوعة على السند تمثل الدخل المتدفق للمستثمر، فإن حجمها يؤثر في تحديد قيمة السند بشكل كبير كالآتي:

- إذا زاد المعدل المتوقع للعائد الذي يحققه السند حتى الاستحقاق أو التداول عن العائد الفرضي المطبق في السوق، فإن قيمة السند أقل مما يجب، ويتخذ القرار بالقيام بالشراء.
- إذا انخفض المعدل المتوقع للعائد الذي يحققه السند حتى التخلي عنه، عن العائد الفرضي، فإن قيمة السند أعلى مما يجب ويحدث القيام على بيعه.

2-1-3- تاريخ الاستحقاق: لكل سند تاريخ استحقاق معين لا بد من أخذه بالحسبان عند تقييم السند، لأن طول مدة الاستحقاق تعني زيادة المخاطر للمستثمر ولابد من تعويضه عن ذلك من قبل المقرض.

2-1-4- القيمة الاستهلاكية للسند: وهي القيمة التي يجري دفعها فعلاً لصاحب السند عند الاستحقاق أو التداول، وقد تكون القيمة مساوية للقيمة الاسمية، ويقال أن السند يستهلك بقيمته الاسمية، وقد تكون أكبر من قيمة الاسمية ويقال أن السند أُستهلك بعلاوة على قيمته الاسمية، وعندما تكون القيمة الاستهلاكية أقل من القيمة الاسمية يقال أُستهلك السند بخصم. لذلك القيمة الاستهلاكية أساسها القيمة الاسمية والبعض يتعامل مع القيمة الاسمية دون الرجوع للقيمة الاستهلاكية للسند.

[148]- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات**، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (149، 151).

2-1-5- شرط الاستدعاء: تشترط بعض جهات الإصدار الاحتفاظ بحق الاستدعاء لسنداتها قبل تاريخ الاستحقاق، يترتب وجود مثل هذا الشرط حقوقًا لحامله والتزامات لمُصدِّره، لا بد من أخذها بالحسبان عند تقييم السند، ويجب تعويض حامل السند عن خسارته جزءاً من العائد المتوقع عند الاستدعاء، لاسيما وأن معظم قرارات الاستدعاء مرتبطة بكون معدل الفائدة السوقي (الفرضي) أقل من المعدل المدفوع للسند.

2-1-6- الإصدارات الجديدة والإصدارات القائمة: إن الأساس في تحديد قيمة السند تتوقف على مقارنة عائد السند المتوقع بالعائد السائد عند الإصدار، لذلك فإن معدل فائدة السند في تاريخ الإصدار مساوٍ أو معادل لمعدل الفائدة الفرضي، مما يدفع إلى تساوي القيمتين الحالية والاسمية تقريبا ، وخلاف ذلك يترتب عليه أحجاماً عن الشراء من قبل المستثمرين أو إقبالاً كبيراً ، والحالتين المتطرفتين غير ملائمتين لاستقرار السوق المالية.

2-2- نماذج تقييم السندات

يحقق السند للمستثمرين نوعين من العوائد مستقبلا هما:

- الفائدة التي تدفع له حسب الاستحقاق أو كسور منها عن المدة الباقية من عمر السند.
- تغير في القيمة الرأسمالية، وتمثل الفرق ما بين القيمة الاستهلاكية للسند وقيمة الشراء.

علماً أن العائدين مستقبليين، بينما تحديد قيمة السند(القيمة الشرائية) تُجرَى حاليا، كذلك لا بد من أخذ تغير القيمة الزمنية للنقود بالحسبان عند حساب العوائد المتوقعة التي هي أساس تحديد القيمة الحالية.

وتحسب القيمة الحالية للسند بالعلاقة التالية:

القيمة الحالية للسند = القيمة الحالية لقيمة السند الاستهلاكية + القيمة الحالية لعوائد السند من الفائدة

طالما أن القيمة الحالية للعوائد المستقبلية هي أساس تحديد القيمة الشرائية، لذلك فلا بد من البحث عن معدل خصم مناسب للوحدة النقدية من العوائد المستقبلية لإرجاعها إلى قيمتها الحالية المعبرة عن القيمة الحقيقية للسند(القيمة الشرائية)، أو القيمة التي يستند عليها المستثمر في إتخاذ قراره الاستثماري بالبيع أو الشراء أو بالقبول أو الرفض.[149]

[149]– محمود محمد الداغر، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (151 ، 152).

ولتقييم السندات نماذج عديدة نذكرها فيما يلي:

2-2-1- نموذج تقييم السندات بأسعار فائدة سنوية:

ويعبر عن النموذج بالعلاقة[150] التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

حيث :

P_0 : القيمة الحالية للسند.

I : الفائدة المدفوعة السنوية.

M : القيمة الاسمية للسند في الفترة n.

K_d : معدل العائد المطلوب على السند من طرف المستثمر.

n : فترة الاحتفاظ بالسند.

2-2-2- نموذج تقييم السندات بأسعار فائدة نصف سنوية:

ويعبر عنه بالعلاقة[151] التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{I/2}{(1+K_{d/2})^t} + \frac{M}{(1+K_{d/2})^{2n}}$$

المطلب الثاني: المؤشرات في البورصة وكيفية حسابها

ظهرت المؤشرات وتطورت عبر الزمن ابتداء من القرن التاسع عشر مثل مؤشر **Dow-Jons** الذي ظهر لأول مرة سنة 1984 م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى حيث كان أول تداول سنة 1982 بالولايات المتحدة الأمريكية لتتطور بعدها عدة بورصات التي تتداول المؤشرات إلى ثلاثين بورصة سنة 1990م.

---

[150]- بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، **الأسواق المالية**، مرجع سابق الذكر، ص: 203.

[151] - نفس المرجع السابق، ص: 205.

أولا- المؤشرات في البورصة (أنواعها وكيفية استخداماتها)

1- تعريف المؤشر

هناك عدة تعريفات للمؤشر نذكر منها:

التعريف 1: المؤشر (Indicator) هو أداة إحصائية تحلل ظروف السوق الحالية، وتحدد أنماط المخططات البيانية وتعطي توقعات حول التغيرات المحتملة في حركة السعر. يستخدم المتداولون المؤشرات لتصميم إستراتيجية التداول الخاصة بهم، وفقاً لهذه التوقعات لزيادة أرباحهم إلى الحد الأقصى وتجنب المخاطرة غير الضرورية[152].

التعرف 2: المؤشر هو معدل موزون على مجموعة من الأسهم و السندات بهدف قياس أداء البورصة performance وتطوراتها[153].

التعريف 3: المؤشر هو رقم يلخص حركة أسعار جميع الأسهم المسجلة بالسوق، ويمثَّل عادة متوسطات لكل الأسعار. ولا تتساوى جميع الأسهم في نسبة تمثيلها في المؤشر، بل يعتمد تمثيل أسهم المنشآت على وزن المنشأة بالسوق مقاساً بالقيمة السوقية للمنشأة مقسومة على القيمة السوقية لجميع المنشآت المسجلة بالبورصة. وتتحرك أسعار الأسهم ارتفاع أو هبوطا نتيجة العرض والطلب عليها؛ فعندما يزيد الطلب على سهم منشأة ما على المعروض من هذا السهم يرتفع سعره، ويرتفع معه مؤشر السوق بنسبة تمثيل هذا السهم فيه[154].

2- أهمية المؤشرات واستخداماتها

يعكس مؤشر سوق الأسهم حالة الاقتصاد الكلي بوجه عام، والأداء الاقتصادي للمنشآت المسجلة بالبورصة بوجه خاص. إذا زاد الطلب على إنتاج المنشآت بسبب الرواج الاقتصادي، فمن المتوقع زيادة مبيعات وأرباح هذه المنشآت، وزيادة توزيعات الأرباح على حملة الأسهم مما يرفع أسعار الأسهم الخاصة بها ومؤشر السوق ككل، ويتلون مؤشر السوق في هذه الحالة باللون الأخضر. أما إذا تراجع الأداء في السوق فإنَّ المؤشر يتلون باللون الأحمر[155].

---

[152]- https://fbs.ae/glossary/indicator-60 .2023/05/02 تاريخ الزيارة:

[153]- محفوظ جبار، "**التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية**" ،أطروحة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 1996، ص: 329.

[154]- **الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، مجلة هيئة السوق المالية السعودية** ص: 12.

تاريخ الزيارة: 2022/08/17. على الرابط https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf

[155]- **الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم**، مرجع سابق ذكره، ص: 12.

ومن أهم استخدامات المؤشر ما يلي[156]:

2-1- التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق: فيستعمل المؤشر كأداة تستخدم للتنبؤ بالتغيير الذي يمكن أن يطرأ على الحالة الاقتصادية، التنبؤ بالمستقبل الاقتصادي لدولة معينة وبحركة أسعار الأسهم في البورصة حيث أن لها دلالة اقتصادية [157].

2-2- تسيير المحافظ المالية: إن الهدف الأساسي لمسيري المحافظ المالية هو تحقيق أكبر عائد ممكن، مما يتطلب معرفة جيدة بتطور أسعار الأدوات المالية المكونة للمحفظة المالية وعلاقة ذلك بتطور أسعار السوق.

إن المؤشر المكون من عدد معين من الأسهم هو بمثابة المحفظة المالية المكونة من نفس العدد من الأسهم ذاتها، وهذه الأسهم تمتاز بالتنوع الذي هو أحد أهم المبادئ الأساسية لتسيير المحافظ المالية، أي إستراتيجية تنويعها، بالتالي فالمؤشر وسيلة من وسائل التسيير والتوجيه، إذ أن تداول المؤشر بيعا أو شراء يعني التداول بالأسهم المكونة له.

لقد أكدت الكثير من الدراسات أن معظم الأسهم في البورصة تسير في نفس الاتجاه، وبما أن المؤشر يتكون من تلك الأسهم فإن تطوره يعطي فكرة عن أداء المحافظ المالية سواء إيجابية أو سلبية.

تستخدم المؤشرات أيضا للحد من المخاطر، من بينها المخاطر المالية والتي سنتطرق إليها في الفصول القادمة.

2-3- تقييم أداء المشرفين على المحافظ المالية: يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة مالية مكونة من أدوات مالية أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، أي أنه يتوقع من هذا المستثمر أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق، وللتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المنشأة المعنية [158].

3- أهم المؤشرات العالمية

يتواجد في البورصات العالمية مؤشرات عديدة نذكر أهما[159]:

---

[156]- محفوظ جبار،"**التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية**" ، ص: 277.

[157]- نفس المرجع السابق، ص: 277.

[158]- منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص: 130.

[159]- **الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم**، مرجع سابق ذكره،(ص، ص): (10،13).

3-1- مؤشرات السوق الأمريكية: ومن أهم هذه المؤشرات نذكر مال يلي:

- **مؤشر داو جونز(Dow-Jones)** هو مؤشر رئيس يتكون من أربعة مؤشرات فرعية أكثرها شهرة مؤشر **داو جونز** للشركات الصناعية، وتُحسب قيمة المؤشر من أسهم أكبر ثلاثين منشأة صناعية بالولايات المتحدة الأمريكية.

- **مؤشر ستاندرد آند بور(S&P 500)** ويضم أسهم أكبر خمسمائة منشأة في مجالات عدّة منها الصناعة، النقل، المرافق، المال، البنوك، التأمين، التقنية والخدمات. وتمثل هذه المنشآت نحو 80%من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق نيويورك للأوراق المالية.

- **مؤشر ناسداك (NASDAQ)** يعد الأكبر م نبين جميع المؤشرات الأمريكية، ويحتوي المؤشر على أسهم 320 منشأة تقريباً معظمها تقنية يتم تداول أسهمها.

3-2- مؤشرات الأسواق الأوروبية:

وتشمل كل من:

- **مؤشر الفينانشيال تايمز (FTSE-100)** يضم هذا المؤشر أسهم مائة من أهم المنشآت البريطانية في سوق لندن، وتمثل 70% من إجمالي رؤوس أموال المنشآت المسجلة.

- **مؤشر كاك (CAC 40)** يضم هذا المؤشر أسهم أهم أربعين منشأة فرنسية، في سوق باريس.

- **مؤشر داكس (DAX)** الذي يحتوي على أسهم أهم 30 منشأة، تمثل 70% من القيمة السوقية للمنشآت المسجلة في سوق فرانك فورت.

3-3- مؤشرات الأسواق الآسيوية:

من أهمها:

- **مؤشر نيكاي (Nikkei)** يحتوي على أسهم 225 منشأة، تمثل قرابة 70% من القيمة السوقية للمنشآت المسجلة في سوق طوكيو المالي.

- **مؤشر KCS Index** كورياالجنوبية.

- **مؤشر HANG SENG Index** هونجكونج.

- **مؤشر KLSE Index** ماليزيا.

- **مؤشر Index Shanghai** الصين.

3-4- مؤشرات الأسواق العربية:

تعد أسواق الأدوات المالية العربية أسواقا ناشئة، نظراً إلى إمكانات النمو الاقتصادي الكبيرة المتاحة للدول العربية. ويُعد سوق الأسهم السعودي أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها، حيث يمثل وحده نحو ثلث قيم رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة.

وبالإضافة إلى السعودية هناك عدد من الأسواق المالية العربية الأخرى المهمة مثل:

الإمارات (سوق دبي وسوق أبو ظبي)، عُمانMSM، الكويتKSE ، مصر CMA، البحرين BSE، المغرب MASI وقطر CBQ.

ثانيا- تداول المؤشرات في البورصة وكيفية حسابها

تتداول بعض المؤشرات في البورصة مثل تداول الأسهم والسندات، حيث هنا العديد من العمليات الخاصة بها.

1- تداول المؤشرات في البورصة

توجد العديد من العمليات على المؤشرات نذكر منها[160]:

1-1- العمليات الآجلة على المؤشرات:

وهي عمليات شراء العقود المستقبلية المتعلقة بتلك المؤشرات، إذ يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها ببيع أو شراء المؤشر المعني في فترة قادمة هي فترة الاستحقاق، أو بسعر محدد سلفا، يتكون مقدار الربح أو الخسارة بالنسبة لذلك المستثمر من الفرق بين سعر المؤشر الذي دفعه وبين سعره في فترة الاستحقاق.

1-2- الخيارات على المؤشرات:

في هذا النوع من الخيارات يكون لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع عقد من عقود المؤشر محدد مسبقا مقابل دفع علاوة (prime) بالطرق الأخرى. [161]

2- كيفية حساب المؤشرات

هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الوسط الحسابي – في الغالب – وهناك ما يحسب على أساس الوسط الهندسي لأسعار الأسهم المكونة لتلك المؤشرات و بهذا الصدد سنتطرق لكيفية حساب المؤشرات .

---

[160]- محفوظ جبار، "**التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية**"، مرجع سابق ذكره، ص: 337.

[161]- محفوظ جبار، مرجع سابق ذكره، ص: 337.

2-1- على أساس المتوسطات[162]:

2-1-1- المتوسط الحسابي Moyenne Arithmétique :

يحسب وفقا للقانون التالي[163]:

$$\text{Moyenne Arithmétique} = \sum_{i=1}^{n} \left(\frac{\mathrm{P}i}{\mathrm{n}}\right)$$

يعاب على هذه الطريقة أن الأسهم ذات الأسعار المرتفعة يكون لها تأثير أكبر مقارنة بالأسهم ذات الأسعار المنخفضة.

3- المتوسط الهندسي Moyenne Géométrique

يحسب وفقا للقانون التالي:

$$\text{Moyenne Géométrique} = \sqrt[n]{\mathrm{P}_1 \times \mathrm{P}_2 \times \ldots \mathrm{P}_{n-1}}$$

حيث:

P_i : هو سعر درجة i في المؤشر (سعر السهم) .

n: هو حجم العينة (أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر). [164]

2-2- على أساس الأرقام القياسية:

يحسب وفقا للقانون التالي[165]:

$$\mathbf{Paash'index} = \frac{\sum \mathbf{P_n Q_n}}{\sum \mathbf{P_0 Q_n}}$$

حيث:

P_0 : هو السعر في سنة الأساس.

---

[162] – دومنيك سيلفادور ، **الإحصاء والاقتصاد القياسيين**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، بدون سنة نشر ، ص: 29.

[163] – نفس المرجع السابق، ص: 29.

[164] – نفس المرجع السابق، ص: 29.

[165] – محفوظ جبار ، **التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية**، مرجع سابق ذكره، ص: 334.

Q_n: الكميات في السنة n (المقارنة).

P_n: السعر في السنة n (المقارنة).

كما يمكن حساب المؤشر وفقا للقانون التالي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية لسنة المقارنة}}{\text{القيمة السوقية لسنة الاساس}} \times \text{قيمة المؤشر في السنة الأساس}$$

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر الأدوات المالية من أهم أدوات الاستثمار، كما أن لها دور كبير في إدارة المخاطر، فتنوعت بين أدوات أصيلة(أساسية) كالأسهم والسندات، وأدوات مشتقة كالخيارات والمستقبليات وغيرها. وهناك أدوات مالية ظهرت حديثا مثل مشتقات رأس المال المخاطر، حيث تضمن كل نوع من هذه الأدوات مزايا وعيوب ووظائف خاصة به.

فظهور هذه الأدوات المالية أوجب ظهور أسواق تتداول فيها، حيث أن لهذه الأخيرة دور مهم في النشاط الاقتصادي، خاصة التمويل وإدارة المخاطر. وتنقسم هذه الأسواق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال، ولكل منهما خصائص تميزه، ونوع أدوات تتداول به.

وداخل هذه السوق المالي يوجد وسطاء بين عارضي الأموال وطالبيها، هؤلاء يقومون بالتداول في الأدوات المالية من خلال أوامر ينفذونها، تختلف باختلاف المدة ، الحجم والسعر. هذا التداول يبدأ بتحليل وتقييم الأدوات المالية وينتهي بالتسوية. حيث تتحكم في عمليات التداول المعلومات التي تصل للسوق والتي تحدد درجة كفائتة.

ولمعرفة اتجاه الأسواق المالية ورسملتها، استخدمت المؤشرات، التي ريثما تحولت هي نفسها إلى أدوات مالية تتداول في السوق المالي، فكان لتداولها أهمية كبيرة في التنبؤ باتجاه السوق وتسيير المحافظ المالية وتقييم أداء المشرفين عليها، ومن أهم هذه المؤشرات: مؤشر DOW JONES،40 CAC، و NIKKEI.

الفصل الثاني

مخاطر السوق استراتجيات وأساليب إدارتها

تمهيد

تعد الأسواق المالية محورا أساسيا في الاقتصاد العالمي، إلا أن هذه الأسواق ليست خالية من المخاطر. بل تتميز بالديناميكية تتسبب في وجود مجموعة من التهديدات والتحديات للبقاء داخل السوق. فمخاطر السوق هي تلك العوامل التي تؤثر على أداء الأسواق المالية، وتسبب في تغيرات في أسعار الأصول المالية والاستثمارات، لذلك فإن فهم وتحليل هذه المخاطر يعتبر أمرا إلزاميا للمستثمرين والمنشآت وحتى الجهات الحكومية، لأنها تلعب دورا مهما في اتخاذ القرارات وتحديد الاستراتيجيات.

فتنوع مخاطر السوق بما يشمل التقلبات في الأسعار، تأثير التطور التكنولوجي السريع والمخيف، التغيرات السياسية والانهيارات المفاجئة للأسواق لها تأثير يمكن أن يكون واسع النطاق، سواء على الإفراد الذين يسعون إلى الحفاظ على رأسمالهم وتعظيمه، أو المنشآت التي تبحث عن تمويل مشاريعها وتعظيم إرباحها واستمرارها داخل السوق، أو حتى على الاقتصاديات الوطنية بأكملها.

وعلى ضوء ما سبق، سيتم في هذا الفصل التطرق لمخاطر السوق من خلال ثلاث مباحث، والتي محتواها يتضمن ما يلي:

- **المبحث الأول:** عموميات حول المخاطر المالية وإدارتها، مفهوم إدارة المخاطر وضمنه يتم التعرف على مفهوم مخاطر المالية وأهمية إدارة المخاطر، مراحل عملها.
- **المبحث الثاني:** مخاطر السوق، وضمنه يتم التعرف على مفهوم مخاطر السوق، أهمية تقييمها، أنواعها؛ وطرق قياسها.
- **المبحث الثالث:** إدارة مخاطر السوق باستعمال محفظة التداول، حيث يتم التعرف على مبادئ إدارة مخاطر السوق وأدوات قياسها، ومفهوم محفظة التداول واستراتيجياتها ومنهجية تقييم وأساليب إدارة المخاطر السوقية بها.

المبحث الأول: مخاطر السوق- أدوات واستراتيجيات إدارتها

تعد المخاطر العنصر الهام الذي يجب وضع إستراتيجية له، لأنها قد تكون سبب في فشل المنشأة وزوال نشاطها، لذلك وضعت لها مسارات وخطط للتعامل معها وقياسها، لأجل لتخفيض العبء الناتج عن وقوعها.

المطلب الأول: مفهوم الخطر المالي

إن الخطر يمثل العنصر الهام لدى الأفراد والمنشآت، لأنه هو الحلقة الأساسية التي من خلال إدارتها يستطيع المستثمر أخذ قرارات مهمة لتحقيق أهدافه ، لذلك يجب تحديدها، تحليلها وقياسها ليتمكن المستثمر من التعامل معها لخفيض تكاليفها.

أولا- مفهوم الخطر المالي

للخطر مفاهيم كثيرة حسب مجالات محتفلة، فهناك مفاهيم عامة ومفاهيم خاصة، فكل باحث يعرفه من منطلق تخصصه ومنهجه المتبع.

1- الخطر في مفهومه العام

تعريف 1: يعرفه قاموس أكسفورد **(Oxford)** الخطر، بأنه إمكانية حدوث شيء ماء بالصدفة، يترتب على ذلك نتائج سيئة وخسارة[1].

تعريف 2: تمثل المخاطرة بشكل عام احتمالات التعرض إلى الخسائر جراء عملية استثمارية، وكذلك يمثل الخطر عدم تحقيق هدف الربحية[2].

تعريف 3: يعرف الاقتصاديWebster المخاطر بأنها فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة.[3]

---

[1]- فضل عبد الكريم محمد، "**المخاطر التي تواجه المصارف الإسلامية وآليات مقترحة للحد منها**"، **ملتقى حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو- مغاربي، دار الهدى، عين مليلة، 2010، ص: 339.

[2]- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)**، مرجع سابق ذكره، ص: 187.

[3]- نور الدين بهلول، "**الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر**"، مرجع سابق ذكره، ص: 48.

2- الخطر في مفهومه المالي

تعريف 1: الخطر في المفهوم المالي هو ضرر مباشر متوقع لنشاط الوحدة الاقتصادية بسبب وقوع أحداث اقتصادية، أو طبيعية أو سياسية أو بفعل بشري، وفي حالة حدوثه ينتج عنه خسائر مؤثرة، قد تؤدي إلى عدم استمرارية المنشأة في نشاطها الممارس، وخروجها من السوق[1].

تعريف 2: يعرف الخطر بأنه احتمال عدم تحقيق المستثمر للعائد المتوقع لاستثماره، أو بمعنى آخر إمكانية تعرض المستثمر لخسارة مالية تؤدي إلى فقدان جزء أو كل من المبلغ المستثمر[2].

ومن التعريفات السابقة يستنتج أنه يمكن أن يعرف الخطر المالي على أنه احتمالية وقوع أحداث جراء عملية ما، تحدث ضررا للمنشأة، بسبب عدم تحقيق العائد المتوقع، والذي ينتج عنه تكبد خسائر مالية، قد تؤدي هذه الخسائر إلى عدم استمرارية النشاط والخروج من السوق.

ثانيا- أنواع المخاطر التي تتعرض لها المنشأة

تتشكل المخاطر الكلية التي تتعرض لها المنشأة من مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، لكل نوع منها تأثيرات خاصة وأساليب إدارة مختلفة عن بعضها.

1- المخاطر المنتظمة

المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي يتعرض لها كل من دخل السوق أفراد كانوا أو منشآت، وهي أنواع عدة تسرد فيما يلي.

1-1- تعريف المخاطر المنتظمة: وهي المخاطر العامة التي تتعرض لها جميع المنشآت بالسوق بصرف النظر عن خصائص كل منشأة من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية ... الخ، وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية، مثل الظروف الاقتصادية أو السياسية، وتتعلق بذلك الجزء من المخاطر الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل، وبالتالي لا يمكن التخلص منه من خلال التنويع لأنه يؤثر على كل المنشآت في نفس الوقت. لذلك فهي تسمى كذلك بالمخاطر غير القابلة للتنويع. [3]

1-2- أنواع المخاطر المنتظمة: تتضمن المخاطر المنتظمة كل من مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التضخم، ومخاطر أسعار السلع أو المواد الأولية. وسيتم التطرق للمخاطر المنتظمة بشيء من التفصيل لاحقا.

[1] - فضل عبد الكريم محمد، مرجع سابق ذكره، ص: 340.

[2] - محب خلة توفيق، مرجع سابق ذكره، ص: 161.

[3] - جليل كاظم مدلول العارضي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص: 16.

2- المخاطر غير المنتظمة

2-1- تعريف المخاطر غير المنتظمة: المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر التي تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها، وتؤثر فقط على منشأة معينة، حيث يمكن تجنبها عن طريق التنويع وذلك بالاستثمار في عدة بدائل استثمارية، إذ يمكن قياسها من خلال مقاييس التشتت. [1]

2-2- أنواع المخاطر غير المنتظمة: تنقسم المخاطر غير المنتظمة إلى قسمين، مخاطر مالية ومخاطر تشغيل، ولكل مهما أنواع عدة تذكر فيما يلي:

2-2-1- مخاطر مالية: وتتضمن:

- **مخاطر السيولة:** وتتحدد هذه الأخيرة من خلال مدى دقة الإدارة في تقدير الاحتياجات من السيولة، بحيث لا تضطر المؤسسة إلى البيع السريع للأدوات المالية بما يترتب عن ذلك من مخاطر وخسائر. ولمخاطر السيولة ثلاث جوانب، الأولى نقص شديد في السيولة، والثاني احتياطي السلامة والثالث القدرة على تدبير الأموال بتكلفة عادية، ويحدث الإفلاس نتيجة عدم السيولة، أي أنها مخاطرة قاتلة[2].

- **مخاطر الائتمان:** تعرف المخاطر الائتمانية بأنها مخاطرة التخلف عن الدفع، أي يعجز العملاء على الوفاء بالتزاماتهم بخدمة الدين، ويتولد عن العجز عن السداد خسارة كلية أو جزئية لأي مبلغ مقرض إلى الطرف المقابل. [3]

- **خطر عدم الملاءة:** ويمكن تعريف خطر عدم الملاءة على أنه تلك الحالة التي تسجل فيها المنشأة عجز في أموالها الخاصة، وذمتها المالية إلى درجة يستحيل فيها تغطية المخاطر والخسائر المحتملة الوقوع، بحيث لا تتوفر سيولة ولا أصول أخرى تواجه بها الخصوم. وعليه فإن خطر عدم الملاءة أوسع من خطر السيولة، والاختلاف يظهر في كون عدم الملاءة يستلزم عدم السيولة أما عدم السيولة فلا يستلزم بالضرورة عدم ملاءة المنشأة، وبصفة عامة فإن عدم امتلاك الأموال الخاصة اللازمة والكافية لتغطية الخسائر الممكنة الوقوع يجعل المنشأة في حالة عدم الملاءة. ويعتبر خطر عدم الملاءة

---

[1] - شقيري نوري موسى، وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012، ص: 43.

[2] - عبد الكريم أحمد قندوز، " **إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية - مدخل الهندسة المالية**"، ورقة عمل، **الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية**، العدد 9، 2012، ص: 13.

[3] - طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 197.

المالية كنتيجة لمختلف المخاطر التي تتعرض لها المنشأة بما في ذلك خطر الإئتمان وخطر السيولة الذي يؤثر على رأس مال المنشاة واحتياطاتها[1].

- **خطر تدني قيمة المنشأة** : وينتج عن عدة عوامل منها:

✓ تغيرات في الأداء المالي للمنشأة حيث يسجل تراجع في الإيرادات والإرباح، وحدوث خسائر؛

✓ قرارات حكومية تخص قطاع معين يؤدي إلى تراجع الطلب عن المنتجات أو الخدمات التي تقدمها المنشأة؛

✓ معلومات غير ايجابية تلحق الضرر بسمعة المنشأة، والتي تؤثر تباعا عن العزوف عن طلب منتجاتها أو خدماتها؛

✓ تغيرات تكنولوجية تؤثر على تفضيلات الزبائن، والتي تجعل منتجاتها أو خدماتها أقل جاذبية مثل شركة NOKIA ، وقد تصل إلى الإفلاس أو الخروج من السوق مثل شركة KODAK.

✓ وأهم عامل هو الملاءة المالية للمنشأة، والتي بغيابها يبتعد المستثمرون في الأدوات المالية على الاستثمار في أسهمها، لأنها تكون عرضة بشكل كبير لأن تنخفض أسعارها محققة بذلك خسارة لهم.

2-2-2- مخاطر التشغيل:

- **مخاطر العمليات:** يشمل هذا النوع من المخاطر النتائج المتولدة عن العمليات اليومية للمنشأة، ولا يتضمن عادة فرص الربح، فالمنشأة يمكن أن تحقق خسائر أو لا تحققها، وعدم ظهور أي خسائر للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير، ومن المهم للإدارة العليا أن تعمل على وجود برنامج تقييم وتحليل مخاطر العمليات، حيث تشمل مخاطر العمليات الاحتيال المالي، التزوير، السرقة، السطو، والجرائم الإلكترونية. [2]

- **مخاطر قانونية:** هي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها، وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أوهي تلك المخاطرة الناشئة من عدم

[1] – زبير عياش، "**تأثير تطبيق اتفاقية بازل 2 على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة أم البواقي**"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2011-2012، ص: 86.

[2] – عبد الكريم أحمد قندوز، "**إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية**"، مرجع سابق ذكره، ص: 14.

تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين صلاحية الدخول في التعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس. [1]

ثالثا- الخسائر الناتجة عن المخاطر وأساليب التعامل معها

1- الخسائر الناتجة عن المخاطر

يمكن تصنيف الخسائر المترتبة عن المخاطر إلى صنفين هما[2]:

1-1- خسائر مباشرة: وهي الخسائر الناشئة عن أخطار تلف أو سرقة الأصول والممتلكات، وأخطار حوادث العمل، والمتمثلة في دفعات مالية تدفعها المنشأة المتضررة. ويندرج تحت هذا النوع من الخسائر التعويضات المدفوعة جراء أخطار المسؤولية المدنية والقانونية.

1-2- خسائر غير مباشرة: هذه الخسائر تكون تبعا لوقوع الخسائر المباشرة، فمثلا إذا انخفض الإنتاج نتيجة لتلف الآلات فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض الإيراد، وربما نتيجة لهذا التلف يأخذ قرار أن يستأجر آلة أخرى بدل التصليح أو شراء آلة جديدة، وهذه الزيادة في التكاليف تعتبر خسائر غير مباشرة.

وبسبب الخسائر المباشرة وغير المباشرة المتتالية يمكن للمنشأة أن تتعرض للإفلاس، ومن ثمة التصفية بسبب عدم قدرتها على مواجهة الالتزامات المالية المترتبة عن هذه الخسائر.

2- أساليب التعامل مع المخاطر

هناك عدة أساليب للتعامل مع المخاطر، فهناك أساليب قبل حدوث الخطر، وأخرى بعد حدوثه، نذكرها فيما يلي[3]:

2-1- النقل: وهي وسائل تساعد على قبول الخطر من قبل طرف آخر وعادة ما تكون عن طريق العقود أو الوقاية المالية، ويعتبر التأمين أحد أهم أساليب نقل الخطر وذلك عن طريق عقود التأمين. وقد يتضمن العقد صيغة تضمن نقل الخطر إلى جهة أخرى دون الالتزام بدفع أقساط التأمين.

2-2- التجنب: وتعني محاولة الابتعاد عن النشاطات التي تؤدي إلى حدوث خطر ما. مثال على ذلك عدم شراء ملكية ما أو الدخول في عمل ما لتجنب تحمل المسؤولية القانونية. وإن التجنب يبدو حلا لجميع المخاطر، ولكنه في الوقت ذاته قد يؤدي إلى الحرمان من العوائد والأرباح التي كان من الممكن الحصول عليها من النشاط الذي تم تجنبه.

---

[1] - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق ذكره، ص: 597.

[2] - سامر محمد عكور وهاني جزاع ارتيمة، مرجع سابق ذكره، ص: 26.

[3] - بلعزوز بن علي، **إدارة المخاطر**، ط1، دار الوراق للنشر، عمان، 2013، ص: 25.

2-3- التقليص: ويشمل طرق للتقليل من حدة الخسائر الناتجة عن المخاطر، ومثال ذلك شركات تطوير البرمجيات التي تتبع منهجيات للتقليل من المخاطر عن طريق تطوير البرامج بشكل تدريجي.

2-4- الاحتجاز: ويعني قبول الخسائر عند حدوثها. وتعتبر هذه الطريقة إستراتيجية مقبولة في حالة المخاطر الصغيرة والتي تكون فيها تكلفة التأمين ضد الخطر على مدى الزمن أكبر من إجمالي الخسائر.

كل المخاطر التي لا يمكن تجنبها أو نقلها يجب القبول بها. وتعد الحرب أفضل مثال على ذلك، حيث لا يمكن التأمين على الممتلكات ضد الحرب.

المطلب الثاني: مفهوم إدارة المخاطر

أولا- تعريف إدارة المخاطر

تعريف 1: عرفتها لجنة التنظيم البنكي وإدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية بأنها " تلك العملية التي يتم من خلالها رصد المخاطر، تحديدها، قياسها ومراقبتها، وذلك بهدف ضمان فهم كامل لها، والاطمئنان بأنها ضمن الحدود المقبولة، والموافق عليه من قبل مجلس الإدارة [1].

تعريف2: إدارة المخاطر هي عملية مستمرة من اتخاذ وتنفيذ القرارات التي من شأنها أن تقلل المخاطر إلى حد مقبول من التأثير، أو حالة عدم التأكد المتعلقة بالتعرض للمخاطر التي لها تأثير على المنشأة، بمعنى آخر هي الميل الطبيعي للمنشأة باتجاه الموازنة بين الفرص والتهديدات[2].

تعريف3: بشكل عام تعني إدارة المخاطر عملية قياس وتقييم للمخاطر، وتطوير إستراتيجيات لإدارتها. تتضمن هذه الإستراتيجيات نقل المخاطر إلى جهة أخرى، تجنبها، التقليل من آثارها السلبية وقبول بعض أوكل تبعاتها[3].

من خلال التعريفات السابقة نستنتج أن إدارة المخاطر المالية" هي عملية تتضمن الموازنة بين الفرص والتهديدات، برصد المخاطر المالية، تقييمها ووضع استراتيجيات للتقليل من تكلفتها، لفك القيود التي تواجه المنشأة جراء ذلك.

---

[1] – موسى عمر مبارك، "**صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية**"، أطروحة دكتوراه، تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للمصارف الإسلامية، السعودية، 2008، ص: 19.

[2] – محمد عبد الحميد عبد الحي، " **استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية** "، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2014، ص: 14.

[3]- صبري أحمد شهاب، "**أثر إدارة مخاطر القيمة العادلة على القطاع المصرفي الأردني قبل و بعد الأزمة المالية العالمية**"، رسالة ماجستير؛ تخصص محاسبة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2016، (ص، ص): (08،09).

ثانيا- أهمية إدارة المخاطر

لإدارة المخاطر أهمية كبيرة في استمرارية نشاط المنشأة، وتتمثل أهميتها في:

- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين؛
- إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة والأعمال التي ترتبط أصولها بها كالقروض، السندات، التسهيلات الائتمانية وغيرها من الأدوات المالية؛
- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من المخاطر، وعلى جميع مستوياتها؛
- العمل على الحد من الخسائر، تدنيها وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية، إذا ما رست إلى ذلك قرارات إدارة المنشأة ومدير إدارة المخاطر؛
- إعداد الدراسات قبل الخسائر وبعد حدوثها، وذلك بغرض منع حدوثها، أو تكرارها مستقبلا.[1]

ثالثا- أهداف إدارة الخطر

لإدارة المخاطر أهداف مهمة، يمكن تصنيفها على أنها أهداف تسبق الخسارة، أو أهداف تلي الخسارة.

1- أهداف تسبق الخسارة

تتضمن الأهداف المهمة التي تسبق الخسارة ما يلي[2]:

- **الاقتصاد:** هنا يكون الهدف هو خفض التكلفة إلى أدنى مستوى ممكن، وغني عن الذكر أن الاقتصاد يتم تحقيقه على حساب التحوط الكافي من وقوع خسائر يحتمل أن يكون لها آثار كارثية، ورغم أن (Mehr and Hedges) يصنفان الاقتصاد على أنه هدف سابق للخسارة، فإن هناك حالات يمكن أن يكون فيها الاقتصاد هدفا لاحق للخسارة، ويتم تنفيذ الكثير من تدابير خفض الخسارة بعد وقوعها، والقرارات التي يتم اتخاذها في هذا الوقت، يمكن أن يكون لها تأثيرا على التكلفة النهائية للخسارة، وعلى تكلفة التعامل مع المخاطر.
- **تقليل القلق:** ويقصد به تقليل التوتر، والقلق، التي تأتي من معرفة أن تدابير مناسبة قد تم اتخاذها للتصدي للظروف المعاكسة، وعندما يظل تعرض كارثي دون حماية، فإن عدم التأكد، والقلق يبقى قائما.

[1] - شقيري نوري موسى وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص: 32.

[2] - طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات وبنوك)**، مرجع سابق ذكره، ص: 149.

2- أهداف تلي الخسارة

الأهداف المهمة التي تلي الخسارة تتضمن ما يلي[1]:

- **استمرارية النمو:** فالنمو هدف تنظيمي هام، والوقاية من التهديدات التي تواجهه أحد أهداف إدارة المخاطر، واستراتيجيات هذه الأخيرة يمكن أن تسهل استمرارية النمو في حالة حدوث خسارة كان من الممكن أن تهدد ذلك النمو.

- **استقرار الأرباح أو المكاسب:** حيث ينبع هذا الهدف من التأثير الذي يمكن أن تحدثه التغيرات الواسعة في المكاسب، حيث يفضل المساهمون الأرباح المستقرة عن المكاسب التي تتقلب بشكل واسع، ولأن المستثمرين يفضلون عموما التدفق المستمر للدخل، فإن إدارة المخاطر يمكن أن تسهم بتخفيض التباينات في الدخل، التي تنتج عن الخسائر.

- **المسؤولية الاجتماعية:** يقلل هذا الهدف من التأثيرات التي سوف تحدثها الخسارة على الأشخاص، فتدابير منع الخسارة تعتبر جزءا لا يتجزأ من عملية إدارة المخاطر، لأنه عندما تشهر الشركة إفلاسها يتضرر الموظفون والملاك، أما عندما تحمي الاستراتيجيات المناسبة لإدارة المخاطر الشركة من تكبد خسائر فادحة، فإنه يتم تفادي الإفلاس وتداعياته.

رابعا- خطوات عملية لإدارة الخطر

تتضمن عملية إدارة الخطر ثلاث خطوات مهمة وهي تحديد الخطر، تحليله والسيطرة عليه والذي بدوره يتضمن اختيار الأسلوب المناسب لمعالجة التعرض للخسارة، وتنفيذ وإدارة البرنامج.

1- تحديد الخطر

ويكون بالنظر لكافة الأقسام التي تشكل المنشأة، ورؤية تفاعل كل قسم فيها، ونقاط الخلاف التي يمكن أن تظهر، كذلك يمكننا النظر إلى خارج المنشأة ذاتها، ونرى الطرق التي يمكن أن تهدد بها المنشأة البيئة المحيطة بها، وبالتالي الخطر الممكن حدوثه.

ومن خلال ذلك نرى كافة أشكال الخطر، وليست المخاطر التي يؤمن عليها فقط، أو المخاطر التي لنا بها معرفة من الماضي.[2]

ولكي يكون التشخيص للخطر فعالا هناك شرطين هما:

[1] - نفس المرجع السابق، ص: 149.

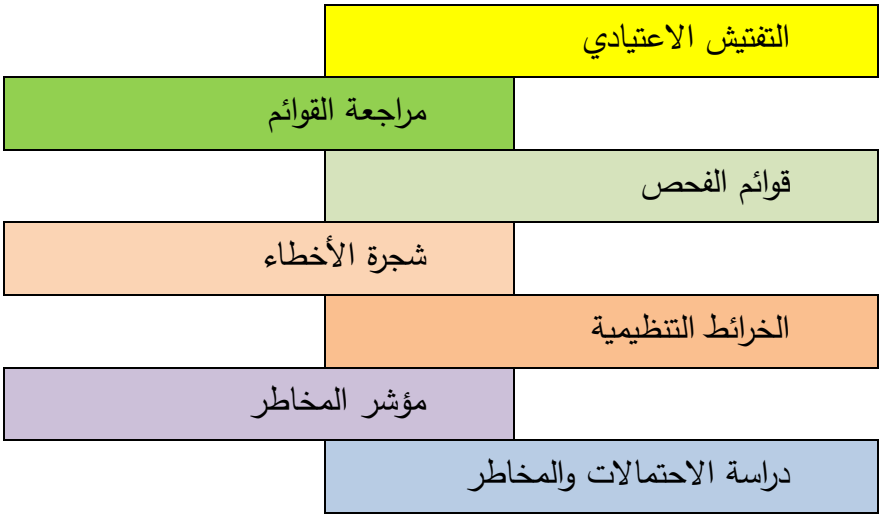
[2] -خالد وهيب الراوي، مرجع سابق ذكره، ص: 10.

- **تعيين الشخص الكفء لإدارة المخاطر:** لأن مدراء المنشأة منشغلين بالإنتاج، التسويق، المبيعات ...إلخ، ولا يجوز الاعتماد على تشخيص أحدهم للخطر، ما لم يكن ذلك موضحا كجزء من الوظائف المكلف بها، وفي بعض المنشآت يعين مدير الخطر من داخل المنشأة ، وفي بعض الأحيان من خارجها، كاللجوء لمكاتب الاستشارات الخاصة، لكفاءتها في الإدارة لهذه المخاطر.

- **توفير الوسائل اللازمة لتكون إدارة المخاطر فعالة:** كاستعمال التكنولوجيا المتطورة، والمتابعة الجيدة للمحيط الداخلي والخارجي للنشأة.[1]

وهناك الكثير من الطرق لتحديد الخطر، وكل طريقة من هذه الطرق لها دورها الذي تلعبه، يوجز بعضها في الشكل التالي:

الشكل (2-1): الطرق المستخدمة في تحديد الخطر.



المصدر: خالد وهيب الراوي، مرجع سابق الذكر، ص: 16.

2- تحليل الخطر

عندما يتم تحديد الخطر فإن الخطوة التالية هي قياس تأثير الخطر بالضرر الذي نعتقد حدوثه على المنشأة، ومن المحتمل أن يجرنا ذلك إلى التحليل الكمي.

إن تفاصيل ما حصل في الماضي بداية جيدة للبدء في التحليل من نقطة معينة لما نتوقع حصوله في المستقبل، فالخبرة عن الخسائر يمكن أن تشكل معلومات مفيدة على اتجاه ونوع المخاطر.

يجب النظر كذلك إلى الخسائر على أساس تأثيرها على المنشأة ككل، بصورة أساسية فإنه يمكن تحديد محصلة الخسائر، فهناك المحصلة الدنيا التي يمكن التنبؤ بها لذلك يتم التأمين عليها، والمحصلة

[1] - نفس المرجع سابق، ص: 10.

العليا تحمل بين طياتها خسائر ذات شدة عالية ولكن بتكرار منخفض، وهي الخسائر التي تدمر عند وقوعها، وهناك محصلة وسطى من الخسائر ذات الشدة المتوسطة والتكرار المعتدل.

فتحليل الخسائر في النهاية قد يكون جاهزا من قبل جهة أخرى (أو شخص)، أو جاهزا بصورة تقرير تم إعداده، ومن الضروري أن يكون يعبر عن الخسائر أو الخسائر المحتملة، وعن تأثير المخاطر بطريقة سهلة يفهمها الآخرين العاملين بالمنشأة.[1]

3- السيطرة على الخطر

وهي الخطوة النهائية في عمليات إدارة الخطر، وتمثل السيطرة الاقتصادية، ويمكن التفكير بهذا النوع من السيطرة من ثلاثة أوجه وهي:

3-1- التحكم في الخطر

وهي الخطوة الأولى في برنامج السيطرة على الخسائر، ويشمل الأساليب التي تخفض الخسائر قبل أو بعد حدوثها، ويجب أن نتأكد أن مستوى الخطر في أدنى صوره كلما أمكننا ذلك، وتخفيض الخسائر يتحقق في مرحلتين[2]:

- **التخفيض قبل الحادث:** وتشمل كافة الخطوات التي يعتقد مدير إدارة المخاطر كافية عند تحديد الخطر، وقبل وقوع أية خسارة.

- **التخفيض بعد الحادث:** ويشمل تلك الخطوات التي يعتقد مدير إدارة المخاطر أنها سببا في تخفيض تأثير الخسائر عندما يقع الحادث.

3-2- تمويل الخطر

وهي من طرق إدارة الخطر التي تعتمد على الحصول على تمويل لتعويض الخسائر المتوقعة نتيجة حدوث الخطر، وتنقسم إلى ثلاث طرق رئيسية وهي[3]:

- **الاحتفاظ:** وهي طريقة تقوم من خلالها المنشأة بتكوين احتياطي خاص لتعويض الخسائر المالية التي قد تلحق بها نتيجة وقوع الخطر، ويطلق على هذه الطريقة أيضا بالتأمين الذاتي.

---

[1] -خالد وهيب الراوي، مرجع سابق ذكره، ص: 15.

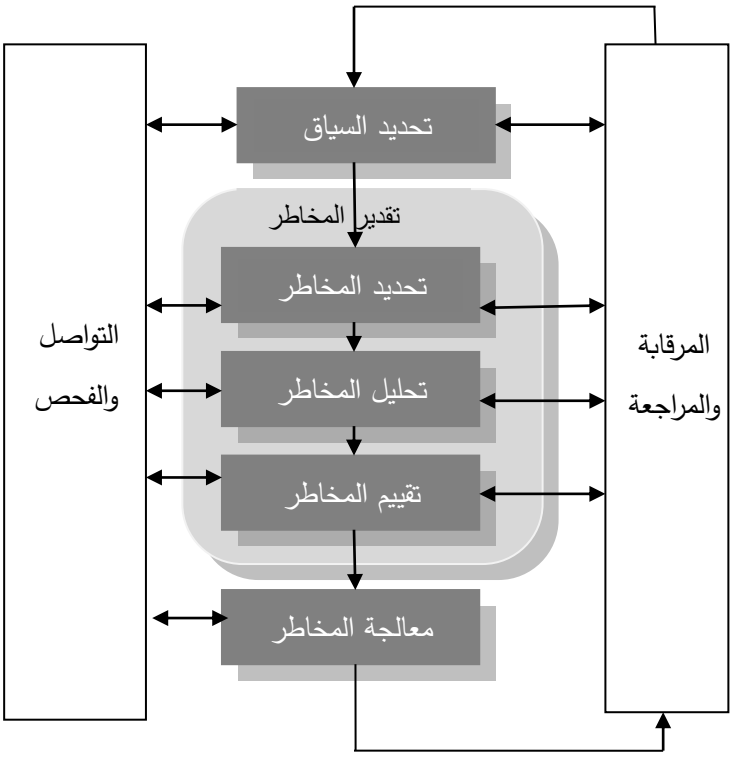
[2] - نفس المرجع سابق، ص: 20.

[3] - سامر محمد عكور وهاني ارتيمة، **إدارة الخطر والتأمين من منظور إداري كمي وإسلامي**، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 30.

- **التأمين:** وهو أحد طرق تحويل الخطر إلى طرف آخر وهو المؤمن، حيث يتعهد هذا الأخير من خلال عقد مبرم بينه وبين المؤمن له بتعويض عن الأضرار المغطاة مقابل دفع الأقساط، أما المؤمن فيقوم بتقليل الخطر عن طريق تنويع العقود وزيادة عددها.

- **التحـــوط:** ويكـون عـن طريـق عقـود المشـتقات الماليـة كعقـود الخيـار (Option)، العقـود الآجلة (Forward Contract)، العقود المستقبلية (Futures)، وعقود المبادلة (Swaps).

الشكل(2-2): عملية إدارة المخاطر.



Source: Paul Hopkin, **Fundamentals of risk management-Understanding, evaluating and implementing effective risk management**, 4Th Edition, Kogan Page, United States, 2017, P: 79.

المبحث الثاني: مخاطر السوق(تعريفها، أهمية تقييمها، طرق قياسها)

تعد المخاطر العنصر الهام الذي يجب وضع إستراتيجية له، لأنها قد تكون سبب في فشل المنشأة وزوال نشاطها، لذلك وضعت لها مسارات وخطط للتعامل معها وقياسها، وهذا لتخفيض العبء الناتج عن وقوعها.

المطلب الأول: تعريف مخاطر السوق وأهمية تقييمها

أولا- تعريف مخاطر السوق

لمخاطر السوق عدة تعريفات نذكر أهمها:

تعريف1: هي المخاطر الناتجة عن تغيرات في حركة أسعار السوق نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأسهم وأسعار السلع[1].

تعريف2:هي الخسارة التي يمكن أن تنجم جراء تغيرات غير متوقعة في القيمة السوقية للأدوات المالية، وتشمل (مخاطر معدل الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر تغيرات أسعار الأسهم إضافة إلى المخاطر المرتبطة بأسعار المواد الأولية[2].

تعريف 5: هي الخسارة المحتملة الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة، أسعار السلع، أسعار الصرف وأسعار الأدوات المالية، وذلك بسبب التطورات غير المواتية لعوامل السوق، بمعنى أن مخاطر السوق تنتج عن التغيرات المعاكسة لأسعار السوق أو التي ليست في صالح المنشأة[3].

من خلال التعريفات السابقة يستنتج أن مخاطر السوق هي الخسائر التي تتكبدها المنشأة نتيجة للتقلبات غير المتوقعة لقوى العرض والطلب وتقلب أسعار السوق المتمثلة في أسعار الصرف، أسعار الفائدة، أسعار الأدوات المالية وأسعار السلع. حيث تتأثر بها كل المنشآت الداخلة في السوق دون استثناء، كل حسب نشاطه، ولا يمكن التخلص منها بالتنويع بل يمكن إدارتها للتخفيف من تكلفتها.

---

[1]- Apostolik Richard, Donohue Christopher, Went Peter, **foundations of banking risk - an overview of banking, banking risks, and risk-based banking regulation** -, john wiley & sons, inc., Canada, 2009, P: 15.

[2] - CHABERT Dominique, **Manuel d'économie bancaire appliquée "Au cœur des entreprises bancaires**, Revue Banque Edition, 2007, P:164.

[3] - نجار حياة، "**إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل- دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية**"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014 - 2013 ، ص: 56.

ثانيا- أهمية تقييم مخاطر السوق

نظرا للخسائر الكبيرة التي تتعرض لها المنشأة جراء تعرضها لمخاطر السوق، بارتباطها بظروف اقتصادية لا يمكن السيطرة عليها لذلك يطلق عليها بالمخاطر المنتظمة، لأنه ليس من المهم أن تحدد المنشأة المقاييس الملائمة لهذه النوع من المخاطر فحسب بل يجب أن تحلل وتقاس المخاطر الأساسية التي تواجه المنشأة، ومن جانب آخر فإن العوائد المحققة في ظل مخاطر السوق تحتاج إلى تنبؤ دقيق بسبب حالة عدم التأكد التي ترافق تحقيق هذه العوائد الناتج عن التقلبات السوقية والبيئة الاقتصادية التي تعمل بها المنشأة، ولهذه المخاطر أهمية كبرى ما يدفع الإدارة العليا للمنشأة أن توليه الاهتمام الكبير، لذلك فإن عملية التقييم لهذه المخاطر لها أهمية بالغة لإدارة هذه الأخيرة، والتقليل من تأثيراتها السلبية على نشاط المنشأة واستمرارها. ويمكن تبيين أهمية تقييم مخاطر السوق بالآتي:

- **تقييم الأداء:** تسمح بوجود نظام عقلاني إضافي ناتج من احتساب نسبة العائد إلى المخاطرة للتداول؛

- **تخصيص الموارد:** المقارنة بين العوائد والمخاطر السوقية في المراكز المختلفة للتداول، والتي تسمح بتحديد أي المجالات ذات العائد الأكبر، أي التي تحقق عوائد عالية مقابل وحدة من المخاطر والتي يمكن أن يواجهها رأس المال بموارد أكثر؛

- **إدارة المعلومات:** تعمل قياس المخاطر السوقية على توفير معلومات لتقديم تقارير وعرضها على الإدارة العليا، توضح فيها المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة والمستثمرين والمتداولون في سوق المال، عن طريق مقارنة كشف المخاطر مع الموارد الرأسمالية للمنشأة؛

- **التشريعات:** إن ارتفاع تكلفة بعض المخاطر يدفع المشرع إلى نص قوانين للتقليل من حدوثها أو التقليل من حدة تأثيرها، فمثلا بالنسبة للبنوك فإن لجنة بازل والإحباطي الفدرالي الأمريكي سن قوانين لمتطلبات رأسمالية عالية تخص المخاطر المنتظمة(السوقية)؛

- **وضع الحدود:** يساعد التنبؤ بمخاطر السوق لمحافظ المتداولين على وضع الحدود المناسبة لهذا الخطر والتي تسمح بتأسيس محددات منطقية للمركز المالي لكل متداول في كل منطقة من السوق.[1]

[1] - علي احمد الخفاجي وبشار ذنون الشركجي، **تقدير المخاطر السوقية التي تواجه المصارف-دراسة على عينة من المصارف الخاصة المسجلة في سوقي العراق وعمان للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين**، المجلد 37، ملحق العدد119، 2018، (ص- ص): (73-84).

المطلب الثاني: أنواع مخاطر السوق ومؤشرات قياسها

أولا- أنواع مخاطر السوق

نعبر عن المخاطر المنتظمة بمخاطر السوق، لأنها مخاطر تمس كل المداولين في السوق المالي، ولا نستطيع السيطرة عليها بالتنويع، حيث تتضمن مخاطر السوق كل من مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف الأجنبي ومخاطر الأسعار.

1- مخاطر أسعار الفائدة

1-1- تعريف سعر الفائدة: يعبر سعر الفائدة عن مقدار العائد أو النسبة التي يحصل عليها صاحب المال مقابل إيداع مبلغ معين في البنوك، كما تمثل مقدار العائد أو النسبة التي يدفعها للبنك مقابل اقتراضه مبلغ معين من المال[1].

يعرف سعر الفائدة على انه المتغير اقتصادي الذي يعمل على الربط بين المقرضين والمقترضين في علاقات تمويلية، إذا فهو يعتبر السعر الذي يدفعه المقترض لقاء استخدامه أموال المقرض خلال مدة زمنية متفق عليها[2].

1-2- أنواع أسعار الفائدة[3]

- **أسعار الفائدة الرئيسية:** هي معدلات النقد المركزي، التي يقرض بها البنك المركزي بنوكه التجارية، وتحدد على أساسها معدلات الإقراض فيما بين البنوك.

- **أسعار فائدة السوق النقدية:** يتم على أساسها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل القابلة للتداول كسندات خزينة، شهادات إيداع وغيرهما.

- **أسعار السوق المالية أو المعدلات طويلة الأجل:** تصدر هذه الأسعار على أساسها السندات وتحدد معدلات التمويل في الأجل الطويل.

- **أسعار الفائدة الثابتة:** أي إن معدل الفائدة المعلن عنه يبقى ثابتا دون تغيير على طول فترة التوظيف أو القرض.

---

[1] - مريمه لكصاسي، مبارك قرقب، **العلاقة بين سعر الفائدة وسعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 1995-2019، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية**، مجلد 12، العدد1، جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي، الجزائر، 2021، (ص- ص): (33-46).

[2] - مختاري عادل، بن البار احمد، **أثر تغيرات أسعار الفائدة وحجم الكتلة النقدية على سعر الصرف في الجزائر- دراسة قياسية باستخدام منهجية للفترة 1980-2018، مجلة التنظيم والعمل**، المجلد9، العدد3، جامعة معسكر، الجزائر، 2021، (ص- ص): (49-65).

[3] - عبد الرحمان تومي، ذباح هشام، **المفاضلة بين معدل الربح ومعدل الفائدة في تمويل التنمية الاقتصادية، حالة السوق الماليزي للفترة 1999-2016، مجلة دراسات اقتصادية**، المجلد 17، العدد1، ، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، 2017، (ص- ص): (79-92).

أسعار الفائدة القابلة لإعادة النظر فيها: تتغير فيها المعدلات تبعا لمؤشرات مرجعية، يمكن أن تكون المعدلات الرئيسية أو المعدلات على السندات.

- **أسعار الفائدة المتغيرة:** تتغير هذه المعدلات باستمرار وفق أرقام قياسية مرجعية، أما مبلغ الفائدة المدفوع فلا يمكن معرفته إلا عند استحقاق القرض أو نهاية مدة التوظيف.

1-3- العوامل المؤثرة في سعر الفائدة

هناك عدة عوامل تؤثر على سعر الفائدة، ويكون هذا التأثير مباشر أو غير مباشر، تتمثل هذه العوامل في [1]:

- **السياسة النقدية:** إن التغير في عرض النقود(السياسة النقدية) التي يتبعها أي بلد تؤثر على عرض العملة للتداول، والذي يؤدي إلى حدوث تغير في المستوى العام للأسعار، وكذا ممارسة السلطة النقدية لتحديد حجم النقود في الاقتصاد وذلك من خلال تحديد حجم الودائع تحت الطلب، أي أن زيادة المعروض من النقود يودي إلى انخفاض أسعار الفائدة واحتمال ارتفاع معدلات التضخم، والعكس صحيح.

- **السياسة المالية:** إن زيادة حجم الدين العام لأي بلد بسبب السياسة التوسعية (الإنفاقية) التي تتبعها يجعلها تلجأ إلى الاقتراض من البنوك، وهذا الأمر يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة مع ثبات العوامل الأخرى.

- **النشاط الاقتصادي:** يحدث النمو الاقتصادي تأثيرا على الناتج المحلي، الأمر الذي يتطلب تمويلا إضافيا، هذا الطلب يعمل على زيادة الطلب على النقود الذي يودي بدره إلى ارتفاع أسعار الفائدة، وخاصة عندما يرافق ذلك ارتفاع معدلات التضخم، وتوسع في عرض النقد الناتج عن اتخاذ سياسة نقدية توسعية، والعكس صحيح.

- **تفضيل السيولة:** إذا كانت الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق عائدا أكبر، أي تكون ذات سيولة أعلى من الأوراق المالية قصيرة الأجل فإن ذلك يؤثر على أسعار الفائدة.

- **توقعات المستثمرين:** تتأثر أسعار الفائدة بتوقعات المستثمرين والتي تتأثر هي الأخرى بمعدلات التضخم المتوقعة، فمن الآثار السلبية للتضخم هو انخفاض القدرة الشرائية للنقد، ولذلك يطالب المودعين

[1] - آمنة أحمد مظلوم، هشام طلعت عبد الحكيم، **أثر مخاطر السوق على الاستثمار الأجنبي غير المباشر- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم المالية والمحاسبية**، المجلد2 العدد6، 2022،(ص- ص): (101-130).

برفع سعر الفائدة على أموالهم المودعة في البنوك لتعويض الانخفاض في قيمة مدخراتهم بسبب ارتفاع نسبة التضخم.

1-4- تعريف مخاطر سعر الفائدة

تعريف 1: يعرف سعر الفائدة على أنه أجر كراء النقود، حيث يلتزم المقترض بدفعه إلى البنك مقابل التنازل المؤقت له عن السيولة، وتدخل اعتبارات كثيرة في تحديد معدل الفائدة، فمن بين هذه الاعتبارات ما يرتبط بالقرض ذاته، ومنها ما يرتبط بوضعية السوق النقدية بصفة عامة، ويعتبر مؤشر هام تقاس على أساسه تطورات العديد من التغيرات الاقتصادية والنقدية [1].

تعريف 2: هي عبارة عن تعرض الموقف المالي للمؤسسة المالية أو البنك للتقلبات في أسعار الفائدة، وهي مخاطر تنشأ عن عدة مصادر، كإعادة تقييم الأصول والخصوم، والبنود خارج الميزانية[2].

تعريف 3:هي مخاطر مرتبطة بتقلبات سعر الفائدة في الأسواق المالية، فقد يحدث وان يتعاقد البنك على قبول معدلات فائدة ثابتة حاليا قد تفوق معدلات الفائدة على التوظيفات المالية مستقبلا، وتقلبات أسعار الفائدة التي تتحدد في السوق بناء على تفاعل قوى العرض والطلب على الأموال، مما قد تكلف البنك خسائر قد تكون فوق طاقته المالية بحيث لا يمكنه تغطيتها بأرباحه الآنية[3].

من خلال التعريفات السابقة يستنتج أن مخاطر سعر الفائدة هي الخسائر المرتبطة بتقلبات سعر الفائدة في الأسواق المالية، والتي لها عدة مصادر منها إعادة تقييم الأصول والخصوم، والبنود خارج الميزانية.

1-5- الأشكال الأساسية لمخاطر أسعار الفائدة

تتمثل الأشكال الأساسية لمخاطر أسعار الفائدة فما يلي[4]:

- **مخاطر إعادة التسعير:** في تواريخ إعادة تسعير(Gaps) ، تنتج هذه المخاطر عند ظهور فوارق أو فجوات في الأدوات المالية التي تتأثر بأسعار الفائدة، و المسجلة في الأصول والخصوم وخارج الميزانية بعد تبويبها في جدول للفترات الزمنية، وذلك وفقا لتاريخ إعادة تسعيرها بالنسبة للأدوات المالية ذات أسعار الفائدة المتغيرة، أو وفقا لتواريخ استحقاقها بالنسبة للأدوات المالية ذات أسعار الفائدة الثابتة.

---

[1] – الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك** ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004، ص: 70.

[2] – طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 270.

[3] – بوعتروس عبد الحق، **الوجيز في البنوك التجارية**، جامعة منتوري، قسنطينة، ص: 51.

[4] – شاوش اخوان سهام، **النماذج المستخدمة لقياس مخاطر سعر الفائدة وأثرها على ربحية البنوك، مجلة العلوم الإنسانية**، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد17، العدد 2، 2017، (ص- ص): (439-452).

- **مخاطر تغير انحدار منحنى العائد:** تنتج هذه المخاطر نتيجة حدوث تقلبات غير متساوية بين نسبة الفائدة المدفوعة لأجل قصير ونسبة الفائدة المدفوعة لأجل طويل عن أداة مالية معينة ، كأن ينخفض مثلا معدل الفائدة لسند دين صادر عن جهة معينة يستحق بعد ثلاثة أشهر، بنسبة تفوق نسبة انخفاض معدل الفائدة المدفوع عن سند آخر، صادر عن نفس الجهة يستحق بعد سنتين.

- **مخاطر تغير أساس معدلات الفوائد المستعملة للتسعير:** تنشأ هذه المخاطر عند تغير العلاقة بين مؤشر سعر الفائدة الأساسي أو سعر الفائدة الفضلى ومؤشر **(Libor)**، كأن يتم مثلا تسعير قرض ممنوح على أساس الفائدة الأساسي أو سعر الفائدة الفضلى، بينما يتم تسعير وديعة على أساس مؤشر **(Libor)**، حيث يحدث أن تتغير العلاقة بين هذين المؤشرين قبل تاريخ إعادة التسعير مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض هامش الفائدة.

2- مخاطر أسعار الصرف

تتغير أسعار صرف العملات بسبب تغيرات العرض والطلب عليها والعوامل الاقتصادية والسياسية، هذه التقلبات تؤثر على قيمة الاستثمارات والمعاملات المالية الدولية.

2-1- أنواع سعر الصرف

- **سعر الصرف الاسمي** [1]: هو مقياس لقيمة عملة بلد ما، والتي يمكن مبادلتها بقيمة عملة بلد آخر، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعا لتغير الطلب والعرض.

وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي وهو المعمول به في التعاملات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية. كما أن سعر الصرف الاسمي يتغير يوميا بالإيجاب أو السلب بالنسبة لقوة العملة مقابل العملات الأخرى في سوق الصرف، حيث يستجيب هذا السعر لمجموعة من المحددات كتغير الأسعار المحلية والدولية وتطور أسعار الفائدة بالإضافة إلى العوامل النفسية للمتعاملين، كما تتحدد اتجاهات تقلبات سعر الصرف الاسمي من خلال مؤشر سعر الصرف الذي يعكس متوسط التقلبات في قيم العملات الأخرى بالنسبة لعملة معينة، وذلك مع إعطاء كل عملة من العملات وزنا مرجحا بالتوازي مع دور الدولة في العلاقات النقدية والتجارية الدولية.

[1] - عبد الرحمان علي الجيلاني، **أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل**، المجلد 4، العدد3، جامعة مصطفى اسطنبولي، معسكر،2015، (ص- ص): (5-16).

- **سعر الصرف الحقيقي** : يحدد سعر الصرف الحقيقي عدد وحدات السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي فهو يقيس القدرة على المنافسة، فكلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي أي كلما زاد عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحة من السلع المحلية، فإن قدرة الاقتصاد المحلي على المنافسة تنخفض، والعكس صحيح. ويتضح من هذا التعريف أن العلاقة بين القدرة على المنافسة ومستوى سعر الصرف الحقيقي عكسية، كما أن سعر الصرف الحقيقي يتأثر عكسيا بتغير سعر الصرف، فكلما ارتفع سعر الصرف كلما انخفض سعر الصرف الحقيقي. [1]

- **سعر الصرف الفعلي:** يعرف سعر الصرف الفعلي على أنه عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة فعليا أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة متضمنة في ذلك التعريفات الجمركية، رسوم...إلخ. ويعرفه بعض الاقتصاديين على أنه عبارة عن متوسط سعر العملة المحلية بالنسبة لمجموعة أو سلة من عملات الأجنبية، حيث ترجح على أساس وزنها وأهميتها في التجارة الخارجية، وبالتالي فهو يعطي فكرة عامة عن قيمة العملة. [2]

2-2- أنظمة سعر الصرف:

لقد عرف سعر الصرف عدة محطات في تطوره بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى نظام التعويم، وكان هذا التطور منذ نظام (**بريتون وودز**) عام 1971 في اتجاهين مختلفين، حيث اتسم الاتجاه الأول بالمحافظة على استقرار أسعار الصرف ضمن تكتلات إقليمية، كما في البلدان الأوروبية، . أما الاتجاه الثاني فاتسم بالمرونة بين العملات الرئيسية. ومنذ ذلك الوقت عرف نظام الصرف نوعين أساسيين نظام سعر الصرف الثابت ونظام سعر الصرف المعوم. [3]

2-2-1- نظام سعر الصرف الثابت

يقصد بسعر الصرف الثابت تحديد سعر معين لعملة الدولة، وقد تحدد قيمة العملة بالذهب أو بعملة أخرى، ويستلزم الأمر تدخل السلطات النقدية الممثلة في البنك المركزي في السوق النقدية، لدعم ثبات سعر الصرف، فإذا كان هناك فائض في العملة المحلية ف البنك المركزي يقوم بشرائها عن

[1] - محمد حسني محمد وآخرون، **سياسات إدارة أسعار الصرف في البلدان العربية**، شركة أبو ضبي للطباعة والنشر، الإمارات العربية المتحدة، 1997، ص: 17.

[2] - عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2003، ص: 05.

[3] - المرجع السابق، ص: 115 .

طريق بيع العملة الأجنبية الموجودة في احتياطاته، وذلك لحماية العملة المحلية من الانخفاض في قيمتها والعكس صحيح في حالة الفائض في العملة الأجنبية. [1]

وفي ظل هذا النظام يتم تثبيت سعر صرف العملة من خلال[2]:

✓ **عملة واحدة:** هذه العملة تتميز بمواصفات معينة، كالقوة والاستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة، دون إحداث تغيير إلا في بعض الحالات، كما هو حال الفرنك الإفريقي سابقا، مع الفرنك الفرنسي وكما هو الحال للدينار الأردني مع الدولار الأمريكي.

✓ **سلة عملات:** وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقا من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة، كما هو شأن الدينار الإماراتي أو الربط حاليا باليورو.

2-2-2- نظام سعر الصرف العائم

سعر الصرف العائم هي عبارة عن سعر صرف مرن وقابل للتعديل، على أساس بعض المعايير منها:

- **مؤشرات اقتصادية للبلد:** تعدل أسعار صرفها تلقائيا استنادا إلى مؤشرات مختارة مثل سعر الصرف الحقيقي الفعال.

- **التعويم المدار:** وضمن هذا المنظور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية، والذهب، وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات.

- **التعويم الحر:** وهو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملة أن تتغير صعودا ونزولا حسب قوى السوق. ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الأخرى بالتحرر من قيود سعر الصرف، وبالتالي فإن تعويم العملات يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة، ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها أن تتكيف مع الأوضاع السائدة لا أن تشكل تعقيدا. [3]

2-3- العوامل المؤثرة في سعر الصرف

- **سعر الخصم:** توجد في كثير من الحالات علاقة طردية بين سعر الصرف وسعر الخصم، حيث أن رفع سعر الخصم في بلد ما يؤدي إلى زيادة القيمة الخارجية لعملة ذلك البلد، لأنه إذا تم رفع سعر

[1]- عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، مرجع سابق ذكره، ص: 115 .

[2]- نفس المرجع السابق، ص: 115 .

[3]- نفس المرجع السابق، ص: 115 .

الخصم فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في سعر الفائدة والذي يعمل بدوره على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبذلك يرتفع الطلب على العملة المحلية من الأجانب، مما يؤدي إلى ارتفاع في سعر صرفها، وعكس كذلك في حالة تم انخفاض سعر الخصم، فإنه يؤدي هذا الانخفاض إلى انخفاض في سعر الفائدة وبالتالي انخفاض القيمة الخارجية لعملة المحلية. [1]

- **حالة ميزان المدفوعات:** حيث نجد ذلك في ناتج حساب العمليات الجارية أي وضع الصادرات والواردات من السلع والخدمات، فإذا تحقق فائض في الحساب يرتفع الطلب على العملة المحلية، وبذلك يرتفع سعر صرفها، ويحدث العكس في حالة حدوث عجز، فإن سعر الصرف ينخفض.

أما في ناتج حساب العمليات الرأسمالية أي حجم الاستثمارات التي تدخل إلى الدولة أو تخرج منها، فانتقال رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى يزيد من حجم الطلب على عملة الدولة التي انتقلت إليها رؤوس الأموال، وبالتالي فإن سعر صرف عملتها سيرتفع ، ويحدث العكس بالنسبة لعملة الدولة التي انتقلت منها رؤوس الأموال. [2]

- **معدل التضخم:** يعرف التضخم على انه ارتفاع مستمر في الأسعار يعاني منه الاقتصاد نتيجة لانخفاض قيمة النقود. فهناك عدة أسباب للتضخم من بينها زيادة الطلب على العرض فترتفع الأسعار، وهناك حالة دفع النفقات، وذلك عندما ترتفع النفقات الصناعية وخصوصا في بند الأجور فتدفع الأسعار إلى أعلى، بالإضافة إلى بعض العوامل الخارجية مثل ارتفاع أسعار المواد الأولية كالبترول، مما يؤثر على موازين المدفوعات، وبالتالي على استقرار العملة المحلية. [3]

- **الضغوط والمشاكل السياسية:** إن الضغوط والمشاكل السياسية التي قد يتعرض لها البلد تؤثر على سعر صرف العملة المحلية، من منطلق تأثيرها على التدفقات الرأسمالية من وإلى الدولة، فرؤوس الأموال تخرج من الدولة التي تتصف أحوالها بالاضطراب وعدم الاستقرار، بحثا عن سوق آمن، ومثال ذلك مشكلة الإرهاب بالنسبة للجزائر وأحداث 11 سبتمبر بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية. [4]

- **السياحة:** إن دخول السياح لبلد ما يؤثر ايجابيا على سعر صرف عملته المحلية بسبب زيادة الطلب عليها، ويؤثر سلبا في حالة خروج السياح وذلك بسبب انخفاض الطلب على العملة المحلية، وهكذا

---

[1]- مروان عطوان، **أسعار صرف العملات (أزمات العملات في العلاقات النقدية الدولية)**، دار الهدى، الجزائر، 1992، ص :80.

[2] – مدحت صادق، **النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية**، دار الغريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997، ص : 126.

[3] – مدحت صادق نفس المرجع ، ص : 242.

[4] – نفس المرجع، ص: 126.

يتأثر قطاع السياحة في البلد بشكل مباشر بتغيرات سعر الصرف العملة المحلية، فإذا كانت عملة بلد ما مغالي فيها فان ذلك يعوق حركة السياحة الخارجية، مما يؤثر على الدخل القومي من السياحة. [1]

2-4- ترميز العملة[2]

يتم التعبير عن مختلف العملات بواسطة ثلاث أحرف لاتينية، الحرفان الأولان يختصان بإسم البلد، والحرف الأخير يعبر عن اسم العملة. مثال ذلك JPY، (Y) يعبر عن الين و(JP) تعبر عن اليابان.

الجدول التالي يظهر بعض رموز أهم العملات:

الجدول(2-1): رموز أهم العملات.

الرمز	USD	EUR	JPY	GPB	DZD
العملة	الدولار الأمريكي	اليورو	الين الياباني	الجنيه الإسترليني	الدينار الجزائري

المصدر: قواجلية ابتسام، " **دور مؤشرات الأسواق في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية- دراسة حالة محفظة استثمارية دولية**"، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2019-2020، ص: 102.

يقرأ سعر الصرف بالتعبير عنه بدلالة عملة أخرى، مثل JPY/USD، حيث تقرأ: الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، بمعنى وحدة واحدة من الين الياباني مقابل عدد معين من وحدات الدولار الأمريكي، بحيث أن العملة JP الموجودة على اليسار هي العملة المسعرة وتعطى لها قيمة 1 أو 100 حسب وحدة البلد، أما العملة USD الموجودة على اليمين فهي عملة التسعير.

كما أن سعر شراء العملة الذي يرمز له بالرمز BID يختلف عن سعر بيعها، والذي يرمز له بالرمز ASK، بحيث يكون سعر البيع دائما أكبر من سعر الشراء، والفرق بينهما يسمى الهامش ويرمز له بالرمز Spread.

أما عن قراءة أسعار العملات فإنه يقرأ إلا الرقمين الأخيرين، وهذين الرقمين يسميان بـ PiPS، أما الرقمان الأوليان يسميان بالواجهة.

مثال:

الرمز	BID	ASK
EUR/USD	1.28312	1.28332

[1] - نفس المرجع ، ص: 127.

[2]- قواجلية ابتسام، " **دور مؤشرات الأسواق في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية- دراسة حالة محفظة استثمارية دولية**"، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2019- 2020، ص: 102.

2-5- تعريف مخاطر سعر الصرف

تعريف 1: يقصد بمخاطر سعر الصرف مخاطرة حدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية، والتي تؤثر على كافة المنشآت المتعاملة، والتي تشتري أو تبيع لعملاء، وتتم عمليات الشراء أو البيع بعملات أجنبية، وكذلك المنشآت التي تكون ليها استثمارات أو شركات فرعية في بلدان أجنبية، أو التي تكون مبالغها المقترضة بعملات أجنبية[1].

تعريف 2: فرصة تكبد أذى أو ضرر أو خسارة، فهو احتمال الخسارة في الموارد المالية والشخصية نتيجة عوامل غير منظورة.[2]

تعريف 3: مخاطرة سعر الصرف تعني درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى أو العملة المرجعية[3].

من خلال التعريفات السابقة نستنتج أن مخاطر سعر الصرف والتي تسمى أيضا بمخاطر العملة هي نوع من المخاطر المالية التي تنشأ نتيجة لتقلبات أسعار صرف العملة مع عملة أخرى أو عدة عملات، حيث تؤثر هذه المخاطر على القيمة النقدية للمعاملة التجارية أو الاستثمار الدولي، فتؤثر بشكل مباشر على الإرباح، للمنشآت والأفراد التي تتعامل بالعملات الأجنبية.

2-6- أسباب نشوء مخاطر سعر الصرف

هناك مجموعة من المعاملات تتسبب في نشوء مخاطر الصرف نذكرها فيما يلي[4] :

- **فواتير الاستيراد:** تسديد المستورد لمستحقات عملية شراء بضاعة أجنبية في فترة لاحقة متفق عليها مع المصدر، وذلك بعملة المصدر أو عملة أجنبية أخرى مقبولة عند الطرفين، وبالطبع المستورد لا يملك هذه العملة وبالتالي سيقوم بشرائها من سوق الصرف، لكن سعر الصرف بين عملة المستورد والعملة الأجنبية في تاريخ شراء البضاعة والتاريخ المتفق عليه للتسديد لا يبقى نفسه، وإنما يتغير متجها نحو الأعلى أو نحو الأسفل، وعليه عندما يرتفع سعر صرف عملة المستورد فهذا يعني أنه سيدفع وحدات نقدية أكبر للحصول على العمل الأجنبية على عكس ذلك إن قام المستورد بشراء العملة الأجنبية عند

---

[1] – عبد الكريم أحمد قندوز، **المشتقات المالية**، ، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص: 93.

[2] – طارق طه، **إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية**، دار الزارطية، مصر، ص: 229.

[3] – Shapiro Alanc, **Multinational Financial Management** , 07th Edition, Wiley, 2003, P: 534.

[4] – مانع سهام، **"أثر تقلبات أسعار النفط على سعر صرف الدينار الجزائري"**، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مصرفية، شعبة علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، ، 2018-2019، (ص، ص): (77،78).

تاريخ استلام البضاعة فإنه سيدفع وحدات نقدية أقل من عملته الوطنية، وبالتالي نتيجة تأخير المستورد لعملية شراء العملة الأجنبية عند التاريخ الثاني بدل الأول تحمل خسارة إثر ارتفاع تكلفة البضاعة المشتراة، والمتأتية من ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية؛

- **تحصيل المستحقات الأجنبية:** في بعض الحالات عندما تحصّل المنشآت المالية والاقتصادية مستحقاتها الأجنبية ستقوم بدون شك بتحويلها إلى العملة الوطنية وفق سعر الصرف السائد في فترة التحويل، ومع التقاء المؤسسات بحالة انخفاض سعر صرف العملة الوطنية فإن القيمة التي ستتحصل عليها بعد عملية التحويل ستكون أقل من القيمة التي كانت تتوقعها والتي حددتها بسعر الصرف السائد عند لحظة استلامها لوثائق المستحقات، هذا الفارق بين القيمة المحققة فعلا والقيمة المتوقعة حدث بفعل تقلب سعر صرف العملة الوطنية مقابل الأجنبية في الاتجاه المعاكس لمصالح المنشآت؛

- **امتلاك فروع في دول أخرى:** يمكن أن تنشأ مخاطر سعر الصرف كذلك لدى المنشآت التي تملك فروع في دول أخرى من العالم، وبالتالي عند قيامها بجرد المخزون والأصول التي تمتلكها في الخارج وتقيمها بالعملة الوطنية، ومع تصادفها بانخفاض سعر صرف عملتها الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية للدول التي توجد فيها ممتلكاتها، فإن قيمتها ستنخفض بشكل كبير مما يؤثر ذلك سلبا على ميزانية المنشأة. كذلك عند تحقيق المنشآت التي لها فروع في الخارج أو استثمارات أجنبية أرباحا بالعملة الصعبة، ستقوم بنقلها وتحويلها إلى عملة المنشأة الأم، ومع توافق عملية التحويل بين العملات وبحصول تذبذبات في أسعار الصرف ستتحول الأرباح الكبيرة المحققة في الخارج بالعملات الأجنبية إلى أرباح قليلة بالعملة الوطنية مما تتحمل بذلك هذه المنشأة خسائر ناجمة عن عملية التحويل من العملات الأجنبية إلى العملة المحلية للشركة الأم نتيجة التغيرات غير المتوقعة وغير المناسبة في أسعار الصرف بين العملات؛

- **الديون والاعتمادات الخارجية**[1]: يقتضي كل اعتماد أو دين بعملة أجنبية لأجل وضعية صرف قابلة لأن يعبر عنها بواسطة خطر صرف، وبالفعل فإن تغيير معدلات الصرف بين الوقت الحاضر والمستقبل تدخل تغيير بالضرورة على قيمة الدين أو الاعتماد، وهو ما يتسبب في تحقيق ربح أو خسارة، ويمكن رفع المخاطر التي قد تترتب على عمليات الصرف الأجنبي.

[1] - مدحت صادق، **النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية**، دار الغريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997، (ص، ص): (133، 136).

3- مخاطر التضخم

مخاطر التضخم هي المخاطر الناتجة عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، ومن ثم انخفاض القوة الشرائية للعملة. [1]

فبسبب التضخم تتراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثروة المستقرة، أي أنها عدم التأكد بشان القوى الشرائية المستقبلية للأموال المستثمرة، وتصل مخاطر التضخم إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل المدخرات والودائع والسندات وغيرها من العقود التي تدفع فوائد ثابتة، وعندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة فإن قيمة المدخرات ستعاني من هبوط في القوى الشرائية . [2]

4- مخاطر أسعار الأدوات المالية

تعبر مخاطر الأدوات المالية على الخسائر الناتجة عن تدني القيمة السوقية لأحد الأدوات المالية بمرور الزمن، بسبب التدني في أسعار الصرف أو أسعار الفوائد، الذي يؤدي إلى تدني في قيمة الأصل، ونظرا لأن المستثمر أو المنشأة تستثمر في محافظ أوراق مالية فإنه عرضة بشكل كبير لأن تنخفض أسعار هذه الأدوات محققة بذلك خسارة له. [3]

5- مخاطر أسعار السلع

مخاطر أسعار السلع هي الخسارة المحتملة بسبب التغير المعاكس في أسعار السلع، حيث أن قيمة السلع تتقلب بصفة كبيرة بسبب التغيرات في الطلب والعرض.[4]

وتبدو تأثيراتها واضحة في المنشآت التي تتاجر بالسلع، العقارات، المواد الأولية والمعادن الثمينة، فينبغي أن تأخذ المنشأة بعين الاعتبار أن احتفاظها بسلع أو أصول حقيقية بغرض البيع أو التأجير يمكن أن ينجر عنه تراجع هوامش الأرباح عليها، وحتى تكبد خسائر محققة في الهبوط لقيمتها السوقية بشكل مفاجئ وغير محسوب، على غرار ما تنكشف له المنشآت التي تملك محفظة متاجرة بالذهب، العقار

[1] – عبد الكريم أحمد قندوز، "ادارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق ذكره، ص: 14.

[2] – طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ذكره، ص 206 .

[3] – لويزة أوصغير، **مخاطر السوق في البنوك لدولية وإستراتيجيات إدارتها حسب المعايير الدولية للجنة بازل- مجموعة سوسيتي جنرال نموذجا-، مجلة نور للدراسات الاقتصادية**، مجلد 6 العدد10، المركز الجامعي نور البشير البيض، الجزائر ، 2020، (ص- ص): (69-78).

[4] – Apostolik **Richard**, Donohue **Christopher**, Went **Peter**, op-cit, P: 17.

ومحفظة أصول حقيقية، موجهة للقرض الإيجاري العملياتي ومحفظة أصول مالية لتداولها في السوق المالي[1].

ثانيا- مؤشرات قياس مخاطر السوق

لقياس مخاطر السوق هناك عدة مؤشرات تستخدم لذلك نبينها في الجدول التالي:

الجدول(2-2): مؤشرات قياس مخاطر السوق.

المخاطر	مؤشرات القياس
مخاطر سعر الفائدة	الأصول الحساسة اتجاه سعر الفائدة /إجمالي الأصول الأصول الحساسة اتجاه سعر الفائدة /إجمالي الخصوم الأصول الحساسة – الخصوم الحساسة
مخاطر سعر الصرف	المركز المفتوح في كل عملة/القاعدة الرأسمالية إجمالي المراكز المفتوحة/ القاعدة الرأسمالية
مخاطر أسعار الأدوات المالية	نسبة القيمة الدفترية لموجودات الصرف/القيمة السوقية لتلك الموجودات نسبة القيمة الدفترية لحق الملكية/ القيمة السوقية لحق الملكية القيمة السوقية للسندات والموجودات ذات العائد الثابت/القيمة الدفترية لتلك الموجودات

المصدر: لويزة اوصغير، **مخاطر السوق في البنوك الدولية وإستراتيجيات إدارتها حسب المعايير الدولية للجنة بازل- مجموعة سوسيتي جنرال نموذجا- مجلة نور للدراسات الاقتصادية**، جوان 2020، مجلد 6 العدد10، المركز الجامعي نور البشير البيض، الجزائر، (ص- ص): (69-87).

[1] – طيبي حمزة، " **تفعيل الرقابة على أعمال البنوك بالجزائر وفق المعايير الدولية للجنة بازل** "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012 – 2013 ، ص: 68 .

المبحث الثالث: إدارة مخاطر السوق باستعمال محفظة التداول

إن فعالية إدارة المخاطر تعد عاملا أساسيا في تحقيق استمرارية المنشأة في ظل التقلبات المستمرة في الأسواق المالية، حيث تعنى هذه الإدارة بتحديد وتقييم المخاطر التي تنشأ نتيجة تقلبات الأسعار في الأسواق المالية.

المطلب الأول: مبادئ إدارة مخاطر السوق والطرق المستخدمة للتنبؤ بها

أولا- مبادئ إدارة مخاطر السوق

تتمثل المبادئ السليمة لإدارة المخاطر في سبعة مبادئ أساسية، وضعتها لجنة الخدمات المالية الأمريكية بناءً على دراسة أجرتها لخدمة هذا الغرض، وهذه المبادئ هي[1]:

1- مسؤولية مجلس الإدارة والإدارة العليا: تضع الإدارة العليا للمنشأة سياسات لإدارة المخاطر،ويجب على مجلس الإدارة مراجعتها والموافقة عليها، وتعديلها إن وجب ذلك، حيث تتضمن سياسات إدارة المخاطر كل من: تعريف المخاطر أو تحديدها، وضع أساليب لإدارتها، طرق قياسها والرقابة على سير عمل هذه السياسات.

2- مسؤولية مدير المخاطر: يجب أن يكون لدى المنشأة مسؤول لإدارة المخاطر يتصف بالفاعلية، الشمول والاتساق. ويجب على الإدارة أن تخصص موارد تمويلية كافية للموظفين ولدعم مدير المخاطر الذي تم اختياره.

3- تكامل إدارة المخاطر: حتى يمكن التحقق من تحديد التداخل بين المخاطر المختلفة وفهمها وإدارتها بصورة سليمة، فإنه يجب أن يتم تقييم المخاطر بصورة متكاملة وغير منعزلة عن بعضها البعض، لأن التحليل السليم يتطلب تحليل المخاطر بصورة كلية ومتكاملة، نظرا لوجود تداخلات بين المخاطر التي تواجهها المنشأة.

4- مسؤولية خطوط الأعمال: إن نشاط المنشأة يقسم إلى خطوط أعمال، مثل نشاط التجزئة، نشاط المنشآت وغيرها، لذلك يجب على المسؤولين عن كل خط من خطوط الأعمال أن يكونوا مسؤولين عن إدارة المخاطر المصاحبة لخط الأعمال المكلف به.

5- تقييم وقياس المخاطر: إن جميع المخاطر يجب أن يتم تقييمها بصورة وصفية وبصورة منتظمة، كما يجب أن تقيم بصورة كمية كلما أمكن ذلك، ويجب أن يأخذ تقييم المخاطر بكل تأثيرات الأحداث المتوقعة وغير المتوقعة.

[1]-محمد عبد الحميد عبد الحي، " **استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**"، مرجع سابق ذكره، ص: 16.

6- المراجعة المستقلة: رغم وجود مراجعة داخلية في المنشأة ، إلا أن فعالية المراجعة الداخلية يجب أن تكون موازية لعملية المراجعة الخارجية لتقييم المخاطر من قبل جهة مستقلة، تكون متمتعة بالسلطة والخبرة الكافية لتقييم المخاطر، واختبار فعالية أنشطة إدارة المخاطر وتقديم التوصيات اللازمة لضمان فعالية مدير إدارة المخاطر.

7- التخطيط للطوارئ: يجب أن تكون هناك برامج وعمليات لإدارة الأزمات الناتجة عن المخاطر المحتملة الحدوث، والظروف الطارئة أو غير العادية، مع مراعاة اختبار جودة هذه البرامج والعمليات.

ثانيا- الطرق المستخدمة للتنبؤ بمخاطر السوق

هناك عدة طرق للتنبؤ بمخاطر السوق أهمها، القيمة العادلة، القيمة المعرضة للخطر، اختبار الأوضاع الضاغطة والتحليل المعياري للمحفظة.

1- تحليل القيمة العادلة:

1-1-تعريف القيمة العادلة (Fair Value)

هناك العديد من التعريفات للقيمة العادلة نكر أهمها:

تعريف 1: القيمة العادلة (Fair Value) هي الثمن الذي يمكن استلامه نتيجة بيع الأصول أو دفعه لتحويل الالتزامات بموجب عملية منتظمة بين الأطراف المشاركة في السوق عند تاريخ معين للقياس.[1]

التعريف 2:عرفت القيمة العادلة في المعيار المالي الأمريكي رقم بأنه السعر الذي سيستلم مقابل أصل ما، أو ما سيتم دفعه أو تحمله مقابل التزام ما في معاملة جارية ما بين مشاركين في السوق الأصلي للأصول والالتزامات، أي ذلك السعر التي يمكن الحصول عليه في عملية منظمة بين المتعاملين في السوق في تاريخ القياس.[2]

1-2- أهداف استخدام تحليل القيمة العادلة

تتمثل أهداف استخدام تحليل القيمة العادلة في[3]:

---

[1] -IASB (2015) International Accounting Standards Boards , available online www.ifrs-org تاريخ الزيارة: 13.11.2022.

[2]- أنيس هزلة، "**أثر تطبيق القيمة العادلة على الإفصاح المحاسبي في ظل مستجدات معايير الإبلاغ المالي الدولية دراسة لعينة من الأكاديميين والمهنيين في الجزائر**"، أطروحة دكتوراه، تخصص تدقيق ومراقبة التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، 2022، ص: 26.

[3] -https://www.iasj.net/iasj/pdf/fd31659484d6b33b.2023/12/11 تاريخ الزيارة:

- إظهار بنود الحسابات المختلفة بالقيمة الأقرب إلى الواقع في تاريخ إعداد الميزانية والمركز المالي، بحيث يعترف بالدخل إما بعد الحفاظ على القوة الشرائية العامة لحقوق المساهمين في المنشأة أو بعد الحفاظ على الطاقة التشغيلية للمنشأة، وأن مفهوم القيمة العادلة يكون مبنيا على أساس أن المنشأة مستمرة في أعمالها لأجل غير محدود؛

- إذا تم تقييم الأصول والالتزامات على أساس القيمة العادلة فإنها تعبر عن المركز الاقتصادي، لأنة اخذ الأسعار السوقية بعين الاعتبار؛

- يتفق تطبيق القيمة العادلة مع مفهوم المحافظة على رأس المال؛

- تساعد معلومات القيمة العادلة في إجراء المقارنات بين المنشآت المتشابهة والتي تستعمل القيمة العادلة؛

- إن القيمة العادلة لها قدرة تنبؤية اكبر لأنها تعكس التأثيرات الاقتصادية الجارية؛

- إن واضعي المعايير المحاسبية يدعون أن التقدم الحديث في التكنولوجيا والخبرة الواسعة تسمح لكثير من القيم العادلة أن يتم تقديرها بموثوقية باستخدام تقنيات تدمج مبادئ تسعير سوق رأس المال مع المعلومات حول ظروف السوق الجارية؛

- تمكين المنشأة من قياس أدواتها المالية بالقيمة العادلة لعدد من العمليات الداخلية من أجل صنع القرارات الاستثمارية والتجارية المناسبة؛

- إدارة وقياس المخاطر؛

- تحديد كمية رأس المال الذي يجب تكريسه لخطوط الأعمال المتنوعة؛

- إضفاء الشفافية على البيانات المالية الصادرة عن الشركات.

- التوجه إلى علاج أي قصور ناتج عن تطبيق مفهوم التكلفة التاريخية.

2- تحليل القيمة عند الخطر(VaR):

تعتبر هذه الأداة من أهم مقاييس المخاطر المستخدمة في إدارة المخاطر، وتستخدم لقياس أقصى خسارة محتملة عند مستوى ثقة معين خلال فترة زمنية محدود[1].

2-1- تعريف القيمة عند الخطر(VaR):

يمكن عرض عدة مفاهيم للقيمة عند الخطر من خلال وجهات نظر عدة كتاب وباحثين كما يلي:

[1] - رامي يوسف عبيد، **إطار مخاطر السوق لدى القطاع المصرفي في الدول العربية**، صندوق النقد العربي، رقم 150، 2020، ص:38.

تعريف 1: القيمة عند الخطر هي مدخل من مداخل قياس مخاطر السوق، وهي قيمة الخسارة القصوى (الخطر الأعظم) التي يمكن أن يتقبلها البنك عند مجال ثقة معين، فهي عبارة عن مقياس للحد الأقصى للمتغير المرتقب والمحتمل في قيمة محفظة الأدوات المالية للمؤسسات المالية، ذلك باحتمال معين وتاريخ معين، لذلك فإن القيمة عند الخطر تسمح بعرفة هو مقدار الخسارة التي يمكن أن يواجهها البنك باحتمال معين ومجال زمني معين، لا يتعدى أسبوعين، وفق ما نصت عليه تشريعات لجنة بازل، وبالتالي فإن تقنية (Var) يمكن أن تكون نظرة شاملة ومتجانسة عن المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية المتكونة من أصل واحد أو أكثر، وذلك من خلال رقم واحد.[1]

تعريف2: هي طريقة نستطيع من خلالها تقدير الخسارة القصوى الممكن حدوثها مستقبلا بناء على معطيات تاريخية عند مستوى معين من الاحتمال، حيث تساعد على تحديد حجم الخسارة القصوى التي يتحملها المستثمر أو البنك خلال عشرة أيام مستقبلا باحتمال 1% (أي عند مجال ثقة 99 بالمائة)، وهي تعتمد على طرق إحصائية معقدة تتطلب درجة عالية من مستوى الأداء في المنشآت. [2]

تعريف3: يعرفها Rachev and Khindanova بأنها مجموعة من التقنيات تبين أن الخسارة ممكن أن تحدث في أي مدة من الزمن، وتحت أي مستوى من مستويات الثقة، طبقا لمخاطر السوق، وللمنشآت المالية وغير المالية، وهذا ما جعلها أداة مستقرة تساعد في السيطرة على المخاطر، وبأنها جزء مكمل من المنهجية التي تشير إلى توزيع العوائد بين الاستخدامات المختلفة.[3]

من خلال التعريفات السابقة يمكن القول أن القيمة المعرضة للخطر هي الانخفاض في قيمة الاستثمار خلال بعد زمني محدد، باحتمالية مقدرة، نتيجة التغيرات في أسعار ومعدلات السوق المؤثرة بشكل مباشر في العائد.

2-2- طرق حساب القيمة عند الخطر(VaR)

يمكن حساب هذه القيمة بثلاث طرق وهي:

---

[1]- نجار حياة، "**إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل- دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية** "، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 1 ، الجزائر، 2014، ص: 189.

[2]- بن علي بلعزوز، وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار الوراق، عمان، الأردن، 2013 ، ص: 295 .

[3] - معتوق جمال،" **إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، دراسة مقارنة بين سوقين ماليين**"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص: 226.

2-2-1-الطريقة القياسية التحليلية: وهي طريقة تعتمد على قانون التوزيع الطبيعي وذلك من خلال حساب المتوسط والانحراف المعياري، وبالتالي تعتمد على خصائص هذا التوزيع لتقدير احتمال الأحداث غير الملائمة ومن ثم تحديد قيمة (VaR). [1]

ولتحديد قيمة (VaR) نستخدم مجموعة من النماذج القياسية نذكر أهمها:

- **الانحراف المعياري:** ويمكن حسابه من خلال جمع المشاهدات واستخراج عدد مرات ترجيح الانحراف المعياري لاستنتاج قيمة (VaR)[2].

يحدد (VaR) أقصى خسارة بقيمة رقمية والتي يتم تجاوزها باحتمالية $(1-\alpha)$ ، حيث:

$$\mathrm{VaR(X)} = \min\{\mathrm{X} \mid \mathrm{P(X} \leq \mathrm{x)} \geq \alpha\}$$

حيث X متغير المخاطرة عند $\alpha \in (0,1)$.

وعندما تكون العلاقة خطية بين عوامل المخاطرة وقيمة الموجودات، فيفترض أن توزيع العوائد طبيعي، ويقوم الأسلوب على احتساب معلمات أساسية يتضمنها النموذج التالي:

$$(\mathrm{VaR} = Za * \delta * T * V)$$

حيث:

Za: قيمة التوزيع الطبيعي عند مستوى ثقة معين.

δ: الانحراف المعياري للعوائد.

T : الزمن

V: قيمة الموجودات الحالية.[3]

- **التباين والتباين المشترك:** وهي طريقة ترتكز على مصفوفة التباين والتباين المشترك المقدر، حيث تسمح بمعالجة مئات الأدوات المالية في وقت واحد، وذلك من خلال تكوين ثلاث مصفوفات وهي:

✓ مصفوفة الانحراف المعياري؛

✓ مصفوفة معاملات الارتباط؛

[1] – جرودي رندة، ، مرجع سابق ذكره، ص:120.

[2] – نفس المرجع السابق، ص:121.

[3] – رامي يوسف عبيد، مرجع سابق ذكره، ص: 39.

✓ مصفوفة الأوزان.[1]

2-2-2- المحاكاة التاريخية: ترتكز هذه الطريقة على فرضية ثبات معطيات الماضي للتنبؤ أحسن بالمستقبل، فهي إذا طريقة تقوم على تقدير توزيع تغيرات الأسعار انطلاقا من الماضي، وبتطبيق هذه التغيرات على المحفظة الحالية للأصول يتم تحديد القيمة المعرضة للخطر، وهي بذلك طريقة غير قياسية بعكس سابقاتها، كما أنه يتم أخذ المحفظة ككل في حساب (VaR) وليس كل أصل على حدا، وبالتالي فإن القيمة المعرضة للخطر لمحفظة الأصول ليست حاصل جمع القيم المعرضة للخطر لأداه مالية أو أصل مالي، وإنما هي عبارة عن (VaR) المحفظة ككل. [2]

2-2-3- محاكاة مونت كارلو: هي طريقة يتم اللجوء إليها عادة في حالة وجود انقطاعات مفاجئة، وغير متوقعة، ، حيث أنه يتم فيها اختيار توزيع معين لتغيرات العوامل المؤدية للخطر، فتتم محاكاته من خلال نمذجة رياضية وذلك بعد اعتماد خيارات باستخدام خيارات إحصائية ملائمة، ومن خلال النموذج المختار يتم محاكاة عدد كبير من السيناريوهات المستقبلية بالحاسوب، ويتم استخدام هذه المحاكاة لتقدير توزيع إيرادات المحفظة ومن ثم حساب القيمة عند الخطر (VaR). [3]

2-2-4- اختبار الأوضاع الضاغطة:

تعتبر اختبارات الأوضاع الضاغطة أداة من أدوات إدارة المخاطر، التي تهدف إلى قياس قدرة المنشأة على تحمل الصدمات والمخاطر المرتفعة، وقد ازدادت أهمية هذه الاختبارات بعد الأزمة المالية العالمية 2008، حيث تستخدم نتائجها في تحديد مستوى رأس المال والسيولة الواجب الاحتفاظ بها من قبل المنشأة، لتكون قادرة على تحمل الصدمات المالية والمخاطر المرتفعة.

هناك منهجيتين لهذه الاختبارات، الأوضاع الضاغطة ذات المتغير الواحد، والأوضاع الضاغطة متعددة المتغيرات. [4]

2-2-5- تحليل المحفظة المعياري(SPAN) : يتم استخدام تحليل المحفظة المعياري لتحديد مخاطر الخيارات، بهدف تحديد متطلبات هامش الأمان، بمعنى تحديد التغيرات في قيم الموجودات المالية بسبب سلسلة من السيناريوهات التي تعكس خسائر الموجودات المالية وتحديد الهامش وفقا لذلك. [5]

[1]- جرودي رندة، مرجع سابق ذكره، ص:121

[2] - حياة النجار، مرجع سابق ذكره، ص:194

[3]- جرودي رندة، مرجع سابق ذكره، ص:122.

[4] - رامي يوسف عبيد، مرجع سابق ذكره، ص:44.

[5] - نفس المرجع السابق، ص:38.

ثالثا- أدوات قياس مخاطر السوق

1- الأدوات الإحصائية

هناك مقاييس إحصائية متعددة يمكن استخدامها لتقييم تشتت مخرجات العائد، وبالتالي الخطر الذي ينوب عن المخاطر الأخرى، ومن هذه المقاييس نذكر:

1-1- المدى(Range): ويمثل حاصل طرح أدنى مخرج (Low outcome) من أعلى مخرج (Hight outcome)، فإذا كان أعظم عائد ممكن على محفظة استثمارية هو 25% وأن أقل عائد هو (-10%) فإن المدى يصبح 35%.

إن صعوبات استخدام المدى كممثل عن الخطر هو في عدم أخذه بعين الاعتبار العوائد المتطرفة، وعدم إعطائها وزنا لأحد المخرجات المحتملة مقابل آخر. [1]

ويعبر عن المدى بالصيغة الرياضية التالية[2]:

$$R = X_{max} - X_{min}$$

1-2-التباين(Variance): إن أتساع توزيع احتمالات لمعدلات العائد يعتبر مقياس للمخاطرة، ويعني ذلك بعبارة أخرى أنه كلما تباين عائد الاستثمار حول العائد المتوقع المرجع كلما زاد عدم تأكد المستثمر إلى زيادة درجة المخاطر. ويعبر عنه بالعلاقة الآتية : [3]

$$\delta^2 = \frac{1}{n-1}\sum_{t=1}^{n}(R_{it} - \bar{R})^2$$

حيث :

- δ^2 يمثل التباين.
- R_{it} يمثل عائد الأداة المالية i في التاريخ t.
- $\bar{R}$ يمثل العائد المتوسط للأداة الماليةi خلال المدة.

[1] - خالد وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره، ص.186.

[2] - نفس المرجع السابق، ص.186.

[3]- Alain Burlaud, OP. Cit. P:38.

1-3- الانحراف المعياري(Ecart-type): وهو مقياس إحصائي لانتشار توزيع العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة، وهو أيضا الجذر التربيعي للتباين. ويعبر عنه بالعلاقة الآتية: [1]

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n-1}\sum_{t=1}^{n}(R_{it} - \bar{R})^2}$$

1-4- معامل الارتباط ρ: هو أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للأداة المالية الذي يحدثه تغير معين في مستوى الأسعار في السوق.

وقيمة معامل الارتباط تتراوح بين (+1) و(-1)، فكلما اقتربت القيمة من (+1)أو(-1) كان الارتباط قوي، وإذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي، وإذا كانت سالبة فالارتباط عكسي، وإذا كانت القيمة صفر فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين عائد سوق وعائد الأداة المالية.

ويحسب معامل الارتباط بالعلاقة التالية:

$$\rho_{AB} = \frac{\mathrm{Cov}(R_A, R_B)}{\sigma_{(R_A)} \times \sigma_{(R_B)}}$$

حيث :

- ρ_{AB} يمثل معامل الارتباط بين الأداة المالية A والأداة المالية B.
- (R_A)يمثل عائد الأداة المالية A.
- (R_B)يمثل عائد الأداة المالية B.[2]

1-5- معامل بيتا (Beta): يقيس معامل بيتا مخاطرة الأداة المالية بالنسبة لمخاطر السوق، ويعبر عنه بالعلاقة الآتية:

$$\mathrm{Beta} = \beta_i \frac{\mathrm{Covariane}(R_i, R_m)}{\mathrm{Variance}}$$

[1]- Ibid, P: 38.

[2]- Alain Burlaud, OP. Cit, P: 44.

حيث:

-Covariance: التباين المشترك بين معدل العائد على الأداة المالية(R_i)، ومعدل الفائدة على محفظة السوق(R_m).

-Variance : التباين في العوائد على محفظة السوق.[1]

2- أدوات التحليل المالي

2-1- أهمية التحليل المالي: للتحليل المالي أهمية خاصة في المنشأة، هذه الأهمية تتمثل فيما يلي[2]:

- أداة من أدوات الرقابة وتعتبر جهاز إنذار مبكر للمخاطر إذا استخدم بفعالية في المنشأة؛
- أداة لتقييم الجدوى الاقتصادية للمشاريع وتقييم الأداء؛
- أداة للتخطيط حيث يساعد في توقع المستقبل للوحدات المستقبلية؛
- أداة من أدوات اتخاذ القرارات المصيرية خاصة فيما يخص قرار الاندماج والتوسع.

والتحليل المالي يستعمل القوائم المالية للمؤسسة، وله طرق وأساليب فنية تقليدية وحديثة، فالتقليدية تتمثل في المقارنات والنسب المالية كنسبة السيولة والرفع المالي ونسب الربحية ونسب الدوران، أما الطرق الحديثة فتتمثل في الأساليب الإحصائية التي تعتمد على الأرقام القياسية والسلاسل الزمنية، لمجموعة من البيانات وعدد من السنوات. أما الأساليب الرياضية فهي عديدة منها طريقة المصفوفات الخطية والموجهة، وتستعمل هذه الطريقة لحل المعادلات متعددة المجاهيل. [3]

2-2- أدوات التحليل المالي: من بين أهم أدوات التحليل المالي نذكر ما يلي[4]:

✓ **الربحيـة:** وهـي العلاقـة بـين أربـاح المؤسسـة والاسـتثمارات التـي سـاهمت فـي تحقيقيهـا، وأهم مؤشراتها:

قوة الإيراد = صافي ربح العمليات قبل الفائدة والضرائب على صافي الأصول العاملة
معدل الدوران = صافي المبيعات على صافي الأصول العاملة
الهامش الربحي = صافي ربح العمليات قبل الفائدة والضريبة على صافي المبيعات
نسبة الربحية = صافي الربح المحقق على صافي المبيعات

[1]- Alain Burlaud, OP. Cit, P: 42.

[2] - محمد مدحت غسان الخيري، **التحليل المالي(الكشف عن الانحراف والاختلاس)**، الصايل للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص: 42.

[3] - نفس المرجع السابق، ص: 51.

[4] - خالد توفيق الشمري، **التحليل المالي والاقتصادي في دراسة تقييم وجدوى المشاريع**، دار وائل للنشر، عمان 2010، ص: 18.

✓ **السيولة:** هي توافر الموال اللازمة لمواجهة الالتزامات، ومؤشراتها تتمثل في:

نسبة التداول = الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة
نسبة النقدية = الأصول النقدية على الخصوم قصيرة الأجل

✓ **المردودية:** وتحسب كما يلي[1]:

المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال \ رأس المال المستثمر
المردودية الاقتصادية بعد الضريبة = النتيجة الصافية \ الأموال الخاصة

✓ **نسبة التمويل:** وتقاس من خلال نسب المديونية، التمويل الداخلي والخارجي ونسب الملكية. ومؤشراتها هي:

نسبة المديونية = مجموع الخصوم(طويلة وقصيرة الأجل)
نسبة التمويل الداخلي = حقوق الملكية على مجموع الخصوم
نسبة الملكية = حقوق الملكية على مجموع الموجودات

2-3- معايير التحليل المالي: أهم معايير التحليل المالي والتقييم نذكر ما يلي[2]:

- القوائم المالية
- رأس المال العامل
- صافي القيمة الحالية
- معدل العائد
- تحليل الحساسية(الانحراف المعياري)

[1]- Ibid, P:16.

[2]- محمد مدحت غسان الخيري، مرجع سابق ذكره، ص: 66.

المطلب الثاني: محفظة التداول

أولا- إستراتجيات محفظة التداول

هناك ثلاث إستراتيجيات تستخدم في محفظة التداول، هذه الاستراتجيات تختلف عن بعضها البعض في درجة المخاطرة. وتتمثل هذه الإستراتيجيات في المضاربة، التحوط والمراجحة (التحكيم)، وكل مستثمر يركز على الإستراتيجية التي تخدم أهدافه ودرجة تحمله للمخاطرة.

1- **إستراتيجية المضاربة:** يتوزع الاستثمار في الأدوات المالية بين الاستثمار طويل الأجل (الشراء والاحتفاظ)، والمضاربات. فالمضاربة هي عملية بيع أو شراء يقوم بها مستثمرون خبيرون في السوق للانتفاع من فروق الأسعار، للاستفادة من السعر الحالي. ولا تقتصر المضاربة المشروعة على ملاحظة ظروف السوق والتنبؤ بالأسعار، بل لا بد من أن تتحول إلى فعل، وهو التدخل بالشراء عند انخفاض الأسعار، أو البيع عند الارتفاع. المضارب هنا يتعامل في السوق وفقا لما تسفر عنه تنبؤاته التي يجب أن تستند إلى معلومات صحيحة، وحسابات دقيقة مستفيدا هو شخصيا من وراء ذلك، وفي الوقت ذاته يؤدي خدمة نافعة للسوق.

وتعد المضاربة المشروعة القوة المنشطة لسوق الأسهم، ومن دونها يظل السوق راكدا، كما أنها تحد من التقلبات والتذبذبات الشديدة في الأسعار، ولذلك فإن المضاربة المشروعة ضرورية لسوق الأسهم، لأنها تعمل على تحقيق أهم الأركان الأساسية اللازمة لأدائه، وهو التوفيق بين العرض والطلب، فعندما تنخفض الأسعار يتدخل المضاربون بالشراء، ويؤدي ذلك إلى الحد من استمرار الانخفاض، نظراً لارتفاع الطلب.

ويقوم المضاربون بعكس ذلك عندما ترتفع الأسعار فيقومون ببيع ما لديهم من أسهم، وتؤدي تلك العملية إلى الحد من ارتفاع الأسعار نتيجة زيادة العرض. والمضاربون بهذه الطريقة يختلفون عن المستثمرين العاديين الذين يشترون الأسهم مع بداية الارتفاع وهو ما يؤدي إلى زيادة ارتفاعها، ويبيعون عند انخفاض الأسعار مما يزيد من انخفاضها.

والمستثمر الذي يقوم بالمضاربة المشروعة لا بد أن تكون لديه الكفاءة والخبرة التي تمكنه من التحليل السليم لأوضاع السوق، إضافة إلى توافر رأس المال الكافي الذي يحميه من الخسائر المتوقعة، والالتزام بأخلاقيات التعامل، ولا يقوم بأفعال من شأنها التأثير في أسعار الأسهم، سواء بارتفاعها أو انخفاضها، مما يضر بالسوق عموما، وبصغار المستثمرين بصفة خاصة، وينبغي ألا تعتمد عمليات

المضاربة على الصدفة والحظ، بل لا بد إن تستند إلى دراسات وحسابات صحيحة حتى تكون دعامة للسوق.[1]

2- إستراتيجية التحوط: عرّف التحوط بأنه أي إجراء يكون الهدف منه إلغاء أو تقليص الآثار السلبية التي تصاحب التطورات غير المواتية في أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات الأجنبية، أو التقلبات السلبية في قيم الأصول المستثمر فيها. كما أن المقصود بالتحوط المالي الحد من المخاطر، تقليصها، نقلها وإدارتها، أو هو حماية رأس المال باستخدام الوسائل المتاحة للوقاية من الخسارة أو النقصان أو التلف، وهي أعم من ضمان رأس المال المستثمر من حيث إن الضمان هو الالتزام من جهة معينة بتحمل ما يلحق برأس المال من خسارة أو تلف أو نقصان، أما الحماية فهي وقاية رأس المال، فتشمل الضمان المباشر وغير المباشر.[2]

3- **إستراتيجية المراجحة (Arbitrage):** المراجحة هي بيع وشراء أحد الأصول في نفس الوقت للاستفادة من اختلاف السعر. ومن خلال طريقة التداول هذه في أسواق مختلفة أو بأشكال مختلفة، يمكن الاستفادة من تقلبات الأسعار في أدوات مالية متطابقة أو متشابهة. عند تطوير أي إستراتيجية تداول، فإن هذا يساعد المتداول في ضمان حصوله على نتائج منتظمة مع الابتعاد عن التحيزات المالية السلوكية. ويعتبر تداول المراجحة من أحد تلك الاستراتيجيات.

فتعتبر المراجحة شراء ورقة مالية في سوق ما وبيعها في نفس الوقت بسعر أعلى في سوق أخرى، مما يحقق الاستفادة من فجوة السعر المؤقتة. وهي إستراتيجية تداول كانت موجودة لفترة طويلة، حيث كانت هي الإستراتيجية المفضلة للمتداولين في القطاعات المالية التقليدية منذ عقود.

كما أنها تعتبر بالنسبة للمستثمر المتداول إستراتيجية خالية من المخاطر. ويمكن للمتداولين تحقيق ذلك بفضل الاختلاف البسيط الذي توفره البورصات المختلفة لنفس الأصل.[3]

ثانيا- منهجيات تسعير محفظة التداول

هناك عدة منهجيات لتسعير محفظة التداول أهمها ما يلي:

1- منهجية التسعير حسب الأسعار السوقية: في هذه المنهجية يتم تقييم المراكز على الأقل يوميا حسب سعر الإغلاق اليومي من المصادر الرسمية المعتمدة[1].

---

[1]- https://www.alqabas.com/article/163369.2023/05/12 تاريخ الزيارة:

[2] – حامدي وناسة، حامدي بلقاسم، **السلم كصيغة للتحوط ضد المخاطر المستقبلية، مجلة الإحياء**، المجلد: 19، العدد: 23، 2019 ، جامعة باتنة 1، الجزائر، (ص- ص): (471 – 498).

[3] – https://fbs.ae/glossary/arbitrage-137.2023/06/03 تاريخ الزيارة:

جدول(2-3): تقييم الموجودات المالية من خلال قائمة الدخل الشامل.

اسم الشركة المستثمر فيها (1)	عدد الأسهم (2)	القيمة الدفترية (3)	السعر السوقي (4)	القيمة السوقية (5) 4 x 2=5	الربح/الخسارة (6) 3-5=6
المجموع					
في حال عدم توفر أسعار سوقية للأدوات المالية فيتم الاعتماد على القيمة الدفترية للأداة، بناء على أحدث البيانات المالية المدققة للمنشأة المستثمر فيها وعلى أن لا يتجاوز تاريخ هذه البيانات سنتين.					

المصدر: رامي يوسف، مرجع سابق ذكره، ص: 37.

حيث توجب على التاجر(المتداول) الذي يختار هذه المنهجية أن يمتلك مجموعة من الأصول في المحفظة يجب تسعيرها بناءً على المنافسة. في هذا السياق، يأتي التسعير الموجه نحو السوق كضرورة. فتقييم المنتجات بناءً على اتجاهات السوق، قد تحتاج إلى ما يلي:

- البيانات ذات الصلة عن التداول والمنافسة،
- البيانات التاريخية عن تداول الأصل المالي والأصول المنافسة (إذا أمكن)؛
- قائمة بجميع المتغيرات التي ترغب في مراعاتها في عملية التسعير،
- بيانات أخرى مستندة إلى القائمة (مثل بيانات جوجل أناليتيكس)، والترويج، وسمات تصفية المخزون، وما إلى ذلك.

ويحسب السعر في هذه المنهجية بالصيغة الرياضية التالية:

السعر = تكلفة الأصل+عامل السوق+عامل التميز

فعامل السوق في الصيغة الرياضية السابقة يغطي البيانات المنافسة والسوقية الفعلية التي يأخذها التاجر بالاعتبار، في حين يمثل عامل التميز القيمة المالية المقابلة التي يفرضها العمل لخدمة العملاء المتميزة، قد تختلف هذه المعادلة المبسطة حسب وضع التاجر، على سبيل المثال بالنسبة للخصوم قد لا يحسب عامل التميز على الإطلاق.

[1] - رامي يوسف، مرجع سابق ذكره، ص: 36.

وأفضل طريقة للكشف عن إمكانات التسعير بناء على السوق هي النظر فيه بالنسبة لمهام الأصول الفردية في المحفظة، يمتلك كل أصل في المحفظة دور خاص(استثمار طويل الأجل أو متاجرة)، وهذه الأدوار قد تتغير مع مرور الوقت، فالتسعير الفعال والمستدام يعني أمرين: تجزئة المحفظة اعتمادا على ادوار الأصل المالي، وتطبيق نهج التسعير المناسب نحو كل فئة.[1]

2- منهجية التسعير حسب نماذج التسعير

تستخدم هذه المنهجية في حال تعذر التسعير حسب الأسعار السوقية، وفي استخدام هذه المنهجية يجب أن يكون الأسلوب المتبع ذو مصداقية مع الأخذ بعين الاعتبار وعي الإدارة العليا بأن هذه المنهجية تستند على احتمالية أعلى من عدم اليقين. حيث استخدام النماذج الإحصائية يوجب توفر الخبرة والفنيات لدى معدو هذه النماذج، لتعزيز قوتها، ومن الأهمية بمكان إخضاع هذه النماذج للمراجعة الدورية لتحديد دقة أدائها، وذلك من خلال مقارنة مخرجاتها مع النتائج الفعلية للمتغيرات، من الممكن استخدام الأرباح والخسائر لأغراض المقارنة بين مخرجات النموذج والنتائج الفعلية.[2]

جدول رقم(2-4): تقييم الأصول المالية بالتكلفة المطفأة.

اسم الجهة المستثمر فيها (1)	عدد السندات (2)	القيمة الدفترية (3)	القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة المخصومة بسعر الفائدة (4)	التدني (5) 3-4 =5	معامل الخسارة (6) 3/5=6
المجموع					
تحتسب في حال كان هناك مؤشرات للتدني في قيمة السندات.					

المصدر: رامي يوسف، مرجع سابق ذكره، ص: 37.

الفرق الرئيس بين هاتين المنهجيتين هو مصدر البيانات الأساسي الذي يتم الاعتماد عليه في تحديد الأسعار. في التسعير حسب الأسعار السوقية، يتم استخدام الأسعار الفعلية في السوق كمرجع. أما في نماذج التسعير، يتم استخدام نماذج ونظريات لتحليل العوامل المؤثرة على قيمة الأصل وتحديد السعر، يتم استخدام كل منهما بناءً على السياق ونوع الأصل المالي والهدف من التسعير. في بعض الحالات،

[1] -https://competera.net/resources/articles/market-based-pricing.2023/04/11 تاريخ الزيارة:

[2]- رامي يوسف، مرجع سابق ذكره، ص: 36.

يمكن أن تتداخل المنهجين، حيث يتم استخدام نماذج تسعير مع تكاملها مع الأسعار السوقية للحصول على تقديرات أكثر دقة وشمولية.

المطلب الثالث: أساليب إدارة مخاطر السوق بمحفظة التداول

إن تكوين محفظة التداول هي عملية تقوم بها المنشآت والأفراد لتقليل المخاطر المالية المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية، وذلك يهدف إعادة التوازن لها وتحقيق العائد المطلوب بأقل تكلفة لمخاطر السوق.

أولا- التنويع في أصول المحفظة

يقصد بالتنويع بالتشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد[1]. والهدف من التنويع هو التوصل إلى المحفظة التي تعطي أكبر عائد ممكن وبأقل مخاطرة ممكنة، أو تعطي نفس العائد ولكن بمخاطر أقل، وتسمى بالمحفظة المثلى بالمقارنة بالأوضاع أو التشكيلات الأخرى على أن يكون الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة غير تام[2]. (سنتطرق لموضوع المحفظة بالتفصيل في الفصل القادم).

1- أهمية التنويع في تخفيض تكلفة المخاطر غير المنتظمة

المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر التي يرجع سببها إلى عوامل خاصة بالمنشأة، أرباحها، عملياتها. وخاطرها المالية التي بدورها توثر على قيمتها في السوق. ويمكن للمستثمر فردا كان أو منشأة أن يحمي استثماراته من هذه المخاطر عن طريق التنويع في المحفظة المالية بأنواع متعددة من الأدوات المالية التي لا يمكن أن تتأثر جميعها في وقت واحد بمثل هذه المخاطر، حيث هناك أدوات مالية معينة تكون أكثر خطورة من أدوات مالية أخرى، فمخاطر المحفظة هي مخاطر الأدوات المالية المكونة لها، وتقاس المخاطر غير المنتظمة بموجب تباين الخطأ العشوائي كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$\mathrm{Var}(\varepsilon_i) = \mathrm{Var}(R_P) - \beta_p^2 \mathrm{Var}(R_m)$$

حيث:

$\mathrm{Var}(\varepsilon_i)$: تباين حد الخطأ العشوائي وهو يعبر على المخاطر المنتظمة.

$\mathrm{Var}(R_P)$: تباين المحفظة الكلي ويعبر على المخاطر الكلية.

[1] -منير إبراهيم هنيدي، **إدارة البنوك التجارية(مدخل اتخاذ القرارات)**، مكتب العربي الحديث، الطبعة3، الإسكندرية ، 2002، ص: 318.

[2] -عبد الغفار حنيفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 125.

$\beta_p^2 Var(R_m)$: تباين عائد محفظة السوق والذي يعبر على المخاطر المنتظمة.[1]

2- أهمية التنويع في تخفيض تكلفة المخاطر المنتظمة

نقصد بالمخاطر المنتظمة تلك المخاطر المتعلقة بالسوق ككل، حيث تؤثر على الأدوات المالية المتداولة في السوق كاملة كما بيناها سابقا، فهذه المخاطر لا يمكن تجنبها بالتنويع، لكن من الجيد أن يعرف المستثمر مقدار تأثر الأدوات المالية التي يحملها هذا النوع من المخاطر.

تقاس المخاطر المنتظمة لأداة مالية بالنسبة لمخاطر السوق بمعامل بيتا، لذلك فإن لهذا المعامل دور أساسي في اتخاذ قرار الاستثمار، فإذا كانت قيمة معامل بيتا أقل من الواحد الصحيح يكون عائد الأداة المالية أقل من عائد السوق ، ومخاطرتها أقل من مخاطر السوق كذلك، وعندها تكون هذه الأداة مالية دفاعية. أما إذا كانت قيمة معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح فإن الأداة المالية تكون عائدها أعلى من عائد السوق ومخاطرها أعلى من مخاطر السوق كذلك، وعندها وتكون هذه الأداة أداة مالية هجومية. أما إذا كان معامل بيتا يساوي الواحد الصحيح فإن هذه الأداة المالية تعتبر أداه مالية نموذجية، تتحرك بتوافق تام مع السوق نزولا وصعودا، فتكون بذلك مخاطرتها وعوائدها مماثلة تماما لمخاطر وعائد السوق. ويحسب معامل بيتا رياضيا من خلال استخدام بيانات عن معدلات عائد أداة مالية لمنشأة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة، ومعلومات عن معاملات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها.[2]

يعبر عن حساسية الأصل لمؤشر السوق العام، أي مساهمة الأصل في مخاطر المحفظة، ويعبر عن المخاطرة النظامية للأداة المالية رياضيا بالصيغة التالية[3]:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

حيث:

β_i: معامل المخاطر النظامية للأداة المالية i.

$Cov(R_i, R_m)$: التباين المشترك لعائد الأداة المالية i مع عائد محفظة السوق.

$Var(R_m)$: تباين عائد محفظة السوق.

---

[1]- بديار أمينة، "فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية- دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016"، أطروحة دكتوراه تخصص تطبيقات أسواق مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2018-2019، ص: 42.

[2] - بديار أمينة، مرجع سابق ذكره، ص: 46.

[3] - BusülAytac,Crille Mandou, **investissement et financement de l'entreprise** , beock supérieur, 1er édition, 2015, P:180.

وبشكل أكثر تحديدا، يمثل معامل بيتا المخاطر المنتظمة (أو مخاطر السوق)، حيث نميز ثلاث مواقف نذكرها كما يلي[1]:

يخفض هذا الإجراء من تقلبات السوق ، وهو إجراء دفاعي	$\beta_i < 1, E(R_i) < E(R_m)$
الأصل يكرر تقلبات السوق فيعتبر إجراء حيادي	$\beta_i = 1, E(R_i) = E(R_m)$
يعمل هذا الإجراء على تعظيم تقلبات السوق، فهو إجراء عدواني	$\beta_i > 1, E(R_i) > E(R_m)$
حيث: $E(R_i)$ يمثل العائد المتوقع للأداه المالية i و $E(R_m)$ يمثل العائد المتوقع لمحفظة السوق.	

ملاحظة: انظر الفصل القادم لمعرفة طريقة حساب العائد المتوقع والمخاطر لأصل مالي واحد أو محفظة مالية.

3- أشكال التنويع في المحفظة المالية

يمكن التعامل مع مخاطر محفظة التداول عن طريق التنويع بالأصول المالية المكونة لها، والذي يأخذ أشكالا متعددة نذكرها فيما يلي:

3-1- تنويع جهة الإصدار: يقصد بتنويع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق تصدرها منشأة واحدة بل ينبغي تنويع جهة إصدار تلك الأوراق، حيث هناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد هما:

- **التنويع الساذج(Naive Diversification):** ويتلخص مفهوم التنويع الساذج في أنه تنويع عشوائي، بمعنى آخر أنه يمكن شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة، العوائد المتوقعة، أو الانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة.[2]

- **التنويع الكفؤ (تنويع ماركويتز):** وهو التنويع الذي يقوم على فكرة أساسية مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف كذلك على العلاقة بين عوائد تلك الاستثمارات، هذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تتضمنها المحفظة، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها، أو توجد بينها علاقة عكسية.

---

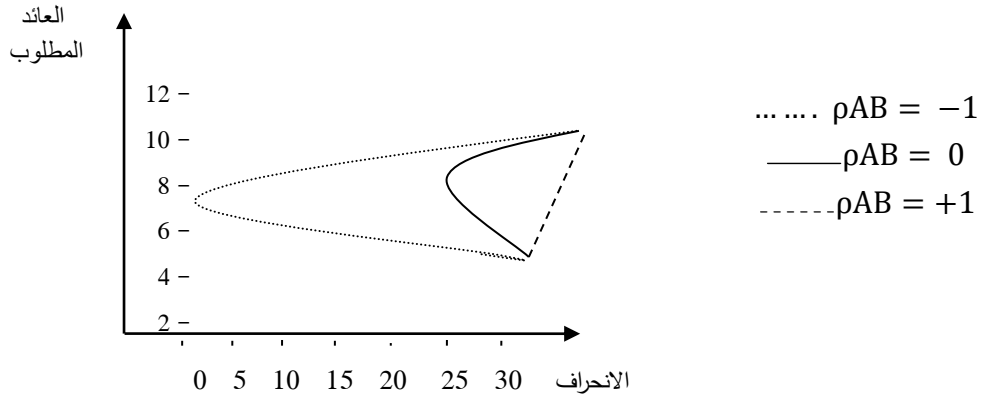
[1] – Busül Aytac,Crille Mandou,Op.Cit, P: 180.

[2] – خالد وهيب الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2011، ص: 192.

فإذا كانت العلاقة بين عائد استثمارين- يكوِنان محفظة ما- هي علاقة طردية، أي إذا كان معامل الارتباط بين عائد استثمارين كامل موجب أي يساوي الواحد الصحيح ، فإن ارتفاع عائد أحدها يعني ارتفاع عائد الاستثمار الآخر، هذا يعني أن أي من الاستثمارين لا يساهم في تحقيق الاستقرار في عائد المحفظة، أما عندما يكون الارتباط كاملا وسالبا، أي يساوي(- 1) ، فإنه عندما يتحرك عائد أحد الاستثمارين في اتجاه معين، يتحرك عائد الاستثمار الثاني في اتجاه معاكس، هذه الحركة العكسية من شأنها أن تحقق الاستقرار المنشود. [1]

والشكل التالي يبين مستوى المخاطر المتعلقة بمعامل الارتباط:

الشكل(2-3): مستوى المخاطر المتعلقة بمعامل الارتباط.



Source : Alain Burlaud, Arnaud Thauvron et Annaickguyvarc'h, OP. Cit, P: 47.

3-2- تنويع تواريخ الاستحقاق: إن القيمة السوقية للأدوات المالية تتأثر بتقلب أسعار الفائدة في السوق، فالأدوات المالية طويلة الأجل تتأثر أكثر بالمقارنة مع الأدوات قصيرة الأجل، لذلك فإنه إذا ما استثمر في سندات قصيرة الأجل فإنه يتجنب التقلب الكبير في أسعار تلك السندات وبذلك يقلل مقدار الخسائر أو الأرباح الرأسمالية، غير أن استثمار الأموال في تلك الأوراق سوق يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد الدوري المتولد سنويا، ومن ناحية أخرى إذا استثمرت مخصصات المحفظة في سندات طويلة الأجل فسوف يحقق استقرار أكبر في العائد السنوي المتولد عن تلك السندات، إلا أن أسعارها سوف تتعرض لتقلبات شديدة بمرور الوقت مما قد يعرض المستثمرين إلى تكبد خسائر رأسمالية وذلك إذا ما

[1] - ضياء مجيد، **البوصات-أسواق رأس وأدواتها- الأسهم والسندات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،2003، ص: 82.

اضطر إلى بيع تلك الأدوات قبل تاريخ استحقاقها، لذلك فالسياسة الرشيدة للتغلب على هذه الخسائر هي التنويع في هذه الأدوات المالية بين قصيرة وطويلة الأجل.[1]

3-3- التنويع الدولي: يقصد به التنويع في الأصول المالية الأجنبية بما فيها العملات، وذلك للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأصول في سوق المال المحلية، حيث يعد التنويع الدولي تعويضية أفضل بين العائد والمخاطرة.

تشير العديد من الدراسات إلى إمكانية الاستفادة من التنويع الدولي من خلال توسيع نطاق التنويع ليشمل الأدوات المالية المدرجة في البورصات العالمية، ، والحجة في ذلك أن أداء أسهم معظم الشركات يتأثر بصورة واضحة بالظروف الاقتصادية والسياسية للبلد الذي تعمل فيه الشركة، ولأن اقتصاديات البلدان تختلف من حيث معدلات النمو فغن عوائد الأسهم المدرجة في الأسواق المالية المختلفة لا يتوقع أن تكون ذا ارتباط كبير، وهذا على خلاف الأسواق المحلية التي عادة ما تتحرك بنفس الاتجاه، بسبب تأثرها بنفس العوامل، وبذلك فإنه يمكن استخدام التنويع الولي في تخفيض تكلفة المخاطر السوقية، وتحقيق علاقة أفضل بين العائد والمخاطرة، إذا كان معامل الارتباط الأسواق المالية الدولية منخفضا.[2]

3-4- تنويع توبن: يمكن تنويع الأصول المالية بين أصول مالية خطرة وأصول مالية خالية المخاطر، حيث يركز **توبين** على خطر السوق دون خطر السداد. سنتوسع في ذلك في الفصل القادم.

ثانيا- التغطية(التحوط)

التغطية أو التحوط هي إستراتيجية تهدف إلى تخفيض مخاطر السوق من الناتجة عن التقلبات الحاصلة في السوق المالي، وهذا لتحقيق التوازن بين العائد المتوقع ومستوى المخاطر التي تتحملها المنشأة تحملها، والهدف الرئيس للتغطية هو تحقيق نمو مستدام لمحفظة الاستثمار مع تقليل التعرض لتقلبات الكبيرة الذي يعكس ذلك على قيميتها.

1- تعريف التحوط (Hedging): هو إدارة المخاطر عن طريق استخدام أداة مالية واحدة" أداة التحوط" لغرض محدد، لمعادلة التغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية لأصل أو التزام معترف به أو تدفقات نقدية مستقبلية.[3]

[1] - منير إبراهيم هنيدي، **إدارة البنوك التجارية**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1996، ص: 336.

[2] - بديار أمينة، مرجع سابق ذكره، ص: 40.

[3] - صبري احمد شهاب، مرجع سابق ذكره، ص: 07.

2- أداة التحوط (Hedging Instrument): هو مشتق محدد أو أصل مالي أو التزام مالي محدد غير مشتق(في حال التحوط لمخاطر التغيرات في أسعار صرف العملة الأجنبية فقط) يتوقع أن تعادل قيمته العادلة أو تدفقاته النقدية التغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية لبند محوط محدد. [1]

3- التغطية(التحوط) باستخدام الأدوات المالية المشتقة

من بين أساليب المتاجرة المستخدمة، والتي يمكن أن تنقذ من خلال المتاجرة بالحزمة ما يسمى بتغطية مخاطر المحفظة، الذي يهدف إلى حماية محفظة الأوراق المالية ضد مخاطر تعرض قيمتها للانخفاض، مع ضمان تحقيق حد أدنى من العائد، وهذا ما جعل **هيل وجونز(Hill & Jones)** ينظران إلى تغطية مخاطر المحفظة على أنه اختيار بيع طويل الأجل نسبيا، بمقتضاه يضمن المستثمر بيع الأصول المالية المكونة للمحفظة عند سعر معين بصرف النظر عن مستوى الأسعار السائد في سوق وقت التنفيذ.

ويضيف **رندلماني ومكنالي (Rendlemon & Mceally)** أن مدى الحماية من مخاطر انخفاض قيمة المحفظة يتنوع ويتعدد حسب الهدف الذي يحدده المستثمر، فقد يتمثل الهدف في خسارة لا تتجاوز حد معين، أو ضمان عدم التعرض للخسائر على الإطلاق، أو أن لا يقل العائد تحت أي ظرف عند مستوى معين.[2]

3-1- إستراتيجيات التغطية باستعمال عقود الخيار

3-1-1- إستراتيجية التغطية باستخدام حق خيار الشراء [3]**:**

التغطية -كما عرفناها سابقا- هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد باستخدام نفس الأوراق المالية أو أوراق مالية مختلفة. وفي غالب الأحوال فإن عمليات التغطية لا تكون كاملة، وهو ما يعني أن المستثمرين لا يستطيعون التخلص من كل الخسائر المحتملة في كل الحالات.

فإستراتيجية التغطية إذا تهدف للحد من الخسائر المرتفعة دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة.

---

[1] - الرواشدة بشار، سليم محمد، **تحليل محتوى إفصاحات إدارة المخاطر كما وردت في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية، مؤتمر إدارة المخاطر**، جامعة عمان العربية، الأردن، 2012.

[2] - منير إبراهيم هنيدي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (630،625).

[3] - محمد صالح الحناوي وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص: 293.

ولتوضيح ذلك لدينا هذا المثال:

يوجد حصة من الأسهم تبلغ 100 سهم، سعر التنفيذ للسهم 100 £، وأن قيمة حق خيار الشراء تبلغ 500 £ (5 £x 100 سهم).

فإذا كان المستثمر غير متأكد من انخفاض أو ارتفاع سعر السهم في تاريخ التنفيذ فيمكنه اتخاذ موقف قصير (Short position) فيما يتعلق بالسهم (بمعنى بيع السهم) واتخاذ موقف طويل (Long position) فيما يتعلق بحق خيار الشراء (بمعنى شراء حق خيار الشراء) من أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة وذلك عن طريق تدني الخسائر دون التأثير على ما يحققه المستثمر من عائد.

فمثلا يكون لدينا سعر السهم في تاريخ التنفيذ(price of stock at expiration date) يأخذ عدة مستويات 80، 90، 95، 100، 110، 120، ويوضح الجدول التالي أرباح وخسائر المستثمر في ظل الاحتفاظ بالسهم، وفي ظل شراء حق خيار الشراء، والأرباح والخسائر الكلية الناجمة عن استخدام إستراتيجية التغطية.

الجدول (2-5): الأرباح والخسائر عند استخدام حق خيار الشراء.

سعر السهم في تاريخ انتهاء حق الخيار	أرباح / خسائر المستثمر من الأسهم	أرباح / خسائر المستثمر من حق الخيار	أرباح /خسائر المستثمر في ظل وضع التغطية
80	2000	(500)	1500
90	1000	(500)	500
95	500	(500)	0
100	0	(500)	(500)
110	(1000)	500	(500)
120	(2000)	1500	(500)

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص: 295.

يوضح الجدول (2-5) في العمود الثاني أن المستثمر لو قام ببيع الأسهم (اتخاذ موقف قصير) على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل فيقوم بشرائها، فإنه سوف يحقق أرباح تصل إلى 2000 جنيه لو أنخفض سعر السهم من 100£إلى 80 £ (20x 100 سهم)، غير انه قد يحقق خسائر تصل إلى 2000£ لو أن سعر السهم ارتفع من 100 £ إلى 120 £.

أما العمود الثالث فيوضح موقف المستثمر إذا قام بشراء حق خيار الشراء (Call option)، وذلك بغرض التحوط ضد ارتفاع الأسهم مستقبلا، فإذا انخفض سعر السهم عن 100 £، وبفرض أنه أصبح

80 £، فإن قيمة الحق في هذه الحالة تعادل الصف (80-100) وسيترتب على ذلك عدم القيام المستثمر بتنفيذ العقد مع المحرر، وهو ما يعني خسارة المستثمر لقيمة المكافأة وقدرها 500 £، أما إذا ارتفع سعر السهم أكثر من 100 £ وليكن 110 £، فإن أرباح المستثمر في هذه الحالة تعادل 500 £ وقد تم حسابها كالآتي :

قيمة الحق = 110-100 = 10£.

ربح المستثمر عن السهم = 10-5(المكافأة) = 5 £ .

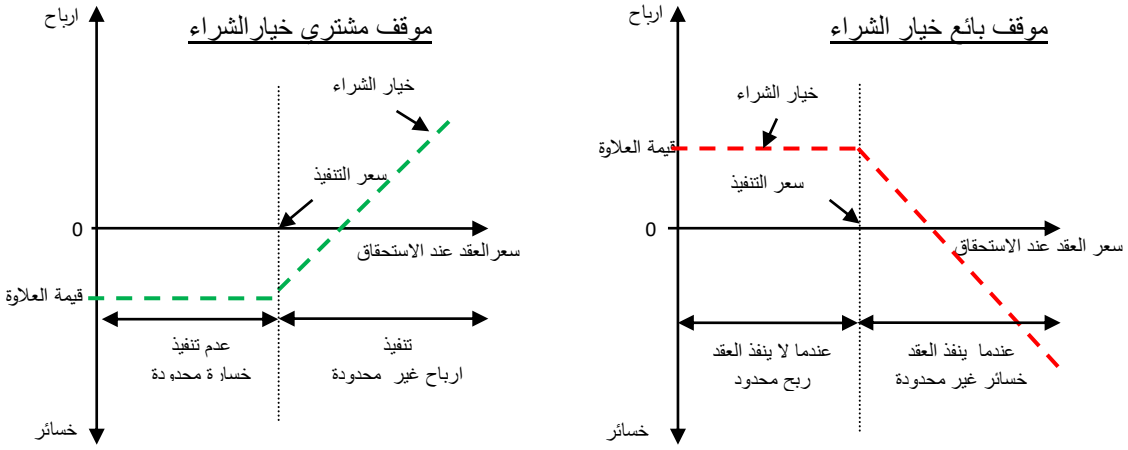
الربح الإجمالي= 5 x 100 = 500 £.

ولكن ما هو موقف المستثمر لو أنه استخدم إستراتيجية التغطية، وتقوم على أساس اتخاذ موقف قصير من الأسهم (بمعنى بيع الأسهم ثم شراؤها بعد انخفاض سعرها)، واتخاذ موقف طويل من حق خيار الشراء (بمعنى شراء حق خيار شراء الأسهم تحسبا إذا ما ارتفعت أسعارها)، ويوضح ذلك العمود الأخير من الجدول (2-5)، فلو أن سعر السهم انخفض فإن المستثمر يستطيع شراء الأسهم من السوق وتحقيق العائد، وهذا التصرف يحمل في طياته رفض المستثمر حق خيار الشراء مما يعني تحمله لخسائر تتمثل في قيمة المكافأة وقدرها 500 £.

فمثلا إذا انخفض سعر السهم إلى 80£ فإن قيام المستثمر بشراء الأسهم من السوق سوف يحقق له عائد 2000 £، بينما سوف يتحمل خسائر قدرها 500 £ (قيمة المكافأة) نظرا لعدم تنفيذ حق خيار الشراء، وبالتالي فإن الأرباح الصافية للمستثمر في هذه الحالة تبلغ 1500 £، غير أن هذه الأرباح في الواقع تخلو من المخاطر بقدر كبير، وينتج ذلك من حقيقة أن المستثمر لو اتخذ موقف قصير لحقق أرباح تبلغ 2000 جنيه ولو أنه اتخذ موقف طويل فقط لحقق خسائر بمبلغ 500 جنيه.

غير أن وضع التغطية يضمن له تحقيق أرباح فقط في ظل انخفاض سعر السهم تبلغ 1500 £ دون التعرض لخسائر، لهذا يقال أن أرباح التغطية في هذه الحالة تخلو من قدر كبير من الخطر.

الشكل(2-4): موقف بائع ومشتري خيار الشراء.



المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على المراجع المطلع عليها في هذه الدراسة.

3-1-2- إستراتيجية التغطية باستخدام حق خيار البيع :

تقوم هذه الإستراتيجية على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى آخر اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم، واتخاذ موقف قصير لحق الخيار (بمعنى بيع حق خيار البيع)، ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأسهم سترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن، وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق خيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأسهم إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك.

ولتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي: احد المستثمرين يمكنه امتلاك 100 سهم، حيث يبلغ سعر السهم الآن 100 £، وقام بتحرير حق خيار بيع من احد المستثمرين نظير مكافأة تبلغ 5 £ عن كل سهم(بمعنى أن قيمة المكافأة تبلغ 500 £). فما هي خسائر أو أرباح المستثمر في حالة قيامه بتنفيذ إستراتيجية تغطية تضم شراء الأسهم وتحرير عقد خيار البيع؟ وذلك على افتراض أن سعرالسهم في تاريخ تنفيذ حق خيار البيع ليست مؤكدة ومن المتوقع أن تأخذ المستويات الآتية: 80، 90، 95، 100، 110، و120£ .

يوضح الجدول رقم (2-6) موقف المستثمر في ظل الأوضاع الثلاثة، حيث يوضح العمود الثاني من الجدول أن المستثمر لو قام بشراء السهم الآن بمبلغ 100 £ ثم ارتفع سعر السهم فسوف يحقق

أرباح، فعلى سبيل المثال لو ارتفع سعر السهم إلى 120 £ فسوف يحقق المستثمر 2000 £ ((120-100)x 100 سهم).[1]

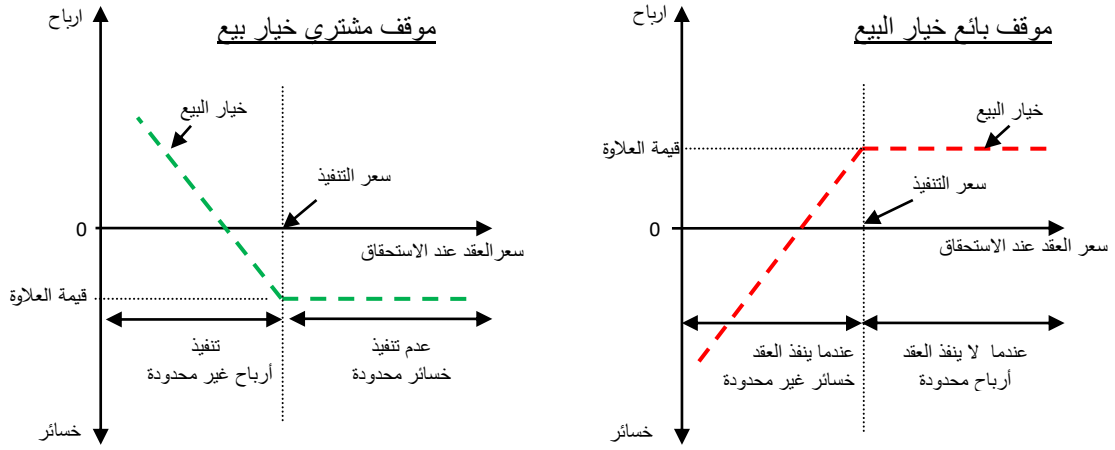
جدول(2-6): الأرباح والخسائر عند استخدام حق خيار البيع.

سعر السهم في تاريخ انتهاء حق الخيار	أرباح / خسائر المستثمر من الأسهم	أرباح / خسائر المستثمر من حق الخيار	أرباح / خسائر المستثمر في ظل وضع التغطية
80	(2000)	1500	(500)
90	(1000)	500	(500)
95	500	(500)	(500)
100	0	(500)	0
110	1000	(500)	500
120	2000	(500)	1500

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص: 301.

يلاحظ أن خسائر هذه الإستراتيجية محدودة بمبلغ 500 £، بينما الأرباح غير محدودة، حيث تتوقف هذه الأرباح على مقدار الزيادة في سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ كما يوضح ذلك العمود الأخير من الجدول (2-6).

الشكل(2-5): موقف كلا من بائع ومشتري خيار البيع.



المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على المراجع المطلع عليها في هذه الدراسة.

[1] - محمد صالح الحناوي وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص: 299.

3-2- إستراتيجية التغطية باستعمال العقود المستقبلية:

سنأخذ العقود المستقبلية للعملة الأجنبية كمثال على التغطية بالعقود المستقبلية ، فهذه العقود عبارة على اتفاقية أو عقد قياسي لشراء أو بيع مقدار محدد من العملة الأجنبية بسعر متفق عليه، وفي تاريخ محدد في المستقبل، حيث يمثل التزام تام لشراء أو تسليم كمية محددة منا العملة في تاريخ محدد في المستقبل يمثل تاريخ انتهاء العقد، وبسعر يحدد عندما يتم عقد الصفقة.

حيث يتضمن العقد طرفين هما البائع والمشتري، وان الطرف الذي يوافق على شراء عقد مستقبلي لعملة أجنبية قد اتخذ مركزا طويلا (Long Position)، أما الطرف الذي يوافق على بيع العملة يعرف بأنه قد اتخذ مركزا قصيرا (Short Position) ، حيث يكون المستثمرين الدوليين والشركات متعددة الجنسيات عرضة أكثر إلى المخاطر التي تنطوي عليها المعاملات ، بمعنى تقلب أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات النقدية في عملة أجنبية، ويمكن استخدام عقود مستقبليات العملة لأغراض التحوط من مخاطر التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي ، حيث يعمل التحوط على تدنيتها أو إزالتها حتى وان كانت مدة التعرض لتلك المخاطر قصيرة جدا.

إن التحوط بالعقود المستقبلية للصرف الأجنبي يكون من خلال اتخاذ مركز محدد في سوق المستقبليات طويلا كان أو قصيرا، إذ يمكن التحوط من المخاطر أو عدم التأكد الذي يتعرض له المركز النقدي للمتحوط في الأصل الأساسي. ويتم استخدام العقود المستقبلية على العملات الرئيسة في العالم، والمتمثلة في الدولار الأمريكي، الباوند البريطاني، اليورو، الفرنك السويسري، والين الياباني.

ويعتمد تاريخ العقد المستقبلي على دورة تاريخ ثابتة، وتتمثل في الأربعاء الثالث من الأشهر: مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر، ويفرض سمسار السوق عمولة قليلة جدا على الطرفين تتراوح بين **0.01%** و**0.05%** من قيمة العقد.

إن المنشأة التي تقوم بشراء عقد مستقبلي للعملة يتيح لها استلام مبلغ معين لعملة محددة بسعر محدد وبتاريخ محدد، لتحوط دفعات المستقبل وبعملات أجنبية، فقد ترغب المنشأة في أن تشتري عقد مستقبلي بأخذها المركز الطويل يمثل العملة التي ستحتاجها بالمستقبل القريب، و الاحتفاظ بهذا العقد فإنها تثبت المبلغ بعملتها الوطنية بهدف تسديد مدفوعاتها، وبالرغم من أن العقد المستقبلي للعملة يمكن أن يخفض من التعرض لمخاطرة الصفقات، إلا أنه أحيانا يرتد عكسيا على المنشأة، فإذا حوطت المنشأة مدفوعاتها فإن السعر المستقبلي المتفق عليه للعملة يمكن أن يكون في نهاية العقد أعلى من السعر

الحاضر للعملة بالمستقبل ، فإذا توقعت المنشأة أن تنخفض قيمة العملة عبر الوقت وأنها ستحتاج إل بتسديد مدفوعاتها، فإنها لن تتخذ مركزا طويلا في العقد المستقبلي للعملة، أما المنشأة التي تبيع العقد المستقبلي للعملة باتخاذها المركز القصير، فإنها سوف تبيع كمية محددة من عملة معينة وبسعر وتاريخ محدد، ذلك للتحوط لأجل قيمة العملة من المقبوضات في المستقبل فإن المنشأة قد ترغب ببيع عقد مستقبلي للعملة والذي يمثل العملة التي سوف تستلمها المنشأة، لذلك فإنها تعلم كم من العملة الوطنية سوف تستلم بعد تحويل المقبوضات بالعملة الأجنبية إلى العملة الوطنية، وتثبت سعر الصرف الذي ستكون قادرة على اعتماده في تحويل العملة الأجنبية إلى العملة الوطنية، فإن المنشأة تحوط قيمة مقبوضاتها المستقبلية من تقلبات أسعار الصرف عبر الزمن، ولكن يمكن أن يترك ذلك أثارا سلبية، حيث إن السعر الثابت للعقد المستقبلي للعملة والذي تبيع بها المنشأة العملة الأجنبية قد يكون في نهاية العقد أدنى من السعر الحاضر للعملة، ومع ذلك وبسبب عدم التأكد بقيم مستقبليات العملة فقد تكون المنشأة في وضع أفضل بالتحوط من البقاء معرضة إلى مخاطر تقلبات أسعار الصرف.[1]

وهنالك حدودا للتحوط باستخدام العقود المستقبلية العملة تتمثل في عدم الموائمة بين استحقاقات العقد المستقبلي والأصل الأساس في السوق النقدي، كما قد نكون هناك فروقا بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر في فترة تنفيذ العقد، حيث تكون هناك في الأغلب عدم موائمة بين مراكز العقود المستقبلية للعملة والمراكز النقدية، وتمثل أطول فترة استحقاق للعقد المستقبلي سنة واحدة، إذ لا تكون هذه العقود مناسبة للتحوط للفترات الطويلة، إلى جانب وجود متطلبات الهامش، ومحدودية ساعات التعامل في الأسواق النظامية، التي يقتصر عليها بيع العقود المستقبلية، ومن ثم فإن التعامل سيكون محددا بأعضاء السوق فقط، كما أن بعض الأسواق تفرض حدودا عليا أو دنيا لأسعار العقود المستقبلية، لذلك فإنها تعاني من صعوبة التسييل، وتصبح غير ممكنة البيع في الأمد القصير.

ويحسب السعر المستقبلي للعملة وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$B_t = F_t - S_T$$

حيث:

B_t: الأساس للعقد المستقبلي للعملة، وهو الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي.

[1] – اعتصام جابر الشكرجي، محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي–دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية**، المجلد8، العدد 23، جامعة بغداد، العراق، 2013، (ص- ص): (22-55).

F_t: السعر المستقبلي للعملة.

S_T: السعر الحاضر للعملة.

يتضح من الصيغة السابقة بأن السعر المستقبلي خلال فترة العقد يمثل مجموع السعر الحاضر مضافا إليه الأساس، وسواء كانت إشارة الأساس موجبة أو سالبة فإنها تعتمد على سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية.

وعلى الرغم من وجود المخاطر الأساسية إلا إن العقد المستقبلي للعملة الأجنبية يعد أداة مناسبة جدا للتحوط في الأجل القصير ضد تقلبات أسعار الصرف الاسمية على التدفقات النقدية، عندما تكون علاقة الارتباط بين الأسعار المستقبلية والأسعار الحاضرة قوية جدا، يمكن استخدام نسبة التحوط البسيطة **(Naive Hedge Ratio)**، والتي تتضمن على اختيار عدد من العقود المستقبلية لغرض التحوط، والتي يمكن حسابها بالصيغة الرياضية التالية:

عدد العقود المستقبلية لأجل التحوط = حجم العقد \ مركز السوق النقدي

كما يمكن حساب نسبة التحوط بالعلاقة الرياضية التالية :

$$\text{Hedge Ratio} = (N \times SIZE \times S) / V$$

حيث أن:

N: عدد العقود المستقبلية.

SIZE: القيمة الأساسية للعقد.

S: السعر الحاضر للعملة.

V: القيمة السوقية لنسبة الأصول \ الخصوم.

فمن خلال المعادلة السابقة يمكن تحديد عدد العقود المستقبلية للعملة الأجنبية اللازمة لتغطية المركز النقدي، وأنه نتيجة المعيارية في الحجم وتواريخ الاستحقاق للعقود المستقبلية، تكون فرص التحوط التام**(Perfect Hedge)** محددة، وعادة غير ممكنة. وتعتبر العقود المستقبلية والأصل الأساس في السوق النقدي على أنها محفظة ممكن أن تكون خالية من المخاطر إن كان هناك تحوطا تاما، وبالتالي فإن مركز التحوط ينبغي أن يحقق معدل عائد مساوي لمعدل العائد على الاستثمارات خالية المخاطر، وإلا فإن المستثمر سوف يقتنص فرص المراجحة لغاية عودة الأسعار إلى وضعها الطبيعي.

3-3- إستراتيجية التغطية باستعمال عقود المبادلة: تعتبر عقود المبدلة اتفاقيات ثنائية، لا يجري تداولها في الأسواق المالية المنظمة، وهذا الذي لا يجعلها نمطية ومتجانسة، لأن هذا النوع من العقود يكون ناتج عن مفاوضات خاصة بين أطرف العقد، وتتحدد الشروط من خلال أهداف كل طرف. [1]

وهناك صور مختلفة لعقود المبادلة التي تستخدم لتخفيض تكلفة مخاطر السوق تتمثل في: عقود مبادلة أسعار الفائدة، عقود مبادلة أسعار الصرف، عقود مبادلة أسعار الأسهم وعقود مبادلة السلع.

3-3-1- ميكانيزمات عمل عقود مبادلة أسعار الفائدة: في عقود مبادلة أسعار الفائدة يجري تبادل دفعات الفائدة وليست القيمة التي تحسب على أساسها هذه الدفعات[2] .

ولمعرفة ميكانيزمات عمل هذا النوع من العقود، نفترض الحالة التالية[3]:

هناك منشأة (أ) مصدرة لسندات بسعر فائدة متغير، كانت تريد التغطية خوفا من ارتفاع أسعار الفائدة، وكانت رغبتها في سداد مدفوعات الفائدة بسعر ثابت فقامت بالوساطة مع بنك ما لترتيب عقد مبادلة مدفوعاتها مع منشأة (ب) التي تحصلت على قرض بقيمة 50 مليون دولار بسعر فائدة ثابت 7.5 بالمائة، إلا أن هذه المنشأة كانت تأمل لو حصلت على هذا القرض بسعر معوم.

ونظرا لتلاقي الرغبتين بين المنشأتين، وتساوي المقدار الذي يتم على أساسه احتساب الفائدة والفترات الزمنية للسداد للطرفين وهي: 15 مارس، 15 جوان، 15 ديسمبر، والاتفاق على أن السنة 360 يوم، فتكون المبادلة كما يلي:

- ✓ إن المنشأة (أ) تقبض بسعر فائدة متغير وتدفع في كل مرة بمعدل 7.5 %.
- ✓ وإذا تجاوز سعر الفائدة المتغير 7.5 %، فإن المنشأة (أ) تحصل على الفرق بين سعر الفائدة المتغير وسعر الفائدة الثابت.
- ✓ وإذا كان سعر الفائدة المتغير أدنى من 7.5 بالمائة فإن المنشأة (أ) سوف تدفع للمنشأة (ب).

والعمليات ملخصة في الجدول التالي:

---

[1] – سمير عبد الحميد، رضوان حسن، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية**، ط1، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 239.

[2] – نفس المرجع السابق، ص: 249.

[3] – نفس المرجع، ص: 252.

الجدول(2-7): عمليات عقد المبادلة.

التاريخ	سعر الفائدة المتغير	المدة (بالأيام)	المنشأة (ب) مدين بالسعر المتغير	المنشأة (أ) مدين بالسعر الثابت	صافي المنشأة(أ)
3/15	7.5	92	958333	958333	0
6/15	7.6	92	902111	958333	56222-
9/15	6.06	91	765917	947917	182000-
12/15	7.68	90	960000	937500	22500+
المجموع			3586361	3802083	215722+

المصدر: سمير عبد الحميد، رضوان حسن، مرجع سابق ذكره، ص: 239.

✓ حساب الدفعات يكون كالتالي:

.958333=7.5(360\92)50.000.000

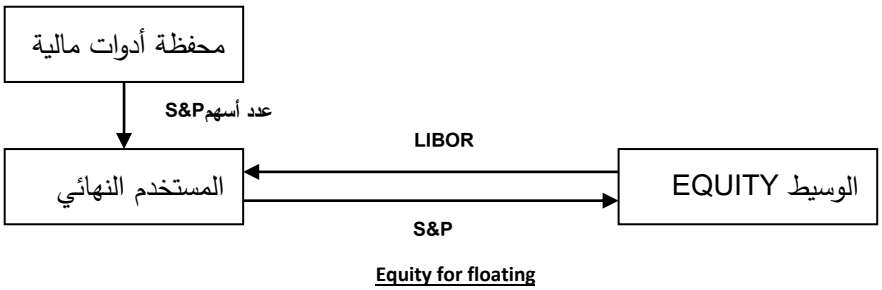
- نلاحظ من خلال نتائج الجدول السابق أن المنشأة (أ) قد صدقت توقعاتها، وأنها قد تمكنت من خلال هذه المبادلة نقل مخاطر ارتفاع سعر الفائدة إلى المنشأة (ب)، وتمكنت بالتالي تخفيف أعباء الفائدة التي كانت ستتحملها على حساب المنشآت الأخرى، أما المنشأة (ب) التي أقدمت على عملية المبادلة خوفا من تغير معدل سعر الفائدة في غير صالحها، فإنها تكبدت خسارة وتحملت مخاطر المنشأة المتعاقدة معها.

3-2-1-ميكانيزمات عمل عقود مبادلة أسعار الأسهم: من خلال عقد مبادلة سعر الأسهم، فإنه يتم تبادل سعر عائد متصل بالاستثمار في سهم معين لأحد طرفي العقد بسعر عائد على استثمار في سهم آخر للطرف الآخر. وشرط أساس في هذا النوع من المبادلات أن تكون مدفوعات احد الطرفين بسعر عائد يتعلق بسهم أو محفظة أوراق مالية أو مؤشرات الأسهم أو سعر ثابت. وهو ما يؤكده **توماس** في مبادلة الأسهم، فإن المستثمر يستلم العائد على نوع معين من مؤشرات السوق في مقابل أن يدفع لوسيط المبادلة وفقا لسعر LIBOR، أو سعر ثابت، أو أي مؤشر آخر في السوق.

ولنبين ميكانيزمات عمل هذا النوع من العقود، نفترض أنه هناك مبادلة بمؤشر عائد أسهم (S&P500)، مقابل عائد معوم مثل LIBOR، ففي 12 من شهر جانفي، قرر مدير محفظة الأدوات المالية بوصفه المستخدم النهائي، الدخول في عملية مبادلة مع أحد بيوت "Swap Dealers " ، وتم الاتفاق على أن يدفع مدير المحفظة ما عليه من دفعات، وفقا لسعر الفائدة في البنوك الكبرى في لندنLIBOR، على أن يقبض ما له وفقا لمؤشر (S&P500)، مخصوما منه Spread المقدر بـ 10%،

يحدده الوسيط " Swap Dealers "، ويفترض أن المبلغ المتفق عليه كأساس للحساب هو 10 مليون دولار، وأن عدد أيام السنة 360 يوم، وأن الدفع بسعر LIBOR والقبض بمؤشر (S&P500) مخصوما منهSpread. في هذه المبادلة تكون العمليات التالية:

الشكل(2-6): مبادلة عائد أسهم (S&P500) مقابل عائد معوم.



المصدر: سمير عبد الحميد، رضوان حسن، مرجع سابق ذكره، ص: 261.

يمكن تصور العملية، على أنها اقتراض بسعرLIBOR ، واستخدام الأموال المقترضة في شراء أسهم (S&P500) كما يبينه الجدول التالي:

جدول (2-8): عملية المبادلة لعائد سهم.

التاريخ	عدد الأيام	سعر LIBOR %	مجموع عوائد مؤشر(S&P500)	الدفعة المستحقة بسعر LIBOR	الدفعة وفقا لمؤشر(S&P500)	صافي المدفوعات $
01/02	-	9	469.75			
04/02	90	9.15	479.15	225000	200106	24894-
07/02	91	9.35	507.42	231292	590003	358711
10/02	92	9.65	491.70	238944	309802-	548746-
01/02	92	-	499.10	221056	150498	70558-
المجموع				916292	630805	285487-

المصدر: سمير عبد الحميد، رضوان حسن، مرجع سابق ذكره، ص: 261.

- ✓ الدفعات المستحقة وفقا لسعر LIBOR تحسب كما يلي:

$$\$\ 225000=(360\backslash 90)(0.09)10.000.000$$

- ✓ الدفعات المستحقة وفقا لسعر المؤشر تحسب كما يلي:

$$\$\ 200106=0.01-((469.75\backslash(469.75-479.15)10.000.000$$

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن عقد المبادلة الذي استخدمه مدير المحفظة مع الوسيط« Swap Dealers » لم يجلب له نفعا حيث، حقق خسائر في جميع الدفعات ما عدا دفعة 07/02 ، إذ بلغ صافي الخسائر 285.487$، تمثل فروق الأسعار بين LIBOR ومؤشر (S&P500).[1]

من خلال هذا المثال نستنتج أن المشتقات المالية كما هو في هذه الحالة والممثل في عقد المبادلة، يمكن أن يحدث خسائر عكس ما يراد منه وهو التحوط.

3-4- التغطية باستعمال العقود الآجلة

تعد العقود الآجلة أكثر جاذبية للمتعاقدين؛ لأنها لا تتطلب دفعة مقدمة من الأطراف سواءً أكان بائعا أو مشتريا، وهذا يؤدي إلى تحفيز الآخرين في الدخول في هذه العقود، إذ أن القيمة الابتدائية لأي عقد في السوق تكون صفر عند وضع شروط التعاقد، وأن أي تغيير في ظروف السوق يزيد قيمة العقد لصالح أحد طرفي التعاقد.

ولعدم وجود مواصفات محددة للعقود الآجلة من حيث حجم العقد أي كمية الموجودات المتداول بها، وتاريخ التسليم، وعدم وجود سوق مركزي، فأنها توفر نوعا من المرونة عند التعامل بها وتكييفها حسب حاجات مستعمليها.

ومن خلال اعتماد العقود الآجلة يكون اكتشاف سبل وطرق جديدة لإدارة المخاطر، ويكون ذلك من خلال تحليل المخاطر المجتمعة في الأدوات المالية الأصيلة (الأساسية) وتجزئتها، مثل مخاطر سعر الفائدة، ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، ومخاطر تقلب الأسعار، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر من خلال عملية التحوط، ويستخدم المتعامل هذه الإدارة لضمان بيع أصوله بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ، وخاصة إذا انخفضت الأسعار بأقل من هذا السعر في السوق المالي، وتكون هذه العملية من خلال أخذ مركز طويل (الشراء) في السوق الآجلة، لمقابلة البيع في سوق النقد الحالية، وهي تمثل عملية شراء بسعر يتفق عليه اليوم، ولكن تسليم الأصل يكون في وقت محدد مستقبلا متفق عليه بين الطرفين، فالطرف الذي يشتري بتاريخ مستقبلي يسمى صاحب المركز الطويل، أما الطرف الآخر الذي يسلم الأصل في التاريخ المستقبلي المتفق عليه يسمى صاحب المركز قصير.

إن التحوط بالعقود الآجلة يعد من أدوات التحوط القائمة على عقود المعارضة التي يراد بها تحقيق الأرباح ، وأن أحد أهداف استعمال العقود الآجلة هو التحوط من آثار تذبذب أسعار صرف العملات بالنسبة للمتعاملين الذين لديهم التزامات آجلة، ويمكن تقويم فعالية العقد الآجل في التحوط ضد المخاطر

[1] – سمير عبد الحميد، رضوان حسن، مرجع سابق ذكره، ص: 261.

من خلال مقارنة التغيرات التي تحدث للسعر الآجل مع التغيرات التي تطرأ على السعر الفوري، فإذا كانت هذه التغيرات متقاربة أو متساوية فالتحوط يكون غير فعال.

ولكي تكون العقود الآجلة مفيدة في التحوط فأن أسعارها يجب إن تكون مرتبطة بشكل نظامي بالأسعار الفورية للسلع المراد تحويطها؛ لذلك فإن نقطة البداية لأي برنامج تحوط هي البحث الدقيق عن هذه العلاقة في موقع المتعامل، وبرنامج البحث في هذا سيستعمل على تحليل الارتباط بين الأسعار الآجلة والأسعار الفورية للسلع، فالارتباط هو مؤشر للعلاقة بين متغيرين ومعامل الارتباط هو رقم يتراوح بين(1−) و(+1)، ويقيس قوة العلاقة الإحصائية المفيدة جدا واتجاهها، والمرتبطة به هو معامل التحديد(R^2) ، وهو عبارة عن مربع معامل الارتباط وقيمة هذا المعامل تتراوح بين الصفر والواحد الصحيح وهو يقيس أيضا قوة العلاقة بين المتغيرين لكن له تفسيرا آخرا مهما، فهو يعبر عن نسبة التغير بأحد المتغيرات التي يفسرها المتغير الآخر، وفي مجال السوق الآجل فإن قيمة (R^2) تفسر بأنها مقدار الانخفاض بالمخاطرة نتيجة استعمال العقود الآجلة.

وتعرف فاعلية التحوط على أنها نسبة التباين(المخاطرة) التي جرى التخلص منها بالتحوط، أو هي درجة حماية المركز النقدي من التقلبات السعرية وتخفيض مخاطر السوق عن طريق الاحتفاظ بمركز في السوق الآجل، وتقاس بمربع معامل الارتباط بين التغيرات في الأسعار الفورية للسلعة المراد تحويطها، والتغيرات بأسعار العقود الآجلة المستخدمة في التحوط، ويحسب كالآتي:

$$R^2 = HR\left(\delta^2 \frac{\delta_F^2}{\delta_S^2}\right)$$

حيث:

HR: تدل على المخاطرة.

δ_F^2 : تدل على تباين السعر الآجل.

δ_S^2 : تدل على تباين السعر الفوري.

وبعبارة أدق تقاس فاعلية التحوط بمعامل التحديد R ، فكلما اقترب هذا الأخير من الواحد الصحيح زادت درجة مواءمة الانحدار بين التغيرات في السعر الفوري والسعر R الآجل، وزادت فاعلية التحوط.[1]

[1] – ندى عبد القادر، **استخدام العقود الآجلة لغرض التحوط- دراسة تطبيقية في شركات الاستثمار المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الخليجي**، جامعة البصرة، مركز دراسات البصرة والخليج العربي، المجلد32، العدد27، 2016، (ص- ص): (132-164).

خلاصة الفصل الثاني

بما أن المنشأة تتعرض لمخاطر منتظمة و غير منتظمة، فإنها تلجأ لاستراتيجيات لإدارتها، وبما أن المخاطر المنتظمة والتي تسمى بمخاطر السوق هي أهم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة لأنها مخاطر تمس السوق ككل، فإنه وجب عليها إدارتها لرصد وتحديد وقياس المخاطر ومراقبتها لمعرفة حدود قبولها، وتقليصها إن خرجت عن نطاق ذلك، وذلك لبلوغ أهداف سطرتها المنشأة .

وإدراكا لأهمية محفظة التداول لإدارة مخاطر السوق، وضعت مبادئ لإدارتها والمتمثلة في وضع سياسات لإدارة المخاطر وهي مسؤولية مجلس الإدارة، وتقييم المخاطر التي تعتبر مسؤولية مدير المخاطر، وهذا التقييم يجب أن يكون متكاملا، نظرا لوجود تداخلات للمخاطر التي تتعرض لها المنشأة.

فأهم الطرق للتنبؤ بمخاطر السوق هي تحليل القيمة العادلة، تحليل الـ (VaR) ، واختبار الأوضاع الضاغطة، والتحليل المعياري للمحفظة المالية. أما أدوات القياس لهذا النوع من المخاطر هي أدوات إحصائية كالتباين، الانحراف المعياري، معامل الارتباط وغيرها، وأدوات التحليل المالي كالربحية، السيولة، المردودية ونسبة التمويل غيرها.

حيث أنه هناك ثلاث إستراتيجيات لإدارة مخاطر السوق بمحفظة التداول وهي المضاربة، المراجحة والتحوط، ولكل إستراتيجية أهداف ودرجة تحمل للمخاطر. حيث أن تسعير محفظة التداول يكون بأهم المنهجيات وهي التسعير حسب أسعار السوق والتسعير حسب نماذج التسعير. حيث تتضمن إدارة مخاطر السوق بمحفظة التداول بأسلوبين، أولهما التنويع بأصول المحفظة وتحليل معامل الارتباط بين مكوناتها، حيث يعتبر تنويع **توبين** من أهمها، لأنه يركز على خطر السوق ولا يركز على خطر السداد. وثانيها التغطية والتي تستعمل المشتقات المالية كأدوات لها، مثل عقود الخيار، العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

الفصل الثالث

قرارات المحفظة المالية

تمهيد

تعتبر إدارة المخاطر المالية من أهم التحديات التي تواجهها المنشآت والمستثمرون الأفراد عند إدارة استثماراتهم. ففي عصر الاقتصاد العالمي المتغير بسرعة والمعقد جدا لتشعب آلياته، يجب أن تكون إستراتيجيات إدارة المخاطر فعالة، للعمل على رفع قيمة المنشأة وتعظيم ثروتها.

في هذا السياق تشكل المحفظة المالية أداة حيوية ، حيث تعتبر مكملا أساسيا لإستراتيجية إدارة المخاطر المالية، يعود ذلك إلى قدرتها على توزيع الاستثمارات بين مجموعة متنوعة من الأصول المالية مثل السندات، الأسهم، النقد والأصول البديلة كعقود الخيار وعقود المبادلة وغيرهما من المشتقات المالية. هذا التنوع يساعد على تخفيض المخاطر ويزيد من فرص تحقيق العوائد المرجوة.

فاستفادة المنشأة أو الفرد المستثمر من المحفظة المالية في إدارة المخاطر يعتمد بشكل كبير على الإستراتيجية والأهداف المحددة، التي تحقق عائد اكبر بأقل مخاطرة، حماية لرأس المال، وتحقيقا للتوازن بين العوائد والمخاطر. ويكون ذلك بالتحليل والتقييم لمعطيات السوق المالي، وما يترتب عنه من تغيرات، والتي تعكس قراراته الاستثمارية.

وبناء على ما سبق، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- **المبحث الأول:** يضم مفهوم المحفظة: تعريفها، أهدافها وأنواعها؛
- **المبحث الثاني:** ويشمل عوائد ومخاطر المحفظة المالية ،المحفظة المثلى ومحفظة السوق؛
- **المبحث الثالث:** يتم التطرق فيه الى نماذج تسعير الأصول الرأسمالية، الفرضيات والانتقادات.

المبحث الأول : مفهوم المحفظة المالية وإستراتيجية إدارتها

أهم ما يؤرق المستثمر عند دخوله للسوق هو المخاطر المحتملة التي ستواجهه، لذلك كان لزاما عليه استخدام أهم أداة لإدارة المخاطر وهي المحفظة المالية.

فتكوين المحفظة وتحديد أهدافها، يكون تبعا لإستراتيجية وضعها المستثمر، لتعظيم ثروته بأقل مخاطرة.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية وخطوات بناؤها

من أهم الأدوار التي يقوم بها مدير المخاطر المالية هو تكوين محفظة مالية، وفق إستراتيجية معينة، لتحقيق أعلى عائد وبأقل مخاطرة ، لذلك فإنه يستوجب العمل على الاختيار الجيد للأدوات المالية المكونة للمحفظة، والتداول بها في التوقيت الزمني المناسب لتحقيق ذلك.

أولا- مفهوم المحفظة المالية وأهداف تكوينها

تُكوّن المحفظة المالية لأجل الحصول على عوائد، أرباح وفوائد من خلال الأدوات المالية المكونة لها، بالإضافة إلى الدور المهم الذي تلعبه في تقليص المخاطر المالية التي يتعرض لها السوق المالي. كما أن لها أهداف عديدة تسعى المنشأة لتحقيقها.

1- تعريف المحفظة المالية

تعريف1: عرف**Webster** المحفظة في قاموسه بأنها عبارة عن أدوات مالية يمسكها المستثمر، أو أوراق تجارية تمسكها المؤسسات المالية مثل البنوك، فهي تعتبر مجموعة استثمارات، وتعني للمستثمرين في الأدوات المالية بأنها عملية جمع أدوات مالية تعود لمنشآت مختلفة [1].

تعريف2: المحفظة الاستثمارية هي مجموعة من الأصول المالية(استثمارات مالية).[2]

تعريف3: عرفت المحفظة المالية المثلى، على أنها توليفة متنوعة من الأصول والأدوات الاستثمارية ، تكون متوازنة ومكيفة ، تجعلها أكثر ملائمة، لتحقيق أهداف المستثمر. فهي المحفظة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطرة، والتي يمكن أن تنعكس على شكل خسائر يتحملها المستثمر نتيجة التغيرات التي تنشأ على أسعار تلك الأصول. في حين وصفها بأنها تلك المحفظة بين مجموع المحافظ

---

[1]- فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، **إدارة البنوك** ، دار وائل للنشر الأردن، الطبعة 2، 2003، ص: 153.

[2] - محمود محمد الداغر، مرجع سابق الذكر، ص: 203.

الكفؤة التي تتناسب مع دالة المنفعة، أي التبادل بين العائد والمخاطرة، لأنه لكل مستثمر دالة منفعة خاصة به. [1]

من خلال التعريفات السابقة للمحفظة المالية يمكن تعريفها بأنها مجموعة من الأصول المالية والاستثمارات الحقيقية التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة، أو مواجهة أقل المخاطر لتحقيق أعلى عائد. واختيار المحفظة المثالية ونجاحها يتوقف على التسيير الكفء، وتحديد السياسة الإستراتيجية المناسبة.

2- تطوير نظرية المحفظة

تمثل المساهمة الرئيسة لنظرية المحفظة الحديثة في إدارة المحافظ، كونها الإطار المنتظم لعملية الاختيار الرشيد للمحافظ، من خلال عملية الموازنة بين العائد والمخاطر المتوقعة، وتعد هذه النظرية ثورة حقيقية في مجال التمويل، إذ وضعت هذه النظرية إطارا متطورا في إدارة المحافظ، عن طريف التنويع، كفاءة الأسواق المالية، والعلاقة بين العائد والمخاطرة.

تظهر هذه النظرية أنه من الممكن الجمع بين الأصول الخطرة، وبناء محفظة تعكس مكوناتها وعوائدها المتوقعة، ولكن مع انخفاض مخاطرها إلى حد كبير.

فقد اقترح **ماركوبيتز** نظرية المحفظة الحديثة ، والتي نصت على انه اختيار مجموعة من الأصول المالية للاستثمار فيها يمكن للمستثمر الحصول على عوائد أعلى بنفس القدر من المخاطر، كما اقترح طريقة التباين المتوسط ، التي يمكن استخدامها لتقليص مشكلة اختيار المحفظة، إذ أن الإطار المهم الذي يركز عليه **ماركوبيتز** هو كيفية جمع عدد الأدوات المالية داخل المحفظة من خلال التنويع، وذلك للحد من المخاطر، وعلاقة التباين المشترك بين هذه الأدوات المالية، ويقوم نموذج **ماركوبيتز** على أن القرارات الاستثمارية في اختيار الأصول المالية ترتكز على عملية المبادلة بين العائد المتوقع والانحراف المعياري.

ويبنى نموذج **ماركوبييتز** على عدد من الافتراضات تتعلق بسلوك المستثمرين أهمها:

- ينظر المستثمرين لكل بديل استثماري على انه توزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ.

[1]- محمد جاسم محمد سليمان ، **أثر الإفصاح المحاسبي عن التحول الرقمي على جودة محفظة الأوراق المالية لصناديق الإستثمار الكويتية، جامعة مدينة السادات، كلية التجارة، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية**، المجلد 13، العدد 2، 2022، (ص- ص): (2517-2544).

– المستثمرون عقلانيون ويتصرفون بطريقة تعظم مستوى العائد عند درجة معينة من المخاطر، والعكس صحيح.

– يزيد المستثمرون من المنفعة المتوقعة لفترة واحدة ، إذ تظهر منحنيات المنفعة الخاصة بالمستثمرين تناقص في المنفعة الحدية.

– يقدر المستثمرون مخاطر المحفظة على أساس تقلبات العوائد المتوقعة.

– قرارات المستثمرين تعتمد فقط على العائد والمخاطر المتنوعة، لذلك فإن منحنيات المنفعة هي دالة على العائد المتوقع والتغير المتوقع (أي الانحراف المعياري) للعائدات فقط.

– بالنسبة لمستوى مخاطرة معينة يفضل المستثمرون عوائد أعلى لخفض المخاطر، وبالمثل لمستوى معين من العائد المتوقع يفضل المستثمرون مخاطر أقل.[1]

3– أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار

تهدف المحفظة أساسا إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة، وذلك عن طريق التنويع، مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية، بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال، ومخاطر الاستثمار كما ذكرنا هي مخاطر تتعلق بالمنشأة أو بالسوق، وتتمثل أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار بما يلي[2]:

– إن كانت مخاطر الاستثمار تتعلق بالعمل وبالتالي بالقدرة على الوفاء، فعن طريق المحفظة يمكن للمستثمر أن يتفادى هذه المخاطر وذلك بتكوين المحفظة التي تشتمل على الأدوات المالية التي لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر، مثل السندات والأذون الحكومية.

– إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق بالسوق، بحيث يخشى المستثمر من الاتجاه العكسي لأسعار السوق وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لرأس المال، ففي هذه الحالة يمكن تجنب مثل هذه المخاطر عن طريق الاستثمار في الأدوات المالية عالية الجودة، مثل تلك الأدوات التي تعود إلى منشآت ناجحة ولها مكانتها في السوق.

– إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق مثلا بسعر الفائدة، والخشية من تقلبه لغير صالح المستثمر(مثلا عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق فإن قيمة السندات تقل والعكس عندما تنخفض أسعار

---

[1]– حيدر ناصر حسين، عباس كاظم الدعمي، **بناء المحفظة الاستثمارية المثلى في ظل نموذج المؤشر الواحد لشارب دراسة تحليلية في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أهل البيت كربلاء العراق**، العدد 30، 2022، (ص– ص): (426–455).

[2]– بن موسى كمال، **"المحفظة الاستثمارية –تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث**، جامعة الجزائر، العدد3 ، 2004، (ص– ص): (37–48).

الفائدة فإن قيمة السندات تزيد)، ففي هذه الأحوال يمكن اللجوء إلى الاستثمار قصير الأجل عوضا عن الاستثمار طويل الأجل.

– أما فيما يخص مواجهة المستثمر لمخاطر سعر الفائدة عند تكوين المحفظة المالية فهي أكثر تعقيدا من المخاطر المالية لأن هذه الأخيرة تكون نفسها بالنسبة لدخل الأدوات المالية، وكذا قيمتها السوقية، أما في حالة مخاطر سعر الفائدة فإن السندات طويلة الأجل أكثر استقرارا في الدخل من السندات قصيرة الأجل، وهذا لا يظهر إلا في حالة استهلاك هذه السندات، وإعادة استثمار الحصيلة في السندات مرة أخرى، وكأن سعر الفائدة قد ارتفع، فبذلك تزداد قيمة الدخل، أي أن ثبات الدخل يتوقف على طريقة ترتيب مواعيد استحقاق السندات في المحفظة من سندات ذات تواريخ استحقاق واحدة أو متقاربة في فترة قصيرة، بل يكون الترتيب بحيث أن جزء معينا من هذه السندات يستحق في نهاية كل عام أو عامين.

أما إن انتهج سياسة متحررة، فإنه سيترتب مواعيد استحقاق السندات في تاريخ واحد، أو تواريخ متقاربة خلال فترة قصيرة، وهذه السياسة لا تتبع إلا إذا توقع المستثمر ارتفاعا في سعر الفائدة في المستقبل . من ناحية أخرى ونظرا لأن أسعار السندات الطويلة الأجل تتقلب أكثر من أسعار السندات قصيرة الأجل، فإن المستثمر المتحفظ يحبذ الاستثمار في السياسات قصيرة الأجل أما السياسة المتحررة فتحبذ الاستثمار في السندات الطويلة الأجل، لأنها تهيأ الفرصة للحصول على ربح من ارتفاع القيمة السوقية في حالة انخفاض سعر الفائدة.

4– أهداف تكوين المحافظ المالية

تكوين المحفظة المالية له عدة أهداف نذكرها فيما يلي[1]:

4–1– الحفاظ على رأس المال الأصلي: يسعى كل مستثمر منذ البداية إلى الاستثمار في اختيار الأدوات المالية التي تحقق عائدا، ولكن هذا الهدف يتضمن الهدف الرئيس وهو عدم التعرض لفقدان أسعار الأصول، وبالتالي الحفاظ على رأس المال الأصلي.

4–2– الحفاظ على قدر من السيولة: وذلك من خلال الاستثمار في أدوات قابلة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة، لمواجهة العسر المالي المحتمل والتعثر لدى المنشآت.

4–3– إمكانية التسويق: إدارة محفظة تضمن المرونة للمحفظة الاستثمارية، التي تتكون من مجموعة من الأصول والتي يمكن تسويقها وتداولها.

[1]– محمد جاسم محمد سليمان، مرجع سابق ذكره، (ص– ص): (2517–2544).

4-4- تنويع المحفظة: وهي أحد أهم أهداف المحفظة الاستثمارية،ويقول بعض الباحثين أنه هو الهدف الرئيس لها. وهذا يعني وضع الاستثمارات في أكثر من أصل واحد مثل، الاختلاف في المنشأة، السوق أو البلد.

4-5- نمو رأس المال المستثمر: يهدف مديرو المنشآت إلى المحافظة على زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنويع، واختيار أدوات مالية للمنشآت ذات النمو المحتمل مستقبلا.

4-6- تعظيم القيمة: وهنا يكون الهدف هو تخصيص الموارد وذلك لتعظيم قيمة المحفظة بتحديد المشاريع، وذلك لتحقيق أقصى قدر لمجموع القيم أو القيمة السوقية لجميع المشاريع النشطة في مجموعة البدائل الخاصة من حيث أهداف بعض الأعمال مثل (المدى الطويل للربحية، العائد على الاستثمار، احتمالات النجاح، أو بعض الأهداف الإستراتيجية، حيث أن السوق المالي مكون من مجموعة مستثمرين يحاول كل واحد منهم تجنب المخاطرة وتعظيم المنفعة المتوقعة خلال نفس الفترة.

4-7- التوجه الاستراتيجي: إن الهدف الرئيس هنا هو التأكد بغض النظر عن سائر الاعتبارات من أن المحفظة النهائية لمنشآت الأعمال تعكس تحقيق إستراتيجية الأعمال.

4-8- تناسق العوائد: تضمن إدارة المحفظة أيضا توفير الاستقرار للعائدات عن طريق إعادة استثمار العوائد نفسها في محافظ مربحة وجيدة، تساعد المحفظة في تحقيق عائدات ثابتة يجب أن يعود بعائدات تعوض تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة.

ثانيا- أنواع المحافظ المالية ومحددات بناؤها

1- أنواع المحافظ المالية

تشمل المحافظ المالية عدة أنواع نذكرها كما يلي[1]:

1-1- محافظ العائد: يأتي الدخل النقدي للأدوات المالية التي يحتفظ بها المستثمر، لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات، أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا الأساس فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر، وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

1-2- محافظ الربح: وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح، وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربة، أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة أو صناديق الدخل، وهي تناسب المستثمرين الراغبين في

[1] - محمود محمد الداغر، مرجع سابق ذكره، ص: 203 .

عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة، أو صناديق الدخل والنمو معاً، وهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرب في استثماراتهم.

إن شراء الأسهم التي ينتظر منها نمو عال للعائد ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة وواضحة، حيث أن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي تحققها السوق بشكل عام، ولذلك فإن اختيار هذه السهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف .

1-3- محافظ العائد والربح: هي المحافظ التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد وبعضها الآخر بتحقيق الربح، وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين العوائد والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ.

2- محددات بناء المحفظة المالية

توجد ثلاث محددات لبناء المحفظة المالية وهي[1]:

2-1- أهمية نمو رأس المال: إن النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه نقود المستثمر خلال زمن الاستثمار في الأوراق المالية، فإذا كان بحاجة إلى الوصول إلى نقوده بعد فترة قصيرة فإنه قد يبحث عن فرصة توفر له معدل نمو ثابت وآمن، أما إذا كان يريد استثمار نقوده لأجل طويل فبإمكانه أن يكون مرتاح بوضع نقوده في الأوراق المالية التي يمكن أن تقدم له معدل نمو عالي خلال مدة من الوقت أو في أحد صناديق الاستثمار.

على سبيل المثال: إذا كان اختيار المستثمر في الأسهم والسندات، فالعائد على تلك الأدوات المالية قد يتقلب خلال مدة الاستثمار فيها. والذي يهمه فعلا هو كيفية أداء الاستثمار في الأدوات المالية مع مرور الوقت.

أن الاستثمار في الأوراق المالية الطويلة الأجل يتأثر بعوامل منها معدل التضخم، فالمستثمر قد يخسر خلال الأجل القصير، ولكن الأدوات المالية الطويلة الأجل، تظل قادرة على النمو خلال أجلها

[1]- سيد سالم عرفه، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (77،75).

الطويل، ما يهم هنا ليس تباطؤ معدلات النمو خلال فترة معينة من الزمن، وإنما تحقيق معدل نمو مرتفع مع مرور الزمن.

2-2- العائد أو نمو الأرباح: وهي الفائدة أو ربح السهم الذي يدفع للمستثمر، ويمكن أن يختلف في أهميته اعتمادا على احتياجاته، إذ إن السندات يمكن أن تعطى فائدة بنسبة مئوية أعلى من الأسهم والتي تعطي عائدا، وإذا كان المستثمر يوفر للأجل الطويل فإنه قد يبحث أيضا عن الاستثمارات التي تنتج عائداً ملائماً، بحيث يمكنه ذلك الرضا على قيمة استثماراته.

2-3- المخاطرة: وهي احتمال أن يخسر المستثمر بعض أو كل استثماره، فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطرة، فالمستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الإجراءات للسيطرة على عوائدهم، مثل سندات التوفير ذات المعدل المضمون من العوائد، وقد يختار المستثمرون المحافظون أن يتركوا بعض الفرص ذات النمو العالي، ذلك للمحافظة على نقودهم في استثمارات بمعدل عوائد مضمونة بدرجة أكبر.

وهناك قوى كثيرة تؤثر على مستوى الخطورة، فمثلا إذا اشترى المستثمر السندات فسوف يلاحظ أن استثماره يرتفع وينخفض مع أسعار الفائدة المتغيرة، وكذلك فإن النقود المستثمرة في الأسهم سوف تتحمل بعض المخاطر، فمثلا الاقتصاد الجيد أو الأرباح الجيدة لمنشأة ما تمتلك فيها أسهما قد يعني أن قيمة الأسهم قد ترتفع، وأما إذا ضعف الاقتصاد وإذا تعرضت المنشأة التي تملك أسهما فيها لدعاية سيئة، فإن سعر الأسهم قد ينخفض.

إن تحمل بعض المخاطر يعني ثبات وخروج المستثمر سالما من الركود والانكماش في قيمه أسهمه، وعلى أن أساس السعر سوف يعود للارتفاع، وأن قيمته أسهمه سوف تحتفظ بمعدل نمو عال بمرور الوقت.

ثالثا- إستراتيجيات إدارة المحفظة المالية والسياسات المتبعة

1- استراتجيات إدارة المحفظة المالية

يوجد إستراتجيتين للاستثمار في المحافظ المالية وهما كتالي:

1-1- إستراتيجية الاستثمار السلبية(Passive Investment Strategy):

وهي إستراتيجية تتضمن تحقيق العوائد المتوقعة، من خلال تكوين محفظة تحاكي محفظة السوق. إذ تفترض هذه الإستراتيجية كفاءة السوق، التي تعكس كل المعلومات المتاحة، والتي تنعكس على السعر السوقي للأداة المالية المتداولة بها، مما يجعل فرص الحصول على عائد إضافي غير ممكن.

تعتمد هذه الإستراتيجية على منطق السلوك القائم على اقتناع كافة المستثمرين بأدائهم الاستثماري الرشيد، دون الأخذ بعين الاعتبار الاستثمارات التي يعتمدها الآخرون بشكل مختلف.

يتم توظيف خط سوق رأس المال(CLM) لاختيار المحفظة الساكنة، إذ يتم اعتماد نتيجتين وفق ما يعرف بنظرية الصناديق التبادلية(Mutual Fund Theorem)، النتيجة الأولى تعتمد إيجاد صندوق تبادلي للأصول الخطرة، أما الثانية فيطلق عليها صندوق مؤشر السوق (Market Index Fund) ، والذي يرضي مطالب كل المستثمرين، ويفترض أن هؤلاء المستثمرين سيختارون النتيجة الثانية كاستثمار أمثل، الذي يوزع ماله بين الأصول الخطرة وخالية المخاطر، بينما تمثل الأولى الجانب الفني والذي يدار من قبل إدارة محترفة في حين تمثل الثانية الإستراتيجية الساكنة الكفؤة ، حيث تتضمن هذه الأخيرة نوعين من الاستثمار وهما:

- إستراتيجية الشراء والإستحفاظ (Buy and Hold Strategy)، والتي يقوم المستثمر من خلالها تحديد عدد الأدوات المالية التي تناسب توجيهه الاستراتيجي، وشرائها بغرض الاحتفاظ حتى نهاية الأفق الزمني.

- إستراتيجية الفهرسة (Indexing Strategy): فهي الأكثر شيوعا في هذا النوع من الاستثمار، ويقوم من خلالها المستثمر بتتبع المحفظة المرجعية، بدل استخدام التحليل الأساسي لتمييز الأدوات المالية ذات التقييم السيء في التسعير(أعلى أو أدنى من السعر الحقيقي)، وعادة ما يتم الاحتفاظ بالأدوات المالية بهدف انتظار المدفوعات التي توزعها المنشأة الأم كمقسوم.[1]

1-2- إستراتيجية الاستثمار الإيجابية(Active Investment Strategy): تشير إستراتيجية الاستثمار النشطة إلى قيام المستثمر بتعديل تشكيلة الأصول ومقدار الأموال المستثمرة في كل منها بصفة مستمرة وذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية.

وترتبط المفاضلة بين الإستراتيجية السلبية والإستراتيجية النشطة بمفهوم كفاءة السوق ارتباطا قويا، فالمستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق، سوف يتمسك بإتباع سياسة الاستثمار السلبية، طالما أنه مقتنع بصعوبة إيجاد أدوات مالية مسعرة تسعيراً خاطئاً- وبالتالي سوف يحرض على تقليل تكلفة المعاملات، وعلى الحد من الوقت والجهد والموارد اللازمة لتحليل الأدوات المالية، طالما أن أسعار هذه الأدوات سوف تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق، في ظل افتراضات نظرية السوق الكفء.

[1]- عباس فاضل رسن التميمي، **محفظة تعادل المخاطر**، دار امجد للنشر والتوزيع.البلد غير مذكور، 2019، ص :101.

أما المستثمر الذي لا يؤمن بكفاءة السوق سوف نجده حريصاً على إتباع الإستراتيجية النشطة من خلال البحث عن الأدوات المالية ذات الخلل السعري، في محاولة للاستفادة من الفاصل الزمني الذي تستغرقه عملية استجابة أسعار السوق للمعلومات الجديدة، وهو ما يميز السوق غير الكفء، هذه المجموعة من المستثمرين تتحمل تكاليف مرتفعة تتمثل أساساً في تكلفة المعاملات وتكلفة تحليل الأوراق المالية، ولكنها تعتقد أنه هناك إمكانية تحقيق عوائد غير عادية تفوق التكاليف الإضافية.[1]

2- السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية طبقا لأهداف وغايات المحفظة مع سياسات إدارة هذه المحفظة فمن هذه السياسات الربح السريع مع تحمل مخاطر عالية، أو الربح القليل مع الأمان والاستقرار أو حل وسط بين السياسة الأولى والسياسة الثانية ويمكن حصر السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية على النحو التالي:

2-1- سياسة المخاطرة أو الهجوم (Aggressive Policy):

تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح الرأسمالية السريعة والمرتفعة الاستثنائية، وتستغل إدارة المحفظة عادة وجود اختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادية، ونتيجة هذه السياسة هو الحصول على الإرباح الرأسمالية نتيجة لإعادة تقييم أصول هذه المحفظة باستمرار، وتتميز هذه السياسة بارتفاع درجة المخاطرة، نظرا للمتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأدوات المالية المكونة للمحفظة.

المطلوب من إدارة المحفظة وخبرائها إلتزام الدقة عند اتخاذ القرار، خوفا من تحقيق خسائر كبيرة، لأن الحصول على ربح رأسمالي عال سيقابله درجة عالية من الخاطر، وتسمى هذه المحفظة بالمحفظة الرأسمالية على أساس أنها تهدف للحصول على الربح الرأسمالي.[2]

2-2- السياسة الدفاعية أو المتحفظة (Defensive Policy):

تهدف هذه السياسة إلى كسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك يعتمد في الدرجة الأولى على الأسهم والسندات المختارة ، حيث لا تتضمن مخاطرة ، وأن معدل الفائدة محدد والعائد ثابت، وكما هو معروف يمكن أن تحتوي المحفظة على أسهم المنشآت الكبيرة المستقرة، حيث أنها لا تتأثر كثيرا

[1] -محمد الصالح الحناوي وأخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص: 1.

[2]- مشروم نوال، **استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مجلة دراسات وأبحاث**، العدد 31، المجلد 9، 2018، (ص-ص): (88-110).

بالمتغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق المال، خصوصا سوق الأدوات المالية، وبفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد وركود حيث أن أسهم المنشآت الكبيرة والقوية يكون تأثيرها قليل بالمتغيرات الاقتصادية، لذا يكون هبوط أسعارها أقل بكثير من هبوط أسعار الشركات النامية.[1]

2-3- السياسة المتوازنة:

وهي عبارة عن سياسة مشتركة بين السياسة الهجومية والسياسة المتحفظة، بحيث يقوم مدير المحفظة عند إتباع السياسة المتوازنة بتقسيم رأس المال إلى قسمين:

- قسم للأدوات المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية؛
- القسم الآخر للأدوات المالية ذات الدخل الشبه ثابت، والتي لا تتغير بتقلبات السوق.

ويمكن أن تكون هذه المحافظ مرنة بحيث أنه يمكن تقسيم رأس المال إلى مابين الدفاعي والهجومي، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي، لابد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، وفي حالة الكساد والركود في سوق المالي، يتوجب زيادة أسهم رأس المال الموجهة إلى الأسهم والسندات الدفاعية، ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة.[2]

2- عوامل واعتبارات إدارة المحفظة المالية

بالإضافة إلى السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية، على مدير المحفظة الأخذ بعين الاعتبار عوامل أخرى عند إدارته لمحفظة المالية، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي[3]:

2-1- معدل الفائدة وسعر الأداة المالية: إن عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الأداة المالية، سواء كان عائدا متغيرا كما هو الحال في الأسهم والسندات ذات العائد المتغير، أو كان ثابت مثل السندات العادية، ويتم ذلك بمتابعة الأدوات المالية الجديدة، التي تطرح في السوق لأول مرة، مقارنة العائد عليها بالعائد الخاص بالأداة المحتفظ بها في المحفظة، فإذا كانت الأداة الجديدة مرتفعة العائد بدرجة كبيرة، كان هذا ما يدعي إلى عدم الاحتفاظ بالأداة، والعكس صحيح، إذا كان هدف المستثمر هو العائد الكبير.

---

[1]- غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 24.

[2] - يوبريمة إحسان، **"دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية"**، رسالة ماجستير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2007، ص: 77.

[3]- محسن الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، دار ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999، ص: (79، 84).

2-2- مدى التقلبات في سعر الفائدة أو في معدل العائد الذي تحققه الأداة المالية: يرتبط الاستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد، ولكن أيضا بمدى الاستقرار في سعر الفائدة، واتجاهات هذا السعر في الأجلين القصيرة الطويل أيضا، ويلاحظ عادة أن الأجل القصير يمر بتقلبات أكثر حدة من الأجل الطويل نظرا لخضوعه لتأثير التغير الظرفية قصيرة الأجل وهي كثيرة ومتنوعة، في حين الأجل الطويل عادة ما يرتبط بالتغيرات الهيكلية وهي بطيئة وقليلة، ففي الأجل القصير يتأثر معدل العائد بمعدلات أسعار الصرف وتطورات ظروف السياسات النقدية، كما يتأثر بالمضاربات والإشاعات، وكذا المغامرين الذين يدخلون إلى الأسواق بسرعة ويخرجون منها بسرعة ومعاملاتهم تكون ذات تأثير على أسعار الفائدة وعلى اتجاهات التمويل وبالتالي تتأثر الأسواق في المعاملات قصيرة الأجل.

2-3- مدى التقلبات في سعر الورقة ذاتها: إن للقيمة السوقية تأثير كبير على حركة معاملات الأوراق المالية، فكلما كان سعر الورقة المالية في السوق يزداد بشكل تراكمي، فإن هذا يدعو إلى الاحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمر على طلبها نظرا لما تحققه من ربح رأسمالي وما توفره من محفزات على تفضيلها من غيرها من الأوراق.

2-4- تأثير الكوبون على حركة المحافظ المالية: كلما اقترب موعد دفع الكوبون ارتفع سعر الأداة وزيادة الطلب عليها، حيث يقوم المستثمرون بانتهاز هذه الفرصة وحساب العائد المتوقع من خلال الكوبون الذي سيتم تحصيله، وكلما كان هذا العائد مرتفعا كلما زادت رغبة المستثمر في الاحتفاظ بالأداة المالية، ويؤدي ذلك إلى رفع سعرها في السوق، أما إذا كان معدل العائد المتوقع على الأداة منخفضا يحدث العكس تماما.

2-5- تأثير تأكل القوة الشرائية للنقود (تأثير التضخم): يؤدي التضخم إلى فقدان النقود قيمتها، ومن ثم يصبح الاحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد، ولذلك فإنه في وقت التضخم يزداد إقبال الأفراد على الاستثمار في الأصول العينية والأدوات المالية، خاصة تلك الأدوات التي ترتفع قيمتها السوقية مع زيادة قيمة الأصول والممتلكات، التي سبق للمشروع شرائها بأسعار منخفضة، وأصبحت أسعارها الآن شديدة الارتفاع، بحيث يتم إعادة تقييم لهذه الأصول لإظهارها بقيمتها الحقيقية الجارية ويستفيد المستثمر نتيجة لذلك من جانبين هما:

- الجانب الأول: الزيادة التراكمية نتيجة ارتفاع قيمة الأصول المستثمرة في المشروع.
- الجانب الثاني: العائد الذي سيحققه المشروع والذي يزداد بفعل التضخم.

وهناك اعتبارات فنية في إدارة المحفظة المالية للمستثمر يمكن عرضها في النقاط التالية:

2-6- الاعتبارات الزمنية والمكانية: حيث تتدخل اعتبارات التوقيت والمرحلة الزمنية في قرار الاحتفاظ بالأداة المالية التي هي ضمن المحفظة، أو التخلص منها، أما اعتبارات المكان فتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الاستثمار في مكان معين من دولة معينة، ويقوم هذا العامل بدور كبير في تسعير الأدوات المالية الخاصة بالدول أو الأماكن غير المستقرة سياسياً وأمنيا، حين تزداد مخاطر الإفلاس والتوقف عن دفع الالتزامات.

2-7- مستوى جودة الأداة المالية: ويتم الحكم على مقدار جودة الأداة من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تصنيف الأدوات المالية وترتيبها بناء على نتائج التحليل الذي تم، ففي السوق الدولية النشطة غالبا ما تقوم كثير من المكاتب الاستثمارية، والعاملة في مجال البورصات، بإصدار نشرات تتضمن ترتيب لجودة الأدوات المالية.

رابعا- مراحل بناء المحفظة المالية المثلى

إن اختيار المحفظة المالية الكفؤة يكون ضمن مرحلتين، فالمرحلة الأولى تتمثل في مرحلة التوقعات عن العائد ومخاطرة الأدوات المالية، والمرحلة الثانية تتمثل في اختيار المحفظة الكفؤة، بناء على خيارات المستثمر في إطار الفرص المتاحة، إذاً يستطيع المستثمر أن يختار المحفظة الكفؤة التي يتحقق فيها التوازن بين معدل العائد الذي يفضله ومستوى المخاطرة التي يستطيع تحملها، ولكي يتم تحقيق ذلك فإن بناء محفظة الاستثمار تمر بالمراحل التالية[1]:

1- اختيار الأفق الزمني: يمكن القول بأن نماذج المحفظة تحدد مدة معينة لحملة الأسهم، ولا تتم خلال هذه المدة أية عمليات التي تخص الأسهم. إن الحد الأدنى للأفق الزمني مع المعلومات المتوفرة وتكلفة تحليل تلك المعلومات، ممكن أن يكون من ستة أشهر إلى سنة، وقد يمتد إلى سنتين، وتحت أغلب الظروف فإن أفق السنة الواحدة هو الحد الملائم، إذ يمكن التنبؤ بالظروف الاقتصادية بشكل دقيق، وأن تقديرات العائد وتكلفة التحليل تكون قريبة للواقع، يذهب في هذا الاتجاه **كريتزمان (kritzman)** الذي يقول أنه لابد من وجود مدة زمنية مناسبة لتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

2- تهيئة المدخلات الحساسة: تعتبر مرحلة تهيئة معالم النموذج الحساسة مرحلة مهمة جدا باعتبار مخرجات هذه المرحلة تكون مدخلات للمرحلة التالية في بناء المحفظة المالية التي تحقق رغبات

[1] – شهاب الدين حمد النعيمي، **إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع**، جامعة الزيتونة الأردنية، 28/26 2004 ، (ص- ص): (7-8).

المستثمر من حيث العائد والمخاطرة، ولذلك يعد التحديد الدقيق للمتغيرات التي تقيس العائد المتوقع والمخاطرة والتباين المشترك للسهم ذات أهمية كبيرة جدا للإجراءات بناء المحفظة.

3- اختيار نموذج تقدير المحفظة: إن النماذج التي قدمها الماليون لاختيار المحفظة الكفؤة كثيرة، من بينها نموذج **ماركويتز (Markiwitz)** الذي صاغ مشكلة اختيار بناء المحفظة كمشكلة برمجة رباعية والتي تأكد أن المحفظة كفؤة إذا كان:

- ✓ لها تباين أقل من أية محفظة ملائمة أخرى لها العائد نفسه؛
- ✓ لها عائد أكثر من أية محفظة ملائمة أخرى لها تباين نفسه.

أو نموذج المؤشر الواحد، الذي يهدف إلى تبسيط المعلومات والإجراءات الحسابية الذي يتطلبها نموذج **ماركويتز(Markiwitz)**، وذلك لتعقد النماذج التي تحتاج إلى تدريب على البرمجة الرباعية، وعدم رغبة محللي الأدوات المالية بتقدير التنبؤات التي تتضمن التنبؤات المشتركة.

في ما قدم شارب **(Sharpe)** نموذجين للبرمجة الخطية، الأولى يعتمد على استجابة السوق كمقياس للمخاطرة، والثاني يعتمد على التباين المشترك كمقياس للمخاطرة.(لتفصيل أكثر انظر المبحث الثالث لهذا الفصل).

المطلب الثاني: المؤشرات وتقييم أداء المحفظة المالية

ظهرت المؤشرات وتطورت عبر الزمن ابتداء من القرن التاسع عشر مثل مؤشر **dowjons** الذي ظهر لأول مرة سنة 1984، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى حيث كان أول تداول سنة 1982 بالولايات المتحدة الأمريكية لتتطور بعدها عدة بورصات التي تتداول المؤشرات إلى ثلاثين بورصة سنة 1990م.

أولا- المؤشرات في الأسواق المالية

1- تعريف المؤشر: هناك عدة تعريفات للمؤشر نذكر منها:

التعريف 1: المؤشر (Indicator) هو أداة إحصائية تحلل ظروف السوق الحالية، وتحدد أنماط المخططات البيانية، وتعطي توقعات حول التغيرات المحتملة في حركة السعر. حيث يستخدم المتداولون

المؤشرات لتصميم إستراتيجيات التداول الخاصة بهم وفقاً لهذه التوقعات، لزيادة أرباحهم إلى الحد الأقصى وتجنب المخاطرة غير الضرورية[1].

التعريف 2: المؤشر هو معدل موزون على مجموعة من الأسهم والسندات، بهدف قياس أداء البورصة (performance) وتطوراتها[2].

التعريف 3: هو رقم يلخص حركة أسعار جميع الأسهم المسجلة بالسوق، ويمثَّل عادة متوسط تلك الأسعار. ولا تتساوى جميع الأسهم في نسبة تمثيلها في المؤشر، بل يعتمد تمثيل أسهم المنشآت على وزن المنشأة بالسوق مقاساً بالقيمة السوقية للمنشأة مقسومة على القيمة السوقية لجميع المنشآت المسجلة بالبورصة. وتتحرك أسعار الأسهم صعودا ونزولا نتيجة العرض والطلب عليها؛ فعندما يزيد الطلب على سهم منشأة ما على المعروض من هذا السهم يرتفع سعره، ويرتفع معه مؤشر السوق بنسبة تمثيل هذا السهم في المؤشر. [3]

2- أنواع المؤشرات

يقسم المحللون الماليون المؤشرات حسب معايير مختلفة نذكر أهمها يلي[4]:

2-1- حسب معيار الوظيفة

يمكن للمؤشرات أن تؤدي وظيفة عامة أو وظيفة قطاعية، لذلك فهي مقسمة إلى نوعين هما:

2-1-1- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، لذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للسوق ككل، بالأخص إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة في السوق، مثل مؤشر **ستندار آند بور**.

2-1-2- مؤشرات قطاعية: تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع ، مثل مؤشر **داو جنز**.

2-2- حسب معيار الجهة الناشرة والمسيّرة للمؤشرات

وتنقسم هذه المؤشرات إلى:

---

[1]- https://fbs.ae/glossary/indicator-60. تاريخ الزيارة: 2023/05/02.

[2]- محفوظ جبار، مرجع سابق ذكره، ص: 329.

[3]- **مجلة هيئة السوق المالية** السعودية، "الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم"، ص:12. على الرابط https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf، تاريخ التصفح 2022/08/17.

[4]- همال فريدة، "**دراسة سلوك أهم المؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 01 جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015**"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص إقتصاد كمي، جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص: 49.

2-2-1 - مؤشرات رسمية: تصدر عن سلطات البورصة أو عن هيئات تابعة لها، ويمكن تداول هذه المؤشرات في البورصات الخاصة بها.

2-2-2- مؤشرات خاصة(غير رسمية): وتصدر عن المؤسسات المالية ومعاهد الإحصاء والهيئات الإعلامية العالمية، ونادرا ما تتداول هذه المؤشرات في البورصات.

ثانيا- تداول المؤشرات في الأسواق المالية وكيفية حسابها

تتداول بعض المؤشرات في البورصة مثل تداول الأسهم والسندات، حيث هناك العديد من العمليات الخاصة بها.

1- تداول المؤشرات واستخدامها في السوق المالي

توجد العديد من العمليات على المؤشرات نذكر منها[1]:

1-1- العمليات الآجلة على المؤشرات: وهي عمليات شراء العقود المستقبلية المتعلقة بتلك المؤشرات، إذ يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها ببيع أو شراء المؤشر المعني في فترة قادمة هي فترة الاستحقاق، أو بسعر محدد سلفا، يتكون مقدار الربح أو الخسارة بالنسبة لذلك المستثمر من الفرق بين سعر المؤشر الذي دفعه وبين سعره في فترة الاستحقاق.

1-2- الخيارات على المؤشرات: في هذا النوع من الخيارات يكون لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع عقد من عقود المؤشر محدد مسبقا مقابل دفع علاوة (prime) بالطرق الأخرى.

2- استخدامات مؤشرات السوق المالي

تعتبر مؤشرات أسواق الأدوات المالية بارومتر لقياس تطور الاقتصاد بصفة عامة، والسوق المالي بصفة خاصة، والقطاعات المكونة له، حيث يلخص المؤشر أداء السوق المالي ككل، فيعكس بذلك الحالة الاقتصادية السائدة وتشخيص المشاكل المؤدية لانحراف الأسعار، من أجل تصحيحها، وتصويب اتجاه السوق.

ويمكن ذكر أهم استخدامات مؤشرات الأسواق المالية فيما يلي[2]:

أ- متابعة أداء المحفظة المالية: تبنى المؤشرات على أساس عينة، تشكل مجموعة من الأدوات المالية لأهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة ، حيث ترتفع كفاءة المؤشر عندما تكون العينة ممثلة لكافة الأدوات المالية في السوق، وهذا ما يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر الأداة

[1]- محفوظ جبار، مرجع سابق ذكره، ص: 337.

[2]- قواجلية إبتسام، مرجع سابق ذكره، ص: 69.

المالية والتغير الذي يطرأ على المؤشر، والذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأدوات المالية المتداولة في السوق، وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين عائد محفظته المالية والعائد السوقي الذي يمثل بقيمة المؤشر.

ب- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقا للتنويع الساذج يمكن للمستثمر العادي تحقيق عائد على محفظة مكونة عشوائيا يعادل تقريبا معدل عائد السوق، لذلك فمن المنتظر من المحافظ المالية التي يديرها مدراء محترفون تحقيق عائد أعلى من ذلك الذي يقدمه المؤشر، وهو بذلك مقياس لأداء مدير المحفظة.

ت- التنبؤ بحركة أسعار الأدوات المالية: يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق، من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات، باستخدام تحليل السلاسل الزمنية، أو المتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأدوات المالية باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط، والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق مستقبلا، وتفيد هذه التحليلات في ترشيد اتخاذ القرارات .

ث- تقدير مخاطر المحفظة المالية: تتمكن بعض المؤشرات المبنية على أساس عينة متنوعة تنويعا جيدا من حساب معامل المخاطر المنتظمة بيتا.

ج- التنبؤ بالحالة الاقتصادية: يشير بعض الباحثين الاقتصاديين إلى انه يمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض التغيرات التي تطرأ على المؤشرات، وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأصيل، حيث يمكن التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه المساهمة في اتخاذ القرارات الرشيدة.

ثالثا- طرق تقييم أداء المحفظة المالية

هناك طريقتين لتقييم المحفظة المالية، التقييم من حيث العائد والتقييم من حيث المخاطرة.

1- تقييم أداء المحفظة المالية من حيث العائد

يعد معدل عائد المحفظة مؤشرا يقاس بموجبه معدلات عائد الاستثمارات إذ ظهرت نماذج معدلات عائد الاستثمارات، التي تأخذ بعين الاعتبار عنصر المخاطرة، عند تقييمه لعملية الاستثمار في الأوراق المالية.

حيث هناك ثلاث طرق وهي النمو الوسطي، القيمة الحالية لصافي التدفقات وطريقة معدل المردودية الداخلي نذكرها فيما يلي:

1-1- طريقة النمو الوسطي: تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أن العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة، وتعتمد على احتساب الزيادة الحاصلة في العائد بين فترة وأخرى بناء على المعادلات التالية:

$$\text{النمو الوسطي} = \frac{\text{أكبر عائد (خلال الفترة)} - \text{أصغر عائد}}{\text{عدد السنوات}}$$

$$\text{معدل النموالوسطي} = \frac{\text{مقدار النمو الوسطي}}{\text{اصغر عائد} + \text{عائداكبر}} \times 100$$

في حال كان لدينا عدة محافظ مالية، فقرار الاختيار يتم على أساس المحفظة التي تعطي أعلى معدل نمو وسطي.

لكن هذه الطريقة غير عملية، إذ تعتمد على مبدأ صعب التحقيق وهو افتراض أن العائد هو زيادة مستمرة من فترة لأخرى، وهذه الزيادة قد تصل إلى أرقام خيالية، كما أنها لا تأخذ بالحسبان درجة المخاطرة للمحفظة المالية عند الاختيار. [1]

1-2- طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية: تعتمد هذه الطريقة في المفاضلة بين الأدوات المالية، باحتساب التدفقات النقدية المتوقعة من هذه الأدوات ، سواء كانت تدفقات نقدية خارجة أو داخلة، واحتساب الفرق بينهما بالقيمة الحالية، وهذا ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية VAN.

إن مفهوم VAN يبنى على احتساب الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والتي سيولدها الاستثمار مطروحا منها تكلفة الاستثمار حيث يحسب بالمعادلة التالية:

$$VAN = \sum \left(\frac{R_t - D_t}{(1+K)t}\right) + \frac{S_t}{(1+K)t} - D_0$$

حيث:

- R_t: الإيرادات التي سيولدها الاستثمار في الفترة (t).

[1]- ناجي جمال، مرجع سابق ذكره، ص: 73.

- D_t: المصاريف التي سيتحملها الاستثمار في الفترة (t).
- K: معدل الفائدة المعتمد في حساب القيمة الحالية.
- S_t: قيمة الاستثمار المتوقعة في نهاية فترة الاستثمار.
- D_0: تكلفة الاستثمار عند الشراء.

يتم اختيار الاستثمار إذا كانت VAN موجبة، إلا أن هذا غير كاف إذ أن هذه الإيجابية في VAN قد لا تكون بالحجم المطلوب، لتغطي حجم المخاطرة المتوقعة لهذا الاستثمار، لذا يجب احتساب مؤشر الربحية وذلك بقسمة القيمة الحالية لصافي التدفقات على تكلفة الاستثمار مضروبا في مائة .

وهنا فإن اتخاذ القرار بشراء المحفظة المالية هذه أو عدمه يعود إلى تقدير مدير المحفظة. وقراره يبنى على اعتبار أن مؤشر الربحية الذي تم تحديده.

في مجال الاختيار بن المحفظتين يجب أن نأخذ بعين الاعتبار عدة مبادئ وهي:

- قيمة VAN لكل استثمار، حيث أن الاستثمار الذي يولد قيمة حالية صافية للتدفقات النقدية أكبر هو المشروع الأفضل.

- يعتمد المبدأ الأول في حال إذا كانت تكلفة الاستثمار مساوية، أما في حالة الاختلاف فيجب الأخذ بعين الاعتبار مؤشر الربحية لكل استثمار، حيث أن الاستثمار الذي يعطي مؤشر ربحية أعلى، هو المشروع الأفضل.

- أيضا المبدأين الأول والثاني يطبقان بدون إشكالات في حال كانت فترات الاستثمار في المحفظتين متساوية، إذ في حال الاختلاف يجب الأخذ بعين الاعتبار حجم المخاطرة الإضافية للاستثمار الذي يمتد على فترة أطول. [1]

1-3- طريقة معدل العائد الداخلي: هذه الطريقة تعتمد على اختيار أو مفاضلة بين مختلف الاستثمارات المتاحة تبعا لمعدل المردود الداخلي، حيث أن محفظة الأوراق المالية التي تعطي المعدل الأعلى تكون هي الأفضل

أما بالنسبة لمفهوم معدل العائد الداخلي ، فهو المعدل الذي يجعل من القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية للاستثمار مساوية للصفر، أو بمعنى آخر هو سعر الخصم الذي يجعل القيمة للتدفقات النقدية الداخلة والناتجة عن الاستثمار مساوية لتكلفة الاستثمار وهذا يتمثل بالمعادلة التالية :

[1]- ناجي جمال، مرجع سابق ذكره، ص: 73.

$$VAN = \sum \left(\frac{R_t - D_t}{(1+K)t}\right) + \frac{S_t}{(1+K)t} - D_0 = 0$$

$$VAN = \sum \left(\frac{R_t - D_t}{(1+K)t}\right) + \frac{S_t}{(1+K)t} = D_0$$

حيث:

- R_t: العوائد المتوقعة من الاستثمار في الفترة (t).
- D_t: المصاريف المتوقعة على الاستثمار في الفترة (t).
- S_t: قيمة الاستثمار المتوقعة في نهاية فترة الاستثمار .
- D_o: تكلفة الاستثمار عند الشراء .
- K: معدل العائد الداخلي لهذا الاستثمار.

بالنسبة للاختيار، وفي حال لدينا استثمارين فإننا نختار الاستثمار الذي يعطي معدل عائد أعلى، أما في حال استثمار واحد، فإن الاختيار يتم على أساس مقارنة معدل العائد الداخلي بمعدل تكلفة رأس المال، وإذا كان معدل عائد الداخلي أكبر من تكلفة رأس المال يصبح الاستثمار مقبولا. [1]

2- تقييم أداء المحفظة المالية من حيث المخاطرة

تعددت المداخل المستخدمة في قياس وتقييم أداء المحافظ المالية ويرجع السبب في ذلك للعديد من العوامل منها ما يتعلق بكيفية قياس مخاطر المحفظة، ومنها ما يتعلق بكيفية قياس عائد المحفظة ومنها أيضا ما يتعلق بالهدف من وراء عملية المحفظة ، وتنقسم أساليب أو مقاييس تقييم أداء المحافظ المالية إلى عدة مقاييس تتمثل فيما يلي :

2-1- مؤشر شارب(Sharpe Index):

ويسمى كذلك بنسبة شارب(Sharpe ratio)، حيث يعتمد في تقييمه لأداء المحافظ على المفاهيم الخاصة بما يطلق عليه المتوسط- التباين، أو بمعنى آخر إطار مفهوم العلاقة بين متوسط العائد ودرجة المخاطرة وهو نفس الإطار الفكري الذي أسس عليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ويقوم هذا النموذج على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة من خلال استخدام الانحراف المعياري لهذا الغرض، وتكمن الفكرة في هذا المدخل، أنه يقيس ميل الخط الذي يربط بين المحفظة التي يتم تقسيمها ومعدل العائد

[1]- ناجي جمال، مرجع سابق ذكره، ص: 73.

الخالي المخاطرة، وعلى هذا الأساس يوضح مقدار الزيادة في العائد المقابل لكل وحدة خطر، أو بمعنى آخر فإنه يحدد السعر المناسب لكل وحدة خطر في المحفظة محل التقييم.[1]

وتوضح المعادلة التالية كيفية قياس أداء المحافظ باستخدام نموذج شارب:

$$SR = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_F}}{\delta_P}$$

حيث أن:

SR : نسبة شارب.

$\overline{R_P}$: متوسط العائد الكلي على إستثمارات المحفظة.

$\overline{R_F}$: متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة.

δ_P: الإنحراف المعياري للعائد على المحفظة.

$(\overline{R_P} - \overline{R_F})$: علاوة المخاطرة على المحفظة.[2]

يعتمد مقياس شارب على المقارنة بين أداء عدة محافظ بغرض تحديد المحفظة الأكفأ، وعلى الرغم من ذلك فإنه يمكن تقييم أداء محفظة منفردة وذلك بمقارنة أداء المحفظة بالأداء التاريخي لها، والذي يمثله خط سوق رأس المال(سيتم تناوله لاحقا).

2-2- مؤشر ترينور(Trynor Index)[3]

ويسمى كذلك بنسبة ترينور(Trynor Ratio) : يتفق مقياس ترينور مع مقياس شارب في كيفية قياس عائد المحفظة، والذي يقوم على قياس العائد الإضافي للمحفظة، وهو العائد الذي يزيد عن العائد الخالي المخاطرة، في حين اختلف كل منها في نظرته للمخاطر، وكيفية قياسها، حيث يرى ترينور قياس المخاطر للمحفظة يكون من خلال المنتظمة فقط، على أساس أن عملية تكوين وتشكيل المحافظ تقوم أساسا على فكرة التنويع، ومن ثم فإنه ما إذا قام مدير المحفظة بعملية تنويع جيدة لاستثماراته، وأدواته المالية، فمن شأن ذلك القضاء على المخاطر غير المنظمة بالمحفظة، وهو ما يعني في هذه الحالة أن المحفظة لن تتضمن سوى المخاطر المنتظمة فقط، والمعادلة التالية توضح ذلك[4]:

---

[1]- جلال إبراهيم العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره ، (ص، ص): (312 ، 333).

[2]-Brentani, Christine, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier ltd., London, 2004, P: 43.

[3]- جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق ذكره ، (ص، ص): (312 ، 333).

[4]- Brentani Christine, op. cit., P:48.

$$TR = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_F}}{\beta_P}$$

حيث أن:

- TR: نسبة ترينور.
- β_p: معامل بيتا للمحفظة أي المخاطرة المنتظمة للمحفظة، والذي يحسب بالمعادلة التالية:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} W_i \beta_i$$

حيث أن:

W_i: نسبة الورقة i في المحفظة.

β_i: معامل بيتا للورقة المالية i.

n: عدد الأوراق المالية في المحفظة.

2-3- مؤشر جنسون (Jenson's Index)

قدم **جنسون** نموذجه لقياس أداء المحافظ، الذي يعرف بمعامل ألفا (α)، والذي يفترض أن العائد الحقيقي للمحفظة هو دالة في كل من معدل العائد على الاستثمار خالي المخاطرة، حيث يمثل بدل المخاطر دالة في المخاطر المنتظمة للمحفظة، وتقوم فكرة نموذج **جنسن** على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، مقدار يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة والعائد على الاستثمار خالي المخاطرة، والآخر يمثل حاصل ضرب معامل بيتا(β) في الفرق بين متوسط عائد محفظة السوق والعائد الخالي المخاطر. [1]

$$\alpha_P = (R_P - R_F) - \beta(R_M - R_F)$$

R_M : عائد محفظة السوق.

R_F : العائد خالي المخاطرة.

تتعرض مقاييس تقييم أداء المحافظ المبنية على فلسفة تسعير الأصول الرأسمالية للعديد من المشاكل نعرض أهمها باختصار فيما يلي[2]:

- تفترض هذه النماذج أن العلاقة بين العائد والمخاطر علاقة خطية دائما، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن هذه العلاقة ليست بالبساطة، كما أشارت إلى ذلك نظرية أسواق المال، وأنه من الممكن تحسين العلاقة بين العائد والمخاطر من خلال العديد من الوسائل.

[1]- جلال إبراهيم العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، ص: 333.

[2]- نفس المرجع السابق، ص: 333.

– تفترض هذه النماذج أنه يمكن الاقتراض والإقتراض بمعدل عائد خالي المخاطرة، والواقع يشير إلى أنه وإن كان من الممكن الإقراض أو الإقراض غير أن معدل الفائدة سوف يختلف في الحالتين ولن يكون بنفس المعدل.

– يفترض أسلوب تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يمثل الفكرة الأساسية لهذه النماذج في تقييم المحافظ، أنه يمكن حساب معامل بيتا من خلال محفظة سوق حقيقة، وهذه المحفظة في الواقع لا تتضمن فقط الأسهم والسندات، بل تتضمن كل ما يمكن التعامل به في سوق معين، مثل حقوق الخيار، البضائع، العملات،...إلخ، وهو ما يصعب تحقيقه عمليا.

2-4- مقياس موديجلياني (Modigliani Squared)

ويرمز له بالرمز (M²)، وهو مقياس الأداء المعدل بالمخاطر، ويعتبر احد مقاييس أداء المحفظة، حيث بدأ من تغيير في مقياس شارب، وقد قدمه حديثا **(Leah Modigliani)** في **(Morganstanly)** ، مع **(Modigliani France)** التي فازت بجائزة نوبل في الاقتصاد، ويشبه نسبة شارب، إلا أنه يركز على التقلبات الكلية كمقياس للمخاطرة، إلا أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر سهل التفسير في تفاوت أو اختلاف العائد قياسا إلى مؤشر شارب، ويحسب بالمعادلة التالية:

$$M^2 = [(R_M\ (P*) + R_i(1 - P*)] - R_M$$

حيث:

- M^2 : موديجلياني تربيع.
- R_M: معدل عائد محفظة السوق.
- $P*$: المحفظة المعدلة من قسمة الانحراف المعياري للسوق على الانحراف المعياري لعائد المحفظة.
- R_i: معدل عائد الأصل المالي(i).

حيث يتم حساب M² ثم يتم مقارنته مع عائد محفظة السوق ارتفاعا او انخفاضا.[1]

[1]– سعدي احمد الموسوي، **تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياسM^2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفؤة– دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الادارية** ، المجلد 6 العدد24، 2009، ص،ص: 222-242. متاح على الرابط:https://www.iasj.net/iasj/download/35702c39a52126ba

المبحث الثاني: عوائد ومخاطر المحفظة المالية

يعتبر معدل العائد هو نسبة عائد كسب المال أو فقدان جزء من المال غير المستثمر، وله أنواع عدة، ويحسب العائد لأصل مالي واحد أول عدة أصول مالية.

المطلب الأول: عوائد ومخاطر أصل مالي

أولا – عوائد أصل مالي:

1– العائد الفعلي: ويسمى أيضا بالعائد المتحقق، وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة امتلاكه أو بيعه أداة مالية، ويتكون من العوائد الجارية والعوائد الرأسمالية، حيث أن العوائد الجارية تكون في شكل توزيعات الأرباح أو الفوائد، في حين أن العوائد الرأسمالية تنتج عن الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الأداة المالية .[1]

2– العائد المستقبلي لأصل مالي واحد: وهو العائد الذي يمكن التنبؤ به مستقبلا، إما عن طريق بيانات تاريخية أو توقعات مستقبلية لأصل مالي.

2–1– متوسط العائد : عندما تكون البيانات تاريخية يقاس العائد المستقبلي بحساب متوسط هذه العوائد، وذلك بجمع كل العوائد المتحصل عليها في الماضي وقسمتها على عددها.

2–2– العائد المتوقع: عندما تكون لدينا توقعات مستقبلية للعوائد (احتمالات الحدوث)، يقاس العائد المستقبلي بحساب العائد المتوقع، وهو مجموع ضرب العوائد(Ri) باحتمالات(Pi) حدوثها، حيث (n) عدد التوقعات.

والمعادلات التالية تبين طرق حساب العائد المستقبلي[2]:

متوسط العائد $\bar{R}$:	$\bar{R} = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(R_i)$
العائد المتوقع $E(R)$:	$E(R) = \sum_{i=1}^{n}(R_i \times P_i)$

[1]– قاسم نايف علوان، **إدارة االستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 ، ص: 49.

[2]– M. Ivanova, L. Dospatliev, **APLICATION OF MARKOWITZ PORTFOLIO– OPTIMISATION ON BULGARIAN STOCK MARKET FROM 2014–2016, International Journal of Pure Applied Mathematics**, volume 117, N° 2, 2017,(P, P): (291–307).

3- العائد المطلوب: وهو أقل عائد يرضى به المستثمر، لشراء أداة مالية، تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي من المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلا. وعادة ما يكون هذا العائد ملائما لمستوى المخاطر التي تتعرض لها الأداة المالية ، حيث يتكون هذا العائد من قسمين هما:

- العائد خالي المخاطرة ؛
- العائد بدل المخاطرة، الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة التي تحتويها الأداة المالية، سندات كانت أو أسهم. [1]

ويمكن حساب معدل العائد المطلوب بالعلاقة التالية: [2]

معدل العائد المطلوب = معدل العائد خالي المخاطرة + معدل التضخم+علاوة المخاطرة

ويتضح مما سبق أن معدل العائد المطلوب يتأثر بكل من العائد خالي المخاطرة والتضخم، بالإضافة إلى الخطر المرتبط بكل أداة مالية على حدا، وأن علاوة الخطر تتفاوت من أداة مالية لأخرى، وعليه يمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج التسعير للأصول الرأسمالية، ووفق خط سوق الأدوات المالية-سيتطرق لذلك بالتفصيل لاحقا- بالعلاقة التالية:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد خالي المخاطرة + معدل بيتا للمخاطرة

وكقاعدة عامة، أن المستثمر سوف يقبِل على أداة معينة إذا كان معدل العائد المطلوب لها أقل أو يساوي معدل العائد المتوقع لها والعكس سوف يرفض هذا الاستثمار إذا كان العائد المطلوب اقل من العائد المتوقع. [3]

ثانيا- مخاطر أصل مالي واحد

1- في حالة بيانات تاريخية

تقاس المخاطر في هذه الحالة بحساب التباين والانحراف المعياري باستخدام متوسط العائد $\bar{R}$، وحساب معامل الاختلاف كذلك، لأنها الطريقة الأدق للمفاضلة بين أصول مالية متساوية العائد والمخاطر.

---

[1]- سحنون محمد، **إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية(بحوث اقتصادية)**، المجلد ب، العدد 31، 2009، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، (ص- ص): (119-132).

[2]- سحنون محمد، مرجع سابق ذكره، (ص- ص): (119-132).

[3]- نفس المرجع السابق، (ص- ص): (119-132).

ويعبر عنهم رياضيا بالصيغ التالية:

- التباين (Variance) ويرمز له بالرمز (δ^2): $\delta^2 = \frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n}(R_i - \bar{R})^2$

حيث:

n: عدد القيم

R_i: العوائد.

$\bar{R}$: العائد متوسط .

- الانحراف المعياري (Standard Deviation): $SD = \sqrt{\delta^2}$

ويرمز له بالرمز (δ) او (SD)

- معامل الاختلاف(Coefficient of Variance): $CV = \frac{\delta}{\bar{R}}$

ويرمز له بالرمز (CV)

2- في حالة توقعات مستقبلية

تقاس المخاطر في هذه الحالة بحساب التباين والانحراف المعياري باستخدام العائد المتوقع $E(R)$ ، ويعبر عنهما رياضيا كما يلي:[1]

- التباين(δ^2): $\delta^2 = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n} P_i\left(R_i - E(R)\right)^2$

- الانحراف المعياري(SD): $SD = \sqrt{\delta^2}$

- معامل الاختلاف(CV): $CV = \frac{SD}{E(R)}$

[1]– https://spu.edu.sy/downloads/files/1544373069_9.pdf. تاريخ الزيارة : 2023/06/12

المطلب الثاني: عوائد ومخاطر محفظة مكونة من أصول مالية

أولا –عائد محفظة مالية

العائد هو احد أهم مقاييس الأداء في المحفظة المالية، ويعتمد معدل العائد على الاستثمار عن طريق نسبة العائد إلى حجم الاستثمار، وهو إجمالي القيمة الإضافية التي يحققها أصل مالي واحد، أو محفظة مالية[1].

1- عائد محفظة مكونة من أصلين ماليين

يحسب عائد محفظة مكونة من أصلين بطريقة المعطيات التاريخية وبطريقة احتمالات الحدوث لبيانات متوقعة، كما يلي[2]:

- طريقة النسب لبيانات تاريخية: يحسب عائد المحفظة(R_P) بقسمة قيمة عائد الأصل المالي الثاني(V_1) مطروح منه قيمة عائد الأصل المالي الأول(V_0)على قيمة عائد الأصل المالي (V_0).

$$(R_P) = \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

طريقة احتمال الحدوث للبيانات المتوقعة: فإن عائد المحفظة(R_P) يحسب كما يلي:

$$(R_P) = xR_A + (1 - x)R_B$$

حيث:

- x هي نسبة القيمة المستثمرة لأحد الأصلين.
- R_A: عائد الأصل المالي A.
- R_B : عائد الأصل المالي B .[3]

1-1- عائد محفظة مكونة من عدة أصول مالية

هناك حالتين للبيانات لكي نستطيع حساب عائد المحفظة المالية المكونة من عدة أصول وهي حالة البيانات التاريخية أي العوائد التي تم تحقيقيها في فترات سابقة، وحالة التوقعات المستقبلية لهذه البيانات .

1-1-1- حالة البيانات الثابتة

---

[1]– أحمد حسين بتال، وسام حسين علي وفائز هليل سريح، **تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع، مجلة الدراسات الاقتصادية والإدارية**، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، المجلد 24 ، العدد 3، 2016 ، (ص، ص): (47-61).

[2]– Robert ALAN HILL, **Porfolio Theory Financial Analyses**, 1st Edition, 2010, P:34-37, lien: https://bookboon.com/fr/portfolio-theory-financial-analyses-ebook

[3]– Robert ALAN HILL, op. cit., P:34-37.

في حالة البيانات الثابتة يحسب عائد المحفظة كما يلي[1]:

طريقة المتوسط المرجح حيث W_i هو الوزن المرجح	$R_P = \sum_{n=1}^{n} (W_i \times R_i)$
	$W_i = \frac{V_i}{\sum V_i}$

1-1-2- حالة التوقعات المستقبلية

لحساب العائد المتوقع لمحفظة مالية يجب معرفة ما يلي:

- ✓ عدد الاستثمارات وبالتالي معرفة أوزانها في المحفظة؛
- ✓ العائد المتوقع من كل أصل مالي،
- ✓ احتمالات الحدوث .

ويعبر عنه رياضيا بالصيغة التالية[2]:

$$E(R_P) = \sum_{n=1}^{n} (W_i \times E(R)_i)$$

حيث:

$E(R_P)$: العائد المتوقع للمحفظة المالية.

W_i: وزن الأصل المالي(i) في المحفظة.

$E(R)_i$: العائد المتوقع من الأصل المالي(i) ، والذي يساوي مجموع عائد الأصل المالي(i) ضرب احتمال تحققه.

ثانيا- مخاطر محفظة مالية

المخاطرة هي احتمال تباين العوائد المحققة عن العوائد المتوقعة من محفظة أصل مالي او محفظة مالية، سواء كان التباين بالزيادة او النقصان، فالمخاطرة إذا هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار[3].

[1] – Robert ALAN HILL, op. cit., P:34-37, P:34-37.

[2] – Ibid, P:34-37.

[3] – أحمد حسين بتال، وآخرون، مرجع سابق ذكره، (ص-ص): (47-61).

1- مخاطر محفظة مكونة من أصلين

1-1- مستوى تحليل التباين وكفاءة ماركوبيتز:

قدم **ماكوبيتز** نظرية المحفظة التي أثبت فيها أهمية التنويع. حيث هدفت هذه النظرية إلى تحديد بناء محفظة استثمارية مثلى باستخدام مقاييس المخاطرة، غير أنها أضافت عنصرا جديدا هو التغاير (التباين المشترك).

فحسب نظرية المحفظة لـ **ماركوبيتز** يتم تشكيل محفظة مثلى من خلال حساب عنصرين هما:

- ✓ الانحراف المشترك بين كل استثمارين مشكلين للمحفظة(التغاير)
- ✓ معامل الارتباط بين تلك الاستثمارات، والذي يأخذ عدة حالات كما هي مبينة في الجدول التالي:

الجدول(3-1): حالات معامل الارتباط.

$\rho_{(A,B)} = 0$	$\rho_{(A,B)} = 1$	$\rho_{(A,B)} = -1$	$\rho_{(A,B)} < 1$	$\rho_{(A,B)} > -1$
لا يوجد ارتباط	الارتباط موجب، قوي وتام ، أي أن التغير في عوائد الأصلين يأخذ نفس الاتجاه وبنفس النسبة	الارتباط سالب وقوي، أي أن التغير في عوائد الأصلين يأخذ عكس الاتجاه وبنفس النسبة	ارتباط موجب وغير تام، أي أن التغير في عوائد الأصلين يأخذ نفس الاتجاه وبنسب مختلفة	ارتباط سالب وغير تام، أي أن التغير في عوائد الأصلين يأخذ عكس الاتجاه وبنسب مختلفة
التنويع يخفض مخاطر المحفظة فهو مجدي	التنويع لا يخفض مخاطر المحفظة فهو غير مجدي	التنويع يكون أكثر جدوى لتناقص المخاطر	التنويع غير مجدي	التنويع مجدي

المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على المراجع المطلع عليها في هذه الدراسة.

1-2- مخاطر مجمعة لأصلين ماليين

يحسب مخاطر المحفظة المكونة من أصلين ماليين كما يلي[1]:

الانحراف المعياري للمحفظة δ_P	$\delta_P = \sqrt{x^2\delta_A{}^2 + (1-x)_2{}^2\delta_B{}^2 + 2(1-x)\mathrm{COV}_{(A,B)}}$
التغاير أو التباين المشترك $\mathrm{COV}_{(A,B)}$	$\mathrm{COV}_{(A,B)} = \sum_{i=1}^{2} P_i\left[\left(R_A - E(R_A)\right)\left(R_B - E(R_B)\right)\right]$

[1] - Robert ALAN HILL, op. cit., P:34-37, P:34-37.

1-3- الارتباط بين أصلين ماليين:

يستخدم في حسابه التباين المشترك لهذين الأصلين ويعبر عنه بالمعادلة التالية[1]:

معامل الارتباط يرمز له بالرمز (ρ) يقرأ "رو RHO " أو بالرمز $COR_{(A,B)}$	$COR_{(A,B)} = \rho_{(A,B)} = \frac{\mathrm{COV}_{(A,B)}}{\delta_A \delta_B}$
الانحراف المعياري باستخدام معامل الارتباط	$\delta_P = \sqrt{x^2 \delta_A^2 + (1-x)_2^2 \delta_B^2 + 2(1-x)\delta_A \delta_B \rho_{(A,B)}}$
حيث (x) هي الوزن المرجح لأحد الأصلين	

2-مخاطر محفظة مكونة من عدة أصول مالية[2]:

بنفس الطريقة فإنه يتم التعبير عن المخاطرة لمحفظة مكونة من العدد n من الأصول من خلال التباين والانحراف المعياري.

$\sum_{i=1}^{n} x = 1;\ x_i \geq 0$	
عائد محفظة مكونة من عدة أصول	$R_P = \sum_{i=1}^{n} x_i R_i$
مخاطر محفظة مكونة من عدة أصول	$\delta_P{}^2 = x_i \delta_i{}^2 + \sum\sum_{i \neq j}^{n} x_i x_j\, cov_{(i,j)}$

ولفهم هذه المعادلة يجب أن نذكر أن مصدر ها هو مصفوفة التباينات الثنائية لجميع الأصول المكونة للمحفظة والتي تكون بالشكل التالي:

$$\delta^2 = \begin{pmatrix} cov_{(1,1)} & \cdots & cov_{(1,n)} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ cov_{(n,1)} & \cdots & cov_{(n,n)} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} x_1 \\ \vdots \\ x_n \end{pmatrix}$$

حيث أن:

[1] - ibid P:34-37, P:34-37

[2]- سليمة حشايشي، "**نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-**" أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير 2017-2018، ص: 21.

$(x_1، x_2 \dots x_n)$: تمثل النسب المستثمرة في الأصول(1،2،... n).

$cov_{(n,n)}$: (التغاير) التباين المشترك بين كل أصلين من الأصول المكونة للمحفظة .

وبحل هذه المصفوفة يمكن قياس تباين محفظة استثمارية مكونة منn أصل مالي.

المطلب الثالث: المحفظة المثلى ومحفظة السوق

أولا- المحفظة المثلى

1- تعريف المحفظة المثلى:

تختلف المحفظة المثلى من مستثمر لآخر، أي أن لكل مستثمر محفظة استثمار تعتبر "مثلى" بالنسبة له، حيث يتوقف ذلك على درجة ميل المستثمر إلى المخاطرة، فالمستثمر الذي يميل إلى المخاطرة من أجل تحقيق عائد مرتفع، سوف يختار محفظة استثمار ذات مخاطر أعلى من تلك التي يختارها المستثمر الذي لا يميل بنفس الدرجة إلى المخاطرة، ويقنع بعائد منخفض نسبيا. وبالتالي يمكن تعريف المحفظة المثلى بأنها المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة، من الأصول والأدوات الاستثمارية، التي تجعلها أكثر ملائمة، لتحقيق أهداف المستثمر، أو من يتولى إدارتها، والتي تحقق:

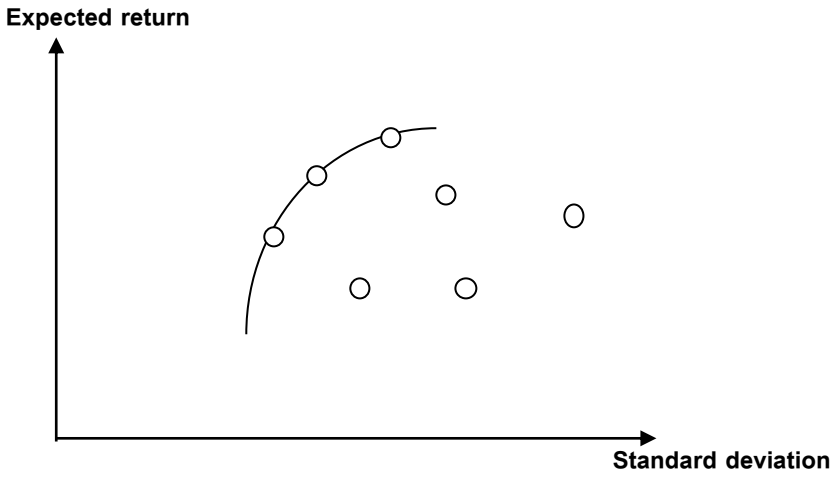
- ✓ أعلى معدل عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة.
- ✓ ادنى مستوى من المخاطرة عند مستوى معين من العائد المتوقع.[1]

فالمحفظة المثلى إذا تحدد من خلال منحنى يبن العلاقة بين العائد والمخاطرة، وتكون على طول الحافة العلوية ، وتعرف هذه المنطقة باسم الحدود الفعالة، وتمثل المجموعات على طول هذا الخط المحافظ الفعالة، رياضيا الحدود الفعالة هي تقاطع مجموعة من المحافظ حيث يكون لها الحد الأدنى من المخاطر وذات عائد أعلى (انظر الشكل (3-1))[2].

[1] – قاسم نايف علوان، **ادارة الاستثمار : بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2012، ص: 194.

[2] – M. Ivanova, L. Dospatliev, op. cit, PP(291-307).

الشكل(3−1): الحدود الكفؤة للمحفظة.



Source: M. Ivanova, L. Dospatliev, "APLICATION OF MARKOWITZ PORTFOLIO-OPTIMISATION ON BULGARIAN STOCK MARKET FROM 2014-2016", **International Journal of Pure Applied Mathematics**, volume 117, N° 2, PP(291-307).

2- رياضيات مخاطر المحفظة

1- حساب مخاطر المحفظة

إن مخاطر المحفظة لها علاقة بمعامل الارتباط بين الأصول المالية المكونة لها، وهذا المعامل يأخذ عدة قيم والتي من خلالها نستطيع تقدير المخاطر المحتملة، أبرز هذه القيم هي[1]:

✓ $\rho_{(A,B)} = +1$: إذا كان معامل الارتباط يساوي واحد صحيح فتصبح مخاطر المحفظة ببساطة هي مجموع المخاطر المرجحة للأصول المكونة لها وعلى حد أقصى. ونبين ذلك رياضيا من خلال يلي:

لدينا المعادلة التالية لقياس مخاطر المحفظة:

$$\delta_P = \sqrt{W_1{}^2 \delta_1{}^2 + W_2{}^2 \delta_2{}^2 + 2(W_1 W_2 \delta_1 \delta_2}$$

- عند تبسيط المعادلة تصبح:

[1]- Robert ALAN HILL, op. cit, P:34-37.

$$\delta_P = \sqrt{(W_A\delta_A + W_B\delta_B)^2}$$

إذا نتحصل على المعادلة التالية:

$$\delta_P = W_A\delta_A + W_B\delta_B$$

هذه المعادلة تعبر على أن الانحراف المعياري للمحفظة هو مجموع المتوسط المرجح للانحراف المعياري لكل أصل مكون لها.

✓ $\rho_{(A,B)} = 0$: إذا كان معامل الارتباط معدوم، فتصبح مخاطر المحفظة هي جذر مجموع التباين المرجح للأصول المكونة لها. ونبين ذلك رياضيا من خلال تعويض قيمة معامل الارتباط بالصفر فتصبح المعادلة كما يلي:

$$\delta_P = \sqrt{W_1^2\delta_1^2 + W_2^2\delta_2^2}$$

✓ $\rho_{(A,B)} = -1$: إذا كان معامل الارتباط يساوي ناقص واحد صحيح فتصبح مخاطر المحفظة هي الفرق بين المخاطر المرجحة للأصول المكونة لها وعلى حد أقصى. ونبين ذلك رياضيا من خلال يلي:

✓ لدينا المعادلة التالية لقياس مخاطر المحفظة:

$$\delta_P = \sqrt{W_1^2\delta_1^2 + W_2^2\delta_2^2 - 2\rho_{(1,2)}(W_1W_2\delta_1\delta_2}$$

-عند تبسيط المعادلة تصبح:

$$\delta_P = \sqrt{(W_A\delta_A - W_B\delta_B)^2}$$

إذا نتحصل على المعادلة التالية:

$$\delta_P = W_A\delta_A - W_B\delta_B$$

من خلال الحالات الثلاث، نلاحظ إن أقل المخاطر هي التي يكون فيها معامل الارتباط يساوي الواحد سالبا، أي أن الترابط بين عوائد الأصول يكون قوي ومعاكس في الاتجاه.[1]

2- تخفيض مخاطر محفظة مكونة من أصلين

كما ذكر سابقا أن أقل المخاطر لمحفظة مكونة من أصلين يكون فيها معامل الارتباط سالبا(-1)، وإذا أردنا معرفة مقدار الاستثمار لأحد الأصلين المكونين للمحفظة التي تكون فيها اقل مخاطرة، فإننا نعوض مخاطر المحفظة بالصفر في معادلة تباين المحفظة:[2]

$$\delta_P = x\delta_A - (1-x)\delta_B = 0$$

فتصبح المعادلة كما يلي:

$$x\delta_A = (1-x)\delta_B$$

إذن قيمة x تحسب بالعلاقة:

$$x = \frac{\delta_B}{\delta_B + \delta_A}$$

يعني أن المقدار المخصص للأصل الأول(x) يساوي إلى مقدار مخاطر الأصل الثاني(δ_B) مقسوم على مجموع مخاطر الاصلين$(\delta_B + \delta_A)$.

3- تخفيض محافظ متعددة الأصول

بالنسبة لمحفظة متعددة الأصول حيث يبلغ عدد الأصول (n) أصل، و(x_i) يمثل نسبة الاموال المستثمرة في كل منها حيث:[3]

$$\delta_P = \sum\sum_{i \neq j}^{n} x_i x_j \, \delta_{(i,j)} = 0$$

[1]- Robert ALAN HILL, op. cit, P:34-37.

[2]- Robert ALAN HILL, op. cit, P:34-37.

[3]- ibid, P:34-37.

عندما تتألف المحفظة من عدد كبير من الأصول المالية، فإن المحافظ المحتملة تكون داخل منطقة واحدة، وليس على طول الخط أو المنحنى. حيث يهتم المستثمر بالمحافظ التي تقع على طول الحدود العليا لأنها هي المحافظ الفعالة، حيث أنها تنتج أعلى عائد لمستوى مخاطر محدد له.

3- خطوات تكوين المحفظة المثلى

لتكوين محفظة مالية جيدة من شأنها تعظيم منفعة المستثمرين يجب التوازن بين العائد والمخاطرة. والمحفظة المثلى المكونة من (n) أصل تحدد رياضيا كالتالي[1]:

$$\begin{cases} MIN\delta_P = MIN \sum\sum_{i\neq j}^{n} x_i x_j \, \delta_{(i,j)} \\ MAXE(R) = MAX \sum_{n=1}^{n} (x_i \times E(R)_i) \\ 0 \leq x_i \leq 1, \qquad i = 1 \ldots . n, \qquad \sum_{i=1}^{n} x_i = 1 \end{cases}$$

حيث يجب تتبع الخطوات التالية[2] لتكوين المحفظة المثلى:

- **الخطوة الأولى:** وتكون بدراسة خصائص الأدوات المالية عند بناء وتشكيل محفظة مالية، فهي دراسة تبحث في خصائص الأدوات المالية المتاحة في السوق المحلي، إذا كان المراد تكوين محفظة محلية، أو الأدوات المالية في عدة أسواق مالية مختارة ومنتقاة إذا المراد تكوين محفظة دولية، ونقصد بخصائص الأداة المالية هي دراسة عائد ومخاطر هذه الأداة.

- **الخطوة الثانية:** وتتمثل في اختيار الأدوات المالية، أي التركيز على اختيار مجموعة من الأدوات المالية المتاحة، وحذف الأدوات المالية الأخرى مبدئيا، وأسهل أسلوب لانتقاء أفضل الأدوات المالية المتاحة هو تحديد المميزة أو المسيطرة منها، نقصد بذلك الأدوات المالية التي تحقق منفعة أكثر من غيرها، بمعنى آخر أنها تحقق نفس عائد الأدوات المالية الأخرى ولكن بدرجة مخاطر أقل، أو تحقق عائد أعلى من الأدوات المالية الأخرى ولكن بنفس درجة المخاطرة.

- **الخطوة الثالثة:** تتمثل في تشكيل محافظ الأدوات المالية الممكنة، ففي هذه المرحلة على مدير المحافظ أن يقوم بتحديد العدد الممكن من المحافظ من بين الأدوات المالية التي يم تحديدها في الخطوة

[1]- M. Ivanova, L. Dospatliev, op. cit, PP(291-307).

[2] - جلال إبراهيم العبد، **تحليل الأوراق المالية**، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (301، 306).

الثانية، ومن ثم يقوم بمحاولات لتشكيل المحافظ، والمحاولة الأولى هي تحديد عدد المحافظ الممكنة والمكونة من أصلين ماليين فقط، والمحاولة الثانية تحديد عدد المحافظ الممكنة والتي تتكون كلا منها من ثلاثة أصول مالية، وعلى نفس هذا المنوال تكون هناك محاولات أخرى لتحديد عدد المحافظ الممكنة والتي تتكون من أربعة، فخمسة، فستة صول مالية، وفي الأخير لا يوجد شك في أنه توجد لديه محفظة واحدة تتكون من الأدوات المالية المتاحة لديه.

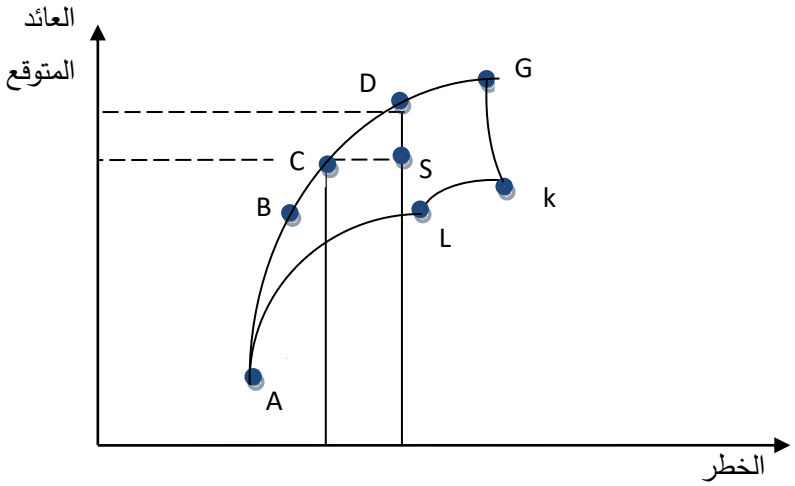
- **الخطوة الرابعة:** وهي تحديد الحد الكفء للمحافظ، أي مجموعة المحافظ الكفء، حيث يمكن للمستثمر تكوين عدد من المحافظ من خلال الأدوات المالية المتاحة لديه، لكن يجب أن يختار المحفظة الكفء بينهم، وهذا الخيار يتضمن اتخاذ قرارين هما:

- ✓ تحديد مجموعة المحافظ الكفء.
- ✓ تحديد المحفظة المثالية التي تحقق مصلحة المستثمر.

وتعرف المحفظة الكفء بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة مخاطرة في ظل مستوى معين للعائد المتوقع، وفي الشكل **(3-2)** فإن المنحى (A.B.C.D.G) يعبر عن مجموعة من المحافظ الكفء ولا توجد أي محفظة على الجانب الأيسر من مجموعة المحافظ الكفء ، حيث أنها تقع خارج المجموعة الممكن تحقيقها، أما المحافظ التي تقع على يمين مجموعة المحافظ الكفء فإنها تكون غير كفء ، لأن هناك محافظ أخرى تحقق عائدا أكبر، عند مستوى الخطر أو أنها تتعرض لمستوى أقل من المخاطر عند نفس مستوى العائد، ولإثبات ذلك، نأخذ المحفظة التي تمثل بالنقطة(S)، يلاحظ أن المحفظة(C) توفر نفس العائد الذي تحققه المحفظة(S) ولكن بدرجة خطر أقل وفي نفس الوقت نجد أن المحفظة(D) لها نفس مستوى خطر المحفظة (S) ولكن تحقق عائدا أكبر، ويقال أن (C) و(D) وغيرهما من النقط على محنى مجموعة المحافظ الكفء بين النقطتين(C) و(D) تسيطر على النقطة(S)[1].

[1]- محمد صالح الحناوي، وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص: 293.

الشكل (3-2): منحنى الاستثمار الكفء.



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص: 293.

الخطوة الخامسة: تحديد أدنى مخاطر للمحفظة، فبالنسبة للمحافظ التي تتكون من أصلين أو وأداتين، فإنه يمكن تحديد الوزن النسبي للأصل أو الأداة الأولى، والذي يترتب عليه تخفيض مخاطر المحفظة لأدنى درجة ممكنة.

الخطوة السادسة: تحسين أداء المحفظة، وذلك من خلال المحافظ المرفوعة ماليا، ولكي يمكننا توضيح فكرة المحافظ المرفوعة ماليا ودورها في تعظيم منفعة المستثمرين، من خلال تحسين العلاقة بين العائد والمخاطرة، يتطلب الأمر افتراض أنه بإمكان المستثمر القيام بالاقتراض والإقراض لأي كمية من الأموال وبمعدل عائد خالي من المخاطر.[1]

ثانيا- محفظة السوق والخط السوقي لرأس المال:

يحقق وجود محفظة السوق منافع كبيرة للمنشآت، تتمثل أساسا في حساب العديد من المؤشرات المالية الخاصة بها، والتي لا يمكن حسابها إلا بوجود محفظة سوق، ويتولى في الدول التي تمتلك أسواق مالية سواء من طرف الهيئة المنظمة للسوق أو من قبل جهات خارجية مهمة حساب المؤشرات المالية لمحفظة السوق والمنشآت الكبرى، التي تكون أصولها المالية جزء من محفظة السوق.[2]

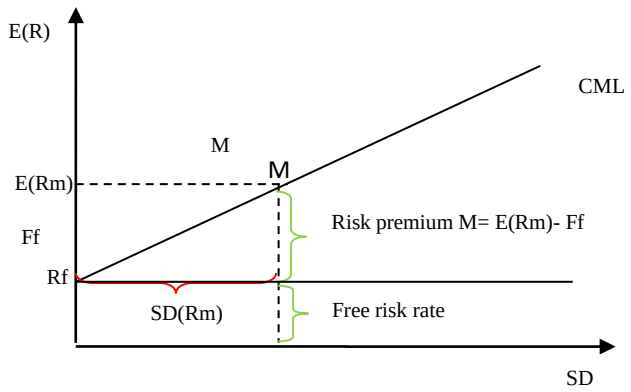
[1]- جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (311، 313).

[2]- بديار أمينة، مرجع سابق ذكره، ص: 62.

1- تعريف محفظة السوق: هي المحفظة التي تتكون من مجموع الأصول المالية للسوق وفقا لأوزان قيمتها السوقية أو الدفترية، وتعتبر هذه المحفظة المؤشر الأساسي في تقييم مختلف الأصول المالية، من خلال معدل عائدها ومخاطرها السوقية، وكذا معامل المخاطر السوقية(المنتظمة).[1]

2- الخط السوقي لرأس المال(CML) :خط سوق رأس المال عبارة عن الخط الذي يحدد العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر الكلية في حالة التوازن، لجميع المحافظ المثلى، سواء كانت تحتوي على الصول خالية المخاطر أو أصول ذات مخاطر، فإذا كانت المحفظة تحتوي على أصول خالية المخاطر فقط، فإن معدل العائد سيكون عند العائد خالي المخاطرة (Rf).[2]

الشكل (3-3): خط سوق رأس المال CML.



Source :Hirschey Mark, Nofsinger John, **Investments: Analysis and Behavior**, 2th Edition. McGraw-Hill/Irwin, New York, USA, 2010, P:131.

يظهر خط سوق رأس المال بتماس مع منحنى الحد الفعال(المحفظة المثلى) في النقطة (M) والتي تمثل محفظة السوق، وتمثل نقطة تقاطع خط سوق رأس المال والمحور الراسي العائد خالي المخاطرة(Rf)، والذي يمثل فترة الانتظار، أو ثمن عنصر الزمن، لأن عنصر الزمن يحمل معه نوع من المخاطر وهي مخاطر التضخم، لذلك يعتبر العائد على تلك المخاطر جزء من معدل العائد على الاستثمار خالي المخاطرة.[3]

[1]- بديار أمينة، مرجع سابق ذكره، ص: 62.

[2]- نفس المرجع السابق، ص: 62.

[3]- نفس المرجع السابق، ص: 62.

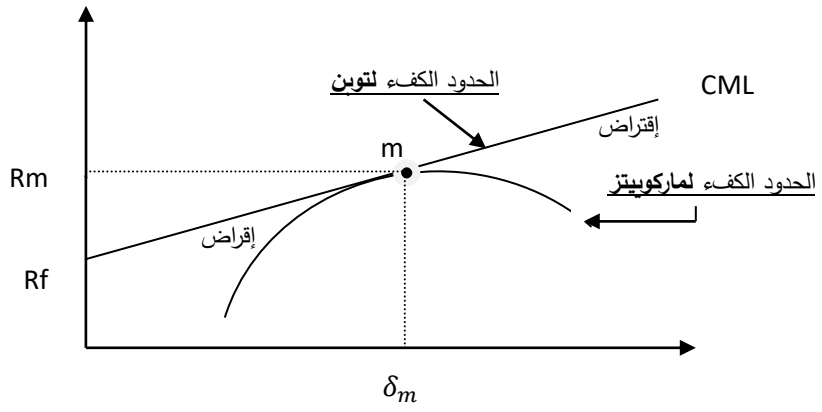
ثالثا- محفظة السوق ونظرية توبين

1- نضرية الفصل لتوبين

من المفترض أن يختار المستثمرون الذين يجتنبون المخاطرة مجموعة من الأدوات المالية الحكومية بما في ذلك النقد، دون مخاطرة، ويقوم أولئك الذين يحتاجون غالى عنصر السيولة، بإنشاء محافظ مختلفة تجمع بين الاستثمارات خالية المخاطر والاستثمارات المخاطرة لتلبية احتياجاتهم، وهذا يعني أنهم يحتاجون نموذج أكثر تطورا من ذلك النموذج الذي قدمه **ماركوبيتز** في البداية، والذي يمكن بموجبه مقارنة العائدات على الاستثمارات الجديدة بمحفظة السوق. [1]

فطور **جيمس توبين** هذا النموذج المبني عل كفاءة **ماركوويتز** وكمال افتراضات سوق رأس المال الكفء، حيث وضح **توبن** انه في السوق الكفء حيث يتم تداول الأدوات المالية الخطرة مع خيار الإقراض أو الاقتراض بسعر خالي المخاطرة مثل الأدوات المالية الحكومية. الفكرة التي اقترحها **جيمس توبين**، أن عملية الاستثمار يمكن تقسيمها إلى خطوتين متميزتين: الأولى بناء محفظة فعالة (مثلى)، كما وصفها **ماركوبيتز**. والثانية قرار الجمع بين هذه المحفظة الفعالة والاستثمار الخالي المخاطر. يلعب هذا الفصل دورا رئيسيا في بناء خط السوق وفي تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. في قول **توبن** أن المستثمر عليه أن يفصل بين قرار التمويل (إمكانية الإقراض والاقتراض)، وقرار الاستثمار (إيجاد المحفظة المثلى) حسب **ماركوبيتز**، والتي تكون المحفظة المفضلة لجميع المستثمرين، وأطلق **توبن** على هذا التحليل **بنظرية الفصل**. [2]

الشكل(3-4): نظرية الفصل لتوبين.



المصدر: من إعداد الباحث من خلال ما تم الإطلاع عليه من مراجع في هذه الدراسة.

[1]- Robert ALAN HILL, op-cit, P: 53.

[2]- ibid, op-cit, P: 53.

من الشكل السابق يتضح أن المحفظة المثلى تتحقق عند النقطة m التي يكون فيها مستقيم الحد الكفء عند **توبن** مماسا للحد الكفء **لماركوبيتز**، فتصبح المحفظة المثلى حسب النموذجين **(ماكوزبيتز وتوبين)**.

2- معادلة الحد الكفء لتوبن[1]

بما أن المستثمر يوزع قيمة الاستثمار (x) بين المحفظة المثلى الخطرة ومعدل العائد خالي المخاطرة فإن:

$$\mathrm{VAR}(R_P) = x^2\ \delta_m{}^2 + (1-x)_2{}^2\ \delta_f{}^2 + 2(1-x)\delta_m\delta_f\rho_{(m,f)}$$

$$\delta_P = xR_P \rightarrow x = \frac{\delta_P}{R_P}$$

$$(R_P) = \frac{\delta_P}{R_P}R_x + \left(1 - \frac{\delta_P}{R_P}\right)R_{Rf}$$

$$(R_P) = \frac{\delta_P}{R_P}R_x + \left(1 - \frac{\delta_P}{R_P}\right)R_{Rf}$$

$$(R_P) = R_{Rf} + \left(\frac{R_x - R_{Rf}}{\delta_x}\right)\delta_P$$

حيث المحفظة المثلى الخطرة هي الثنائية $(R_x، \delta_x)$ ، ومعدل العائد خالي المخاطرة هو$(0، Rf)$، والمحفظة المثلى **لتوبين** هي: $(R_P، \delta_P)$، و$\left(\frac{R_x - R_{Rf}}{\delta_x}\right)$ هو ميل معادلة الخط الكفء **لتوبين**، ويمثل أيضا السعر السوقي للمخاطرة، الخاص بالمحفظة المثلى حسب **توبين**.

يظهر من المعادلة أن العائد المتوقع للمحفظة المثلى هو العائد خالي المخاطرة مضافا إليه السعر السوقي للمخاطرة، مرجحا بالانحراف المعياري للمحفظة الذي يمثل مخاطر الاستثمار.

ومما سبق يتضح أن الخط الكفء **لتوبين** يمثل المبادلات بين العائد المتوقع للمحافظ الكفء ومخاطرها، لمختلف التوفيقات بين العائد خالي المخاطرة والمحفظة الخطرة المثلى (m).

[1]- https://elearning.univ-msila.dz/moodle/course/view.php?id=1061. تاريخ الزيارة: 2023/06/06

يوضح **توبين** كيف أن إدخال الاستثمارات خالية المخاطر يزيد من تقليل مخاطر المحفظة، وذلك باستخدام خط سوق رأس المال CML ، لتحديد حدود جديدة للمحافظ الاستثمارية الكفء.

وبالتالي فإن جميع المستثمرين قادرون القضاء على المخاطر غير النظامية عن طريق توسع محافظهم إلى أن تعكس محافظ السوق.

رابعا- التنبؤ بمخاطر السوق للمحفظة باستخدام معامل بيتا(β)[1]

1- معامل بيتا(β)

النموذج الرياضي البسيط لتطبيق معامل **بيتا** هو:

$$dF = A + (\beta x\, dF.S)$$

حيث:

- dF: معدل التغير في عائد المحفظة.
- S: معدل التغير في متوسط معدلات العوائد لجميع أدوات الاستثمار.
- A: ثابت المعادلة.
- β: يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطر.

إذ يمكن تعريف معامل **بيتا(β)** بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد الأصول المالية المكونة للمحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأصول المالية المتداولة في السوق المالي.

فإذا كان $\beta = 1$: معناه معدل التغير في العائد المتوقع للمحفظة هو نفسه معدل التغير الحادث في محفظة السوق، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة 20% بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سينخفض بنسبة كذلك، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطر السوقية العادية.

ونستفيد من معامل **بيتا(β)** في بناء أو إحلال الأصول المالية المكونة للمحفظة، ففي حالة الانتعاش المحتمل في السوق المالي، فيتم إحلال أصول مالية ذات معامل بيتا منخفض، وفي حالة الانكماش يتم العكس.

إن حساب حدود التباين المشترك في معادلة المخاطر غير عملي مع زيادة عدد مكونات المحفظة، لدرجة انه بدون تكنولوجيا الحاسوب والبرمجيات الحالية فإن الفائدة التشغيلية للنموذج الأساسي محدودة للغاية، وعلى هذا فقد سعى الأكاديميون المعاصرون **لماركوبيتز** إلى إيجاد طرق بديلة لقياس مخاطر

[1]- خلفان حمد عيسى، **إدارة الاستثمار والمحافظ المالية**، الجنادرية للنشر والتوزيع، المنهل، 2016، ص: 86.

الاستثمار، وقد بدأ ذلك بإدراك أن إجمالي مخاطر الاستثمار (الانحراف المعياري لعوائده) ضمن محفظة متنوعة إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة نستطيع القضاء عليها بالتنويع الكفء، أما الخطر الآخر والذي يطلق عليه مخاطر السوق فهو لا يمكن القضاء عليه بالتنويع الكفء. وهي تعكس المخاطر الكلية للمحفظة .

بما أن جميع المستثمرين العقلانيين المهتمين بتعظيم الثروة، ينبغي أن يكونوا مهتمين بمخاطر الأدوات المالية المستثمر فيها بالنسبة لسوق المالي ككل.

فقد سارع محللوا المحافظ إلى تقدير أهمية المخاطر السوقية، ووفقا **لتوبن**، فإنه يمثل الخطر الوحيد الذي سيدفعون علاوة لتجنبه.

باستخدام هذه المعلومات وافتراضات السوق الكفء مع فرص خالية من المخاطر ، والعائد المطلوب على الاستثمار المحفوف بالمخاطر، وبالتالي تم إعادة تعريف العائد المطلوب على أنه العائد خالي المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة، حيث لا يتم تحديد هذا القسط من التأمين من خلال المخاطر الكلية للاستثمار ولكن فقط عن طريق المخاطر السوقية(المنتظمة).

حيث طور معامل **بيتا** لقياس مخاطر السوق باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحليل المحفظة. فيحسب معامل بيتا لأداة مالية واحدة بالعلاقة التالية:

$$\beta_i = \frac{COV_{(i,M)}}{VAR_M}$$

حيث:

- β_i: معامل بيتا للأداة المالية (i).
- $COV_{(i,M)}$: التباين المشترك لعائد الأداة المالية(i) بالنسبة إلى محفظة السوق(M).
- VAR_M: تباين محفظة السوق(M).

يجب أن تعكس عوامل **بيتا(β)** التوقعات المستقبلة لعوائد الأدوات المالية المكونة للمحفظة، حيث يمكن مقارنة العوائد الفردية لمكونات المحفظة مع السوق عن طريق تأسيس معادلة الانحدار الخطي من خلال البيانات التاريخية.

فتحديد سعر السوق لمخاطر **بيتا(β)** هو الأساس لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كبديل لنظرية **ماركوبيتز** لبناء محافظ مثلى، فبالنسبة لأي استثمار في الأدوات المالية يتضمن مخاطرة، ويتم حساب العائد المتوقع له من خلال معادلة CAPM:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

وبالمثل، يكون حساب عائد المحفظة(R_P) كالتالي:

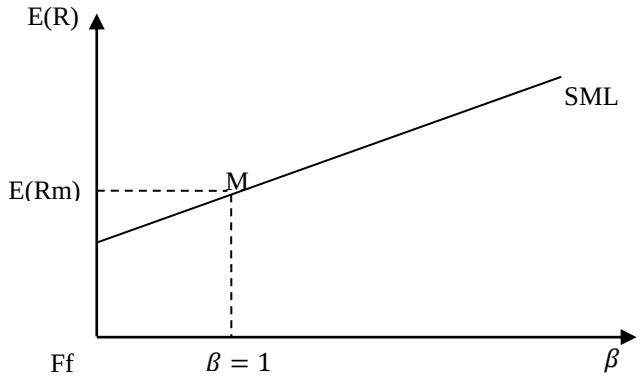
$$R_P = R_f + \beta_P(R_m - R_f) \qquad \beta_P = \frac{\sum_{i=1}^{n} \beta_i V_i}{\sum_{i=1}^{n} V_i}$$

2- خط سوق الأوراق المالية SLM (Security Market line):

يمثل خط سوق الأوراق المالية العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب على الورقة المالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقدرة بمعامل **بيتا(β_i)**، فعند مستوى معين من المخاطر المنتظمة، بين خط سوق الأوراق المالية ومعدل العائد المطلوب المقابل فإن ميل خط سوق الأوراق المالية هو علاوة مخاطر السوق **($R_m - R_f$)**، وهو ثابت .[1]

حيث يطلق على شكل الموالي لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بخط سوق الأوراق المالية، ويشير ذلك إلى العائد المطلوب في السوق عند مقدار محدد من المخاطرة المنتظمة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-5): خط سوق الأوراق المالية SLM .



Source: Hirschey, Mark. Nofsinger, John. **Investments**: **Analysis and Behavior**, 2th Edition. McGraw-Hill/Irwin, New York, USA, 2010, P:133.

[1]- محمد رياض دهال، **أساسيات في الاستثمار**، المعهد العربي للتخطيط، ص: 06. على الرابط:(arab-api.org) ، تاريخ الزيارة: 2023/06/11.

ويستدل من الرسم البياني أنه عندما يتقاطع خط سوق الأوراق المالية مع المحور العمودي الذي يمثل معدل العائد المطلوب عند معدل العائد الخالي من المخاطرة RF مما يعني أن أيه ورقة مالية تكون العلاوة المخاطرة المتوقعة لها مساوية للصفر، فإنه يتطلب أن يكون معدل العائد المطلوب منها مساويا لمعدل العائد الخالي من المخاطرة ، فإن علاوة المخاطرة ومعدل العائد سيزداد أيضا.

ويستفيد المستثمر في الأدوات المالية من هذا النموذج في حساب العوائد المطلوب تحقيقها من كل أداة مالية أو محفظة بوصفها تمثل الحد الأدنى من العوائد المطلوبة من قبل المستثمر، وبتحديد هذه العوائد ومقارنتها بالعوائد الفعلية أو المتوقعة للأدوات أو الحافظة المالية يمكن أن تحدد الفروق، فالمحفظة أو الأداة التي تحقق فروقاً إيجابية يكون عائدها الفعلي أو المتوقع أكبر مما هو مطلوب منها تحقيقه، وبالتالي فإن مسكها سيكون في صالح المستثمر، أما الأداة أو المحفظة التي تحقيق فروقاً سلبية يكون عائدها الفعلي أو المتوقع أقل مما هو مطلوب منها تحقيقه وبالتالي فإن أمسكها المستثمر سيكون ذلك في غير صالحه.[1]

[1]– فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سبق ذكره، (ص، ص): (157،159).

المبحث الثالث: نماذج تسعير الأصول الرأسمالية

توجد هناك عدة نماذج لتسعير الأصول الرأسمالية، حيث كان أول نموذج **لوليام شارب** ثم بعده توالت تطورات لذا النموذج، وصولا إلى **فاما وفرانش** لأحدث نموذج يضم المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

المطلب الأول: نموذج CAPM وICAMP

أولا- نموذج CAPM

كما سبق وان بينا الحد الكفء والمحفظة المثلى، حيث حدود الكفاءة تنحرف في شكل مظلة إلى يسار المنحنى، وتبين الأصول الحاملة لأقل مخاطرة وأعلى عائد، فأي محفظة سوف يختار المستثمر؟

وليام شارب تعمق في هذه المقاربة واقترح نموذج السوق لتسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model).

1- التعريف بنموذج CAPM[1]: يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا (***Beta***) كمقياس للمخاطرة. وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطر إلى معدل العائد الخالي المخاطرة . فيعبر عن النموذج رياضيا بالعلاقة التالية:

$$R_i = R_f + \beta(R_M - R_f)$$

حيث:

- R_i: العائد المطلوب للأداة المالية (i).
- R_f: العائد خالي المخاطرة.
- β : درجة الحساسية للأداة المالية(i) تجاه السوق.
- R_M: عوائد محفظة السوق.
- $(R_M - R_f)$: علاوة المخاطرة.

[1]- James Ming Chen, **The Capital Asset Pricing Model**, ***Encyclopedia***, , ***1***(3), 2021, **PP(915-933)**
Link: https://www.mdpi.com/2673-8392/1/3/70. تاريخ الزيارة: 06،2023/07

ففي ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مازالت المجموعة الكفؤة تأخذ شكل خط مستقيم، غير أن الجديد هو أن المحفظة الخطرة المثلى تتماشى مع هذا الخط أصبحت تسمى محفظة السوق، كما أطلق على هذا الخط بخط سوق رأس المال (Capital Market Line) لأن المتعاملون في السوق حددوا هذا الخط، فمعدل العائد على الاستثمار الخالي المخاطرة متماثل لكل منهم، وأن جميعهم لهم توقعات متماثلة ومتجانسة، وأنهم يبغضون المخاطر، ومن ثم وبدون استثناء سيصرون على الاستثمار في محفظة السوق، بل وسيستثمرون بنسب متماثلة في كل أصل فيها، وذلك وفقا لما يسمى بنظرية الفصل **لتوبين**(Separation Theorem)، ولما كانت كل نقطة من هذا الخط تعكس العائد والمخاطر لمحفظة ما، فإنه بقسمة العائد الذي تحققه المحفظة على المخاطر سنحصل على حجم العائد لكل وحدة من وحدات المخاطر، أي سنصل لتسعير السوق لوحدة المخاطر التي تنطوي عليها تلك المحفظة، لذا يمكن أن يطلق على هذا الخط بخط تسعير السوق للمخاطر.

2- افتراضات نموذج CAPM[1]

تتمثل افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فيما يلي:

- يوجد العديد من المستثمرين يمتلكون ثروة خاصة لكل منهم تعد صغيرة جدا مقبل الثروة الكلية للمستثمرين جميعهم، ويعتبر هؤلاء المستثمرين متلقين السعر(Price Takers)، أي أن أسعار الأدوات المالية لا تتأثر بصفقاتهم، وهذا أحد أهم الشروط لسوق النافسة الكاملة.
- يخطط المستثمرون جميعا لفترة احتفاظ واحدة، بمعنى إهمال أي حدث ممكن وقوعه في هذه الفترة.
- تقتصر الاستثمارات على الحيز الملم لكل الأصول المطروحة للتداول العام، مثل الأسهم والسندات والاستثمارات ذات العائد خالي المخطرة، حيث يهمل هذا الافتراض الاستثمارات في الرأسمال البشري كالثقافة والمشاريع الخاصة والاستثمارات الممولة من الحكومة كالمدارس والمطارات.
- لا يدفع المستثمرون أي ضرائب على أرباحهم ولا حتى تكاليف معاملاتهم المالية، وهذا الافتراض كما هو معلوم لا يمكن أن يتحقق في الواقع.
- الرشادة تميز كل المستثمرين، بهدف امتلاك المحفظة المثلى ذات متوسط التباين أقل، أي أن جميع المستثمرين يستخدمون نموذج **ماركويتز** لتكوين المحفظة المثلى.

[1]-Bodie, Zvi. et al. **Investments**, Op-Cit, P: 280.

- يحلل المستثمرون الأدوات المالية بنفس الطريقة بفرض التوقعات المتجانسة، حيث أنهم يملكون نفس الرؤيا الاقتصادية، وبالتالي لديهم تماثل في التقديرات حول العوائد المتوقعة من الاستثمارات المتاحة، أي أنهم يستخدمون نفس العائد المتوقع لكل أداة مالية ونفس مصفوفة التباين المشترك لعوائد الأدوات المالية، ويصلون في النهاية إلى تحديد نفس الحد الكفء ونفس المحفظة المثلى.

- يقوم المستثمرون بعمليات الإقراض والاقتراض بمعدل فائدة خالي المخاطرة.

- هناك افتراضات أخرى تعتبر تفسيرات لما سبق، كاعتبار جميع المستثمرين حذرين تجاه المخاطر، وهذا يعتبر من شروط افتراضات المحفظة المثلى، حيث أن واقع هذه الافتراضات لا يتطابق مع الواقع الحقيقي، لكنها تقدم معلومات قيمة عن توازن أسواق المال، والعلاقة بين العائد والمخاطرة.

3- انتقادات نموذج CAPM

على الرغم من الأهمية القصوى للنموذج في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة بمعادلة رياضية خطية بسيطة، ورغم انه مازال مستخدما حتى يومنا هذا في تقييم أداء المحافظ المالية، وتحديد معدل العائد المطلوب وقياس تكلفة التمويل، واجه CAPM العديد من الانتقادات بسبب افتراضاته المثالية، وفشله في بعض الاختبارات التطبيقية، وهذه أهم الانتقادات للنموذج:

– يعتبر النموذج أن المستثمرين يمكنهم أن يقترضوا ويقرضوا بنفس معدل العائد الخالي المخاطر، ولكن الإقراض بمعدل فائدة خالي المخاطر أمر واقعي ويمكن أن يتحقق بشراء أذون الخزينة، ولكن من غير المعقول أن يقترض المستثمر من الغير بنفس المعدل، ومن المشككين في ذلك الاقتصادي **بلاك (1972 Black)** الذي اعتبر أن أذون الخزينة ليست أدوات مالية خالية المخاطر، لأنها تتعرض إلى خطر التضخم، وبالتالي يمكن استبدال هذا التعبير بالاستثمار ذو المعامل **بيتا** المساوي للصفر؛

– إن فرض أنه لا يوجد تكاليف للمعاملات وهو في الواقع أمر مستحيل، لا يمكن أن تكون معاملة بالسوق المالى دون تكلفة؛

– يفترض CAPM عدم وجود ضرائب، وبما أن الضرائب تختلف بين المنشآت والأفراد، فسوف يؤدي هذا الاختلاف إلى حدوث تباين واضح بين تقديرات المستثمرين لخط سوق الأوراق المالية(SML).[1]

[1]– عمار زودة وآخرون، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة**، المجلد 7 العدد2، 2020، (ص– ص): (97–118).

ثانيا– نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للفترات المتعددةICAPM

[1](Intertemporel Capital Asset Pricing Model)

ساهم **روبيرت ميرتون (Robert Merton)،1973**، في تطوير CAPM ليتضمن فترات متعددة مع التركيز على الهندسة المالية أو تسعير المشتقات المالية، فقد أزال الباحث نظرية الفترة الواحدة لـ CAPM ، واعترف أن المستثمرون يسعون إلى تعظيم المنفعة طويلة الأمد وليس لفترة واحدة.

حيث افترض **ميرتون** وجود مصادر أخرى للخطر، فهناك دائما حالة عدم التأكد مرتبطة بالعائد المستقبلي للأصول خالية المخاطر، وكذلك بالنسبة لعائد محفظة السوق، كما أن المستثمرون يحاولون دائما التحوط ضد ارتفاع تكلفة المعيشة، وارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية، وبالتالي سوف يضحي المستثمرون بجزء من العائد المتوقع، لشراء أدوات مالية عائدها المتوقع أعلى من تكلفة المعيشة.

فإذا افترضنا أن (K) هي عدد مصادر المخاطر الإضافية لمخاطر السوق، وتم تكوين محفظة تحوط مقابلة لهذا الخطر، تصبح الصيغة الرياضية للنموذج كما يلي:

$$E(R)_i = \beta_{im}E(R)_m + \sum_{K=1}^{K} \beta_{iK}E(R)_K$$

ويتشابه القسم الأول من العائد مع ذلك المقترح في النموذج ولكن مع إضافة جزء أخر يتعلق بمحافظ التحوط.

حيث أن:

- β_{im} : حساسية الأداة المالية (i) لعائد محفظة السوق (m).
- β_{iK} : حساسية الأداة المالية (i) لعائد محفظة التحوط (k).

المطلب الثاني: نموذج التسعير بالمراجحة (APM)

بعد الانتقادات الموجهة لنموذج CAPM، تم تطوير النموذج بأخذ اعتبارات جديدة تختلف عما هو كان موجود به، فظهر نموذج التسعير بالمراجحة.

أولا– مفهوم نموذج التسعير بالمراجحة

بعد اكتشاف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بفترة من عام 1976، قام **Stephen Ross** باكتشاف وتطوير نموذج آخر يطلق عليه نموذج المراجحة (APM)، ويختلف عن نموذج تسعير الأصول

[1]– أيمن شهاب، مرجع سابق ذكره، ص: 110.

الرأسمالية بأن الأول اعتمد على عامل ومؤثر واحد وهو العائد، غير أن نموذج (APM) حدد أن العائد يعتمد على عدد العوامل الاقتصادية المؤثرة فيه، لذلك فإنه من خلال ذلك فإن العائد يحدده النموذج التالي:

$$Return = a + \beta_1(factor_1) + \beta_2(factor_2) + \ldots\ldots + \beta_n(factor_n)$$

ويمكن كتابة هذا النموذج على النحو التالي:

$$R = ai + \beta i_1.i_1 + \beta i_2.i_2 + \ldots\ldots \beta ij.ij + \varepsilon i$$

حيث:

- R: العائد الفعلي.
- ai : هي العائد المتوقع.
- ij : قيمة العامل j الذي يؤثر على السهم i.
- **βij** : حساسية السهم في تغيير عائد السهم مع تغير عامل i,j.
- **εi** : معامل الخطأ.

كما ورد في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يمكن حذف المخاطرة غير المنتظمة، لأنه يمكن السيطرة عليها بالتنويع الجيد والإدارة الصحيحة، ولكن لا نستطيع حذف أو استثناء العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر على معدل عائد السهم أو العائد المتوقع، وهنا اعتمد نموذج (APM) على أن السعر يتأثر في **بيتا** وهي موجودة في النموذج، ولكن تحسب على أساس كل عامل مؤثر على العائد، وهنا تظهر قيمة بيتا في التأثير على العائد أو درجة حساسية عائد السهم للعامل الاقتصادي.

من مميزات (APM) على نموذج (CAPM) أن الأول لا يعتمد على أية فرضيات بينما CAPM اعتمد على محفظة السوق وعدد كبير من الفرضيات قللت من قيمته عند تطبيقه في الحياة العملية.

أما العيب الرئيس لهذا النموذج هو انه لم يصاغ في نظرية، أي تحديد أو ماهية العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأرباح، حيث أن هناك عدة عوامل يمكن فحصها في هذا النموذج والتأكد من علاقتها في تحديد الأرباح، ولكن الصعوبة ليست في تحديد العوامل بل تحديد الأوزان المختلفة لهذه العوامل حسب أهميتها.[1]

[1] – بوبريمة إحسان، مرجع سابق ذكره، (ص، ص): (78–81).

ويكون عائد المحفظة من خلال هذا النموذج مساويا إلى العوائد المرجحة بالأوزان النسبية (wi) لجميع الأدوات المالية ضمن المحفظة، وعلى فرض أن **بيتا(β)** ليس معدوما لأي عامل من العوامل المؤثرة، يصبح عائد المحفظة كما يلي[1]:

$$R_P = W_1R_1 + W_2R_2 + \cdots + W_nR_n + (W_1\beta_1 + W_2\beta_2 + \cdots + W_n\beta_n) + W_1\varepsilon_1 + W_2\varepsilon_2 + \cdots + W_n\varepsilon_n$$

ثانيا– افتراضات نموذج التسعير بالمراجحة[2]

يقوم نموذج التسعير بالمراجحة (APM) على العديد من الافتراضات المتشابهة مع نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ، لكن مع تقليص عدد الافتراضات، واستثناء جزء كبير منها، لتقتصر النظرية على الافتراضات التالية:

- في حالة التأكد يفضل المستثمرون العائد المرتفع على العائد المنخفض؛
- يمكن التعبير عن عملية العشوائية (Stochastic Process) المولدة لعوائد الأسهم بتابع خطي لعدد من عوامل أو مصادر الخطر، ويعتبر هذا الفرض مماثلا لفرض التوقعات المتجانسة للمستثمرين في (CAPM) ، ولكن هذه التوقعات متجانسة من حيث عوائد الأسهم تتبع لأكثر من مصدر خطر؛
- يوجد عدد كافي من الأدوات المالية في المحفظة لتكوين محافظ، وتحديد المخاطر الخاصة بكل أداة، والتي تختلف عن مصادر الخطر للأدوات الأخرى؛
- عدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية التي سوف يضمنها السوق المالي الكفؤ من خلال عملية المراجحة؛
- للبيع على المكشوف لا توجد تكاليف للمعاملات ولا للضرائب ولا قيود.

فهذه النظرية تقوم على عدم وجود فرص للمراجحة، رغم أن اسمها يوحي على عكس ذلك، فالإسم هنا لا يدل على آلية التطبيق لكنه يدل على طريقة الاستنتاج.

كما أن (APM) استبعدت أحد أهم العناصر التي كانت موجودة في (CAPM)، وهو افتراض أن محفظة السوق تتضمن جميع الأدوات المالية الخطرة والكفء، حيث أن (APM) لا ترى دورا خاصا لمحفظة السوق.

[1]– أيمن الشهاب، مرجع سابق ذكره، ص: 119.

[2] – نفس المرجع السابق، ص: 115.

ثالثا- انتقادات نموذج التسعير بالمراجحة

على الرغم من أن لنموذج(APM) عدة نقاط قوة أهمها:

- اعتماد القليل من الفرضيات الموضوعية عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؛
- سهولة تطبيقها من الناحية العملية، وكذلك اعتمادها على عدة عوامل في تفسير عائدات الأصول المالية منفذة بدلا من عامل واحد كما يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهو محفظة السوق. [1]

إلا أنه يؤخذ عليه بعض النقائص نوجزها فيما يلي: [2]

- أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف؛

- أنها تتجاهل أهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم، حيث أن نظرية التسعير بالمراجحة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم؛

- لم يحدد (APM) عدد العوامل التي يجب أن يحتوي عليها النموذج، مما دفع بالمؤيدين لهذا الأخير على اعتماد ما عرف بتحليل العوامل التي لم يحددها صاحب النظرية، للوصول إلى العوامل الاقتصادية المحددة للمخاطر؛

إلا أن نموذج (APM) الذي سيحل محل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يجب أن يتجاوز عثراته، وأهمها مشكلة الحالات الشاذة، كأثر شهر جانفي أثر بداية الأسبوع، أثر الأعياد...وهنا نتساءل عن مدى جدوى الانتقال إلى نموذج معقد وهو نموذج التسعير بالمراجحة بدلا من نموذج سهل وبسيط والمتمثل في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إذا لم تكن هذه النظرية الجديدة قادرة على حل مشكلات النموذج القديم.

المطلب الثالث: نموذج (Fama & French) والنماذج المطورة له

بعدما ظهر **نموذج ميرتون (Merton 1973)** (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) **(ICAPM)** المعدل لنموذج (CAPM)، جاءت بعده نظرية تسعير المراجحة (APT) لـ

[1]- عمار زودة، وآخرون، مرجع سابق ذكره، (ص. ص): (97-118).

[2]- نفس المرجع السابق، (ص. ص): (97-118).

(Ross, 1976)[1] التي حاولت تطوير ما قبلها من النماذج، لكن هذه الأخيرة تعرضت لانتقادات أيضا، فظهر نموذج **فاما وفرانش** (1993-1995-1996-1997) الذي حاول إكمال النقائص في النماذج السابقة[2].

أولا- نموذج (Fama & French) ثلاثي العوامل لتسعير الأصول[3](FF,F3)

وفي 1993 ووفقا لما تقدم، بدأ نموذج **(Fama & French)** بصيغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وأضاف إليه عاملين هما عامل حجم الشركة(SMB) وعامل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (HML) اللذان يساهمان وفقا لـ **(Fama & French)** وبشكل كبير في تحديد المقطع العرضي لمتوسط عوائد الأسهم، ليصبح نموذجا بثلاث عوامل يتخذ الصيغة التالية :

$$R_i = R_f + \beta_1(Rm - Rf) + \beta_2(SMB) + \beta_3(HML)$$

حيث: β_1 ، β_2، β_3 درجة حساسية الأصل المالي تجاه عوامل المخاطرة.

وأن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM يمثل بالعلاقة التالية:

$$R_i = R_f + \beta_1(Rm - Rf)$$

ثانيا- نموذج (Fama & French) لتسعير الأصول خماسي العوامل (FF,F5)

بالرغم من أنه يعد خطوة متقدمة على نموذج CAPMالتقليدي، ونجاحه في رفع القدرة التفسيرية لمعدل العائد المطلوب، إلا أن نموذج **(Fama & French)** ثلاثي العوامل تعرض لبعض الانتقادات كان أحد أهمها غياب بعض عوامل المخاطرة التي ينبغي إضافتها إلى النموذج للوصول إلى خط عشوائي للتسعير قريب منا لصفر الأمر الذي دفع بمصممي النموذج **(Fama & French)** وبناء على ما تمخض عن نتائج أبحاثهما التطبيقية، إلى توسيع دائرة المتغيرات المفسرة وإضافة عاملين آخرين إلى نموذجهما ذي الثلاث عوامل تمثلا بعاملي الربحية والاستثمار متوصلين إلى ما عرف بنموذج خماسي

---

[1]- Michael Dempsey. **The Fama and French three-factor model and leverage: compatibility with the Modigliani and Miller propositions, journal:"Investment Management and Financial Innovations"** volume6,issue1, 2009, (P, P): (48-53).
link:https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/2492/imfi_en_2009_01_Dempsey.pdf. تاريخ الزيارة: 2023/06/10

[2]- Michael Dempsey (2009) op-cit , (P, P): (48-53).

[3]- زهراء عبد الجبار، بشار احمد العراقي، **توظيف نموذج في تسعير الموجودات الرأسمالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مجلة للعلوم الإدارية والاقتصادية**، المجلد18، العدد60، جامعة تكريت، العراق 2022، (ص، ص): (488-499).على الرابط: https://www.iasj.net/iasj/download/4590eed0a200d6b3، تاريخ الزيارة: 2023/06/20.

العوامل الذي يعد امتدادا لنموذج **(Fama & French)** ثلاثي العوامل، انطلاقا من اعتبار الإرباح الحالية والمستقبلية إحدى أهم العوامل المحددة لمستويات أداء المنشأة ونجاحها الحالي والمستقبلي ومؤشرا مهما لتقييمها ومتغيرا مؤثرا في قيمة أسهمها تتفاعل معه مخاطرها، كما أن الارتفاع الذي يصيب معدل الربحية عادة ما يدل على تفوق معدلات العوائد الفعلية عن المطلوب منها، واعتبار أن الاستثمار الوسيلة المسببة والداعمة للوصول إلى مستويات مرتفعة من العوائد، علاوة على أن مقدار النمو في القيمة الدفترية لحقوق الملكية غالبا ما يتضمن عوائد مطلوبة أعلى من الفعلية منها.

$$R_i = R_f + \beta_1(Rm - Rf) + \beta_2(SMB + \beta_3(HML) + \beta_4(RMW) + \beta_5(CMA)$$

حيث: β_1 ، $\beta_2\beta_3$، β_4 ، β_5 تمثل درجة حساسية الأصل المالي تجاه عوامل المخاطرة.

ثالثا- نموذج (Fama & French) سداسي العوامل لتسعير الأصول2018(FF,F6)

من جانب آخر وفي تطور لاحق، أشار **Roy &Shijin** إلى ضرورة إضافة عامل آخر للنموذج ذو العوامل الخمسة يعبر عن رأس المال البشري (LBR) وما يتضمنه من مهارات فردية تعد أحد الموجودات المهمة والرئيسة المساهمة في نجاح المنشأة وتعظيم ثروة مساهميها، وزيادة دخولها، فنظرا للأهمية المتزايدة لعامل رأس المال البشري في دعم المنشآت ودفعها باتجاه النمو والتطور فإن الأنشطة الاستثمارية في مكوناته كالتدريب والتعليم والصحة عادة ما تزيد من الإمكانيات والقدرات الإنتاجية التي تسعى المنشآت وفي معظم الأحيان إلى تعظيمه، والتي تنعكس بالتالي على عوائدها. وفي ذلك يؤكد **Belo** (2017) على وجود علاقة وثيقة ومهمة بين مكونات رأس المال البشري وتسعير الأصول، ويضيف **Maiti** (2018) أن أهم من ذلك من شأنه أن يسبب مشاكل لا يستهان بانعكاساتها.[1]

ووفقا لما تقدم، يبين **(Roy & Shinji)** (2018) أن رأس المال البشري يعد عاملا مهما يمكن أن يفسر جزء من العلاقة بين العائد والمخاطرة يتم تمثيله بمعدل النمو في دخل العاملين والذي تشكل التعويضات التي يتلقاها العامل فضلا عن دخلهم الأساس أي أن :

$$LBR = EC + PI$$

حيث:

LBR : النمو في دخل العمل.

[1]-زهراء عبد الجبار، بشار احمد العراقي، مرجع سابق ذكره، (ص- ص): (488-499).

EC : تعويض الموظف.

PI : دخل العمل الأساس.

وبالتالي يصبح النموذج الجديد بالصيغة التالية :

$$R_i = R_f + \beta_1(Rm - Rf) + \beta_2(SMB + \beta_3(HML) + \beta_4(RMW) + \beta_5(CMA) + \beta_6(LBR)$$

حيث أن :

- Ri: معدل العائد المطلوب المعبر عن عائد المحفظة الاستثمارية.
- Rf: معدل العائد خالي المخاطر.
- Rm: عائد محفظة السوق.
- β_6، β_5، $\beta_4\beta_3$،β_2، β_1: درجة حساسية السهم تجاه عوامل المخاطرة.
- (SMB): علاوة الحجم، وهي العائد المحقق من طرح عوائد محفظة الشركات صغيرة الحجم من عوائد محفظة للشركات كبيرة الحجم.
- (HML):علاوة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وهي العائد المحقق من طرح عوائد الشركات ذات النسبة الكبيرة من القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية من عوائد محفظة الشركات ذات النسبة المنخفضة من القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية.
- (RMW): علاوة الربحية، وتعتبر الفرق بين عوائد المحفظة ذات الربحية القوية ومحفظة الأسهم ذات الربحية الضعيفة.
- (CMA): علاوة الاستثمار ويعبر عن الفرق بين عوائد محفظة الأسهم ذات الاستثمار المرتفع، ومحفظة الأسهم ذات الاستثمار المنخفض.
- (LBR): يعبر عن علاوة رأس المال البشري.

حيث حقق نموذج **(Fama & French)** والنماذج المطورة له، قدرة تفسير أعلى من نموذج **CAPM** وذلك لاحتوائه على المخاطر النظامية وغير النظامية.[1]

[1]–زهراء عبد الجبار، بشار احمد العراقي، مرجع سابق ذكره، (ص– ص): (488–499).

خلاصة الفصل الثالث

إن للهدف الأساسي من تكوين محفظة من الأدوات المالية هو الحصول على عوائد وإدارة المخاطر كذلك، ويكون ذلك خلال تكوين محفظة مثلى بأسلوب التنويع الكفء **لماركوبيتز**، ليتوصل المستثمر إلى تكوين محفظة مالية مثالية عند درجة معينة من المخاطرة ومستوى من العائد الذي يقبل به.

حيث يُمكِنُنَا أن نستنتج أهمية اتخاذ قرارات المحفظة المالية وتأثيرها على تحقيق الأهداف الاستثمارية،. حيث تعد محفظة السوق ونظرية **توبن** من الأساليب المستخدمة في قرارات إدارة المحافظ، فيتم توزيع للأصول على أساس نسب استثمار محددة لضبط التوازن بين التحقيق في عائد مربح وإدارة المخاطر.

وتم تطوير عدة نماذج لتسعير الأصول المالية لتقدير العائد المطلوب، فكان أولها نموذج **CAPM**، بعدها تلقى هذا النموذج عدة انتقادات ليظهر نموذج التسعير بالمراجحة **(APM)**، والذي لم يسلم كذلك من الانتقادات، والتي كانت السبب في تطور النموذج، ليصل المطاف إلى ظهور نموذج **(Fama & French)** اللذان زعما أن هذا النموذج هو الأكثر تفسيرا لأنه يشمل كل المخاطر التي تتعرض لها المحفظة والمتمثلة في المخاطر المنتظمة وغير المنظمة.

الفصل الرابع

الدراسة القياسية لبنك BNP PARIBAS

للفترة(2000-2022)

تمهيد:

إن البنوك والمؤسسات المالية خاصة والمنشآت عامة تتعرض لعدة مخاطر أهمها المخاطر المالية، التي تؤثر على تواجدها واستمرارها في السوق، لذلك فالجميع يعمل جاهدا على تخفيض تكاليف هذه المخاطر وخاصة مخاطر السوق، التي من ميزاتها أنها مخاطر تمس جميع المنشآت المتواجدة بالسوق دون استثناء.

لذلك تقوم المنشأة باستعمال أساليب وأدوات مختلفة ومناهج خاصة حسب ما يمليه وضعها المالي، وقوة تنافسيتها بين الآخرين، لأجل الحصول على الأرباح أولا، وتقليص أثار المخاطر المالية ثانيا، وذلك لضمان بقائها في المنافسة أو الصدارة حتى. ومن بين هذه الأساليب هو استخدام الأدوات المالية، وتداولها في السوق المالي لإدارة هذه المخاطر.

وبما أن البنك من أكثر المنشآت التي تتعرض للمخاطر المالية وخاصة مخاطر السوق، تم أخذ البنك الفرنسي BNP PARIBAS كمجتمع للدراسة، لأجل إثبات فعالية استخدام الأدوات المالية لتخفيض تكلفة مخاطر السوق، حيث تم دراسة ذلك في هذا الفصل من خلال ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول: ماهية البنك الفرنسي BNP PARIBAS.

المبحث الثاني: تطور الأدوات المالية والمخاطر المالية لدى بنك BNP PARIBAS.

المبحث الثالث: الدراسة القياسية لأثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق لدى بنك BNP PARIBAS.

المبحث الأول: ماهية البنك الفرنسي BNP PARIBAS

يعتبر بنك BNP PARIBAS من أعرق البنوك الخاصة في أوروبا، حيث تنتشر فروعه في أكثر من 70 دولة، ويمارس نشاطات متنوعة، كما كان من أولى البنوك التي تستعمل أدوات الأدوات المالية في عملياتها ونشاطاتها المالية ، فهو يعتبر البنك الأول في منطقة اليورو من حيث نتائجه.

ومن خلال هذا المبحث سنتناول نشأة وتطور البنك ونلقي نظرة على أهم نشاطاته والمخاطر التي يتعرض لها.

المطلب الأول: نشأة وتطور بنك BNP PARIBAS

أولا- نشأة البنك[1]

لقد مر إنشاء بنك **BNP PARIBAS** بعدة مراحل من الاندماجات بين بنوك ومؤسسات مالية فرنسية عديدة نذكرها كما يلي:

- إنشاء البنك الوطني لباريس BNP: كان ذلك سنة (1966)، والذي جاء نتيجة اندماج كل من البنك الوطني للتجارة والبنكية والصناعة (BNCI) و(CNEP)، وتعتبر هذه العملية من أكبر العمليات الخاصة بإعادة التشكيلة البنكية بفرنسا، منذ نهاية الحرب العالمية الثانية.
- إنشاء الشركة المالية لباريس وهولندا PARIBAS سنة (1968).
- تأميم BNP وPARIBAS سنة 1982 بمناسبة تأميم كل البنوك الفرنسية.
- خصخصة PARIBAS الذي تم سنة 1987، وذلك مع 3,8 مليون سهم فردي، فهي الشركة الأكثر أسهما في العالم، حيث تحتل 48 % من الشركات البنكية.
- خصخصة BNP سنة 1993، فبعد الخصخصة أخذ هذا البنك منحى آخر، حيث تميز بتغير مستوى المردودية، فهذه الفترة تميزت بإطلاق منتجات وخدمات بنكية جديدة، وكذا تطور النشاطات في الأسواق المالية، وأخذت نشاطاته تتوسع في فرنسا وعلى المستوى العالمي، مع التحضير لمجيء الأورو(€).

[1] -https://invest.bnpparibas/document/document-denregistrement-universel-et-rapport-financier-annuel-2021, P: 06.

- إنشاء مجمع PARIBAS في سنة 1998، حيث صادقت الجمعية العامة للمساهمين للبنك PARIBAS المنعقدة في 12 ماي 1998 على اندماج الشركة المالية PARIBAS والشركة البنكية (CB) لتكوين المجموعة المسماة PARIBAS.

- 1999 سنة تاريخية للمجمع، فنتيجة للعرض المضاعف العام للتبادل الذي كان لا مثيل له، ولمدة 6 أشهر، BNP وPARIBAS حققوا تقاربا مهما لكلا الطرفين منذ خصخصتهما، فكانت عولمة الاقتصاد هي من مكنت من إنشاء قائد الصناعة البنكية المتمثل في بنك BNP PARIBAS.

- **إنشاء BNP PARIBAS** تم باندماج كلا البنكين معا، BNP وPARIBAS، وتحقق ذلك في 23 ماي 2000 حيث أُنشِأ بنك جديد سمي BNP PARIBAS، وكان منذ نشأته في الصف الأول الفرنسي والأوروبي، حيث استمد هذا البنك قوته من الخطين البنكيين الكبيرين المكونين له، وقد تطور لصالح مساهميه، ولصالح عملائه وموظفيه، وشكل بنك الغد وأصبح مرجع على المستوى العالمي.

ثانيا- تطور ونمو بنك BNP PARIBAS

منذ نشأته كان بنك **BNP PARIBAS** في الصدارة، لأنه بنك يتطور وينمو سريعا مع التغير في الاقتصاد العالمي، والتطور التكنولوجي الرهيب، وكانت السنوات التالية[2] أهم محطات تطوره ونموه:

- 2001 : استحواذ بنك BNP PARIBAS على كامل رأس مال الشركة الأمريكية الفرعية Bank of the west التي تأسست في غرب الولايات المتحدة وفي هاواي.

- 2002 : تم استيعاب Consors من قبل Cortal مما يوفر خبرة مالية متخصصة إضافية.

- 2005 انضم بنك Turk Ekonomi Bankasi(TEB) إلى BNP PARIBAS.

- 2006 استحوذ بنك BNP PARIBAS على البنك الوطني الايطالي (BNL)

- Banca Nazionale del Lavoro سادس أكبر بنك في ايطاليا، وبالتالي فتح سوقا محليا ثانيا في أوروبا.

- 2009 أضافت العملية الرئيسية التي شهدت الاستحواذ على Fortis Bank في بلجيكا والشركة الفرعية BGL في لوكسنبورغ سوقيين محليين إضافيين إلى المجموعة.

- 2013 أطلق بنك BNP PARIBAS البنك الرقمي الأول(Hello bank1) في كل من فرنسا، ألمانيا وبلجيكا.

[2] -https://histoire.bnpparibas/un-grand-groupe-europeen-apres-2000/. تاريخ الزيارة: 02/04/2023

- 2014 استحوذ البنك على BGZ Bank في بولندا من البنك الهولندي Rabo bank، وفي نفس العام استحوذ على الوسيط الرقمي DAB Bank AG، وهي خطوة كبيرة في تطوره في ألمانيا.

- 2017 انظم Nickel أول بنك فرنسي جديد إلى بنك BNP PARIBAS، حيث يوفر فتح حساب جاري في 5 دقائق بدون شرط الدخل، وبدون إمكانية السحب على المكشوف.

- وفي الأعوام الأخيرة تم ما يلي[3]:

- ✓ 2020 التوقيع على اتفاقية مع البنك الألماني (Deutsche Bank) للاستحواذ على أعمال الوساطة الرئيسية؛
- ✓ 2021 الاستحواذ على بنك FLOA، واحدة من أهم الشركات الفرنسية الرائدة في مجال المدفوعات المبتكرة؛
- ✓ 2023 تم فعلا التخلي عن بنك الغرب لمجموعة BMO المالية[4].

ثالثا- مجالات خدمات الاستثمار للبنك:

يتكون قسم خدمات الاستثمار لبنك **BNP PARIBAS** من أربع مجالات خبرة وهي[5]:

1- BNP Paribas Carif: يقوم هذا البنك بالتصميم، التطوير والتسويق، مع أكثر من 500 شريك، مع عروض التوفير والحماية لتأمين الأشخاص، وتأمين مشاريعهم وأصولهم كذلك.

2- BNP Paribas Asset managementé: يقدم البنك حلولا استثمارية للمدخرين الأفراد والشركات والمستثمرين المؤسسيين، وتقدم لهم خبرة محددة ، والأسواق الناشئة، والاستثمارات متعددة الأصول، والديون الخاصة وحلول السيولة، مهمته إنشاء صناديق استثمارية للعملاء أفراد كانوا أو مؤسسات، وإدارة أصولهم. ومن أولوياته تحقيق عوائد مستدامة على المدى الطويل على الاستثمار، والتي هي في صميم إستراتيجياته، حيث يتم تسويق المحافظ الاستثمارية التي تم إنشاؤها لعملائها النهائيين، في جميع أنحاء العالم، وذلك من خلال شبكة التوزيع التجارية بالبنك، ومن قبل شركاء خارج المجموعة. حيث تشمل الحلول المقدمة استثمارات في الأصول الخاصة للعملاء المؤسسين والأثرياء، لكن أيضا

[3]- https://invest.bnpparibas/document/document-denregistrement-universel-et-rapport-financier-annuel-2021pdf, P: 06. تاريخ الزيارة:03/04/2023

[4]- https://invest.bnppqribqs.document-denregistrement-universel-2022-1.pdf, P: 06. تاريخ الزيارة:10/04/2023

[5]- https://histoire.bnppqribqs.document-denregistrement-universel-2022-1.pdf, P:16. تاريخ الزيارة:15/04/2023

لحساب المجموعة الخاصة لدعم الشركات الناشئة والشركات التي تنفذ حلولا مبتكرة لصالح التحول البيئي والطاقة.

3- BNP Paribas Wealth management: تدعم العملاء الأثرياء وأسر المساهمين ورجال الأعمال في جميع أنحاء العالم في إدارة وتطوير ونقل ثرواتهم، بهدف تشجيع ودعم اختيار الاستثمارات المسؤولة ذات التأثير الإيجابي.

حيث تقدم حلول مصممة خصيصا لعملائها، وذلك لمساعدتهم على بناء إستراتيجيتهم الاستثمارية وفقا لاحتياجات كل منهم، ولحماية مستقبل أصولهم سواء الخاصة أو المهنية.

4- BNP Paribas Real Estate: يدعم هذا البنك عملائه المستثمرين المؤسسيين، المالكين، الشركات، السلطات المحلية، الأفراد ، وغيرهم خلال جميع مراحل دورة حياة العقار التي تشمل الترويج، المعاملات، المشورة، الخبرة، إدارة الاستثمار وإدارة الممتلكات.

5- BNP Paribas Principal Investments: هذا البنك مسؤول عن إدارة محفظة **BNP Paribas** من الحيازات الصناعية والتجارية غير المدرجة والمدرجة. تم فتح إستراتيجية الاستثمار في الأسهم الخاصة لعملائه عام 2021 ، مع إنشاء صندوق BNP Paribas Agility Capital.

رابعا- مساهمي بنك BNP PARIBAS وإدارته:

1- مساهمي بنك BNP PARIBAS

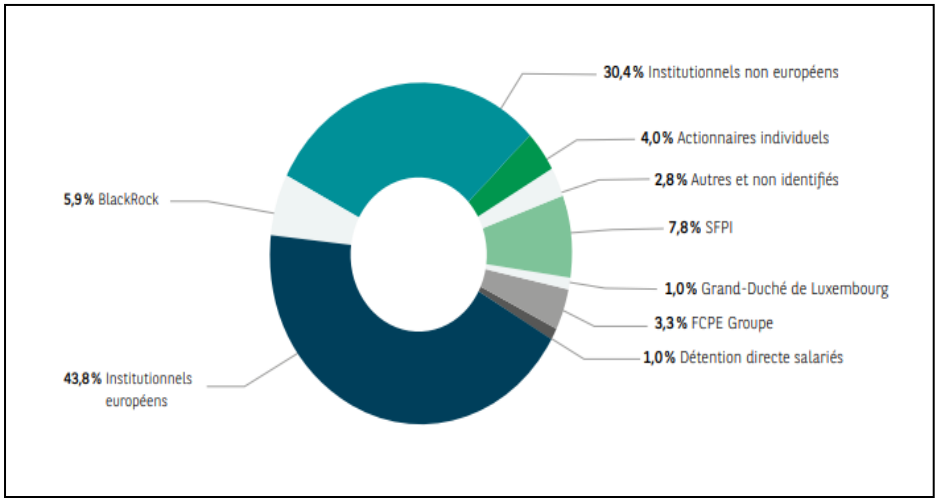
1-1- رأس المال الاجتماعي

في 31 ديسمبر 2020 ، بلغ رأس مال BNP Paribas (2,499,597,122) يورو، يتكون من(1,249,798,561) سهما. وحدث تغييرات في السنوات السابقة في رأس المال وربحية السهم في عام 2021 ، حيث تأثرت مجموعة الأسهم المكونة لرأس المال بإلغاء 15,466,915 سهما بعد عمليات إعادة الشراء في السوق، ففي 31 ديسمبر 2021، بلغ رأس مال (BNP Paribas 2,468,663,292) يورو، يتكون من (1,234,331,646) سهما، بقيمة اسمية قدرها 2 يورو لكل سهم. هذه الأسهم المدفوعة بالكامل مسجلة أو لحاملها ، حسب اختيار حاملها، مع مراعاة الأحكام القانونية المعمول بها. لن تكون هناك حقوق تصويت مزدوجة أو قيود على ممارسة حقوق التصويت، ولا أي حق في زيادة أرباح الأسهم المرتبطة بهذه الأوراق المالية[6].

[6]- https://invest.bnpparibas/document/document-denregistrement-universel-et-rapport-financier-annuel-2021, pdf, P:19.

ويمكن توضيح تشكيلة المساهمين في الشكل التالي:

الشكل(4-1): تشكيلة مساهمي البنك بتاريخ 30 جوان 2022.



Source:https://invest.bnpparibas/document/septembre-2022-la-lettre-des-actionnaires,pdf, P: 04.

1-2- سوق الأسهم

منذ الجمعية العامة المنعقدة في 23 ماي 2000 التي قرر المساهمون فيها اندماج كل من BNP وPARIBAS، تغير اسم السهم من BNP إلى BNP PARIBAS، ولكن رمزه في السوق لم يتغير وبقي (13119) حتى تاريخ 30 جوان 2003 أين أصبح (ISIN(FR0000131104.

وقد سجلت أسهم BNP رسميا في بورصة باريس في 18 أكتوبر 1993، أول تاريخ تسجيل في البورصة بعد الخصخصة.

وابتداء من 25 سبتمبر 2000 تم تداول السهم BNP PARIBAS في لندن في SEAQ International وفي بورصة فرنكفورت، وميلانو في MTA International منذ 24 جويلية 2006، بالإضافة إلى برنامج American Diposition Receipt (ADR)، وهو فعال في الولايات المتحدة الأمريكية من بعد الخصخصة (سهم واحد لـBNP PARIPAS يمثل بـ 2 ADR).

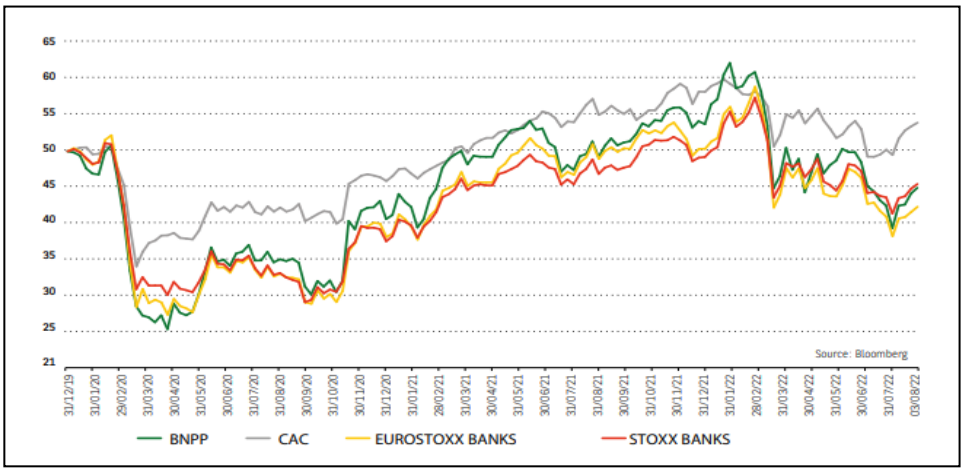
من أجل رفع سيولتها وجعلها الأكثر شفافية لصالح المستثمرين الأمريكيين الـ ADR تفاوض على OTCQX International في 14 جويلية 2010.

للعلم فإن سهم BNP دخل ضمن المؤشر CAC 40 منذ 17 نوفمبر 1993، وضمن مؤشر EURO STOXX في أول نوفمبر 1999، وضمن مؤشر STTOXX Dow Jons منذ 18 سبتمبر

2000. وقد أدرجت أيضا ضمن DG EURO STOXX Banks وDJ STOXX Banks ، ويكون بذلك قد ظهر السهم BNP PARIBAS في أهم المؤشرات كمرجع للتطور الدائم. [7]

الشكل(4-2): تطور سعر سهم BNP PARIBAS بالأورو

مقارنة مع الأسهم الأخرى في البورصة للفترة من 2019/12/12 إلى غاية 2022/08/03.



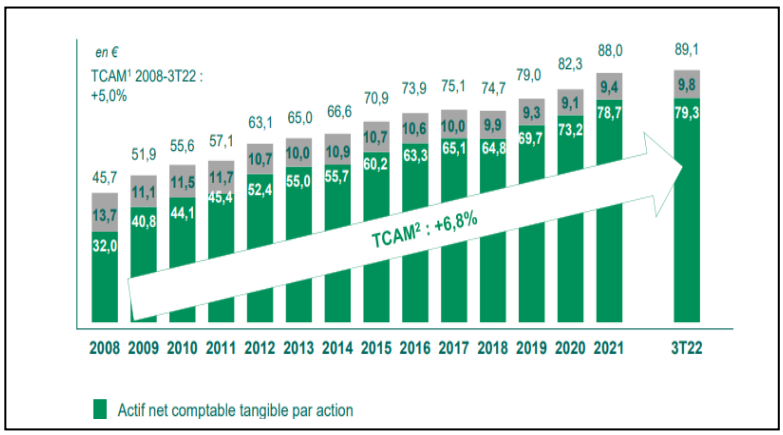
Source: https://invest.bnpparibas/document/septembre-2022-la-lettre-des-actionnaires,pdf, P:05.

من 31 ديسمبر 2019 إلى 3 أغسطس 2022 ، أي مباشرة بعد الإعلان عن نتائج النصف الأول من عام 2022 ، انخفض سعر سهم BNP Paribas من 52.83 يورو إلى 47.26 يورو ، بانخفاض قدره 10.5٪ ، وهو تطور أكثر ملائمة من البنوك في منطقة اليورو(- EURO STOXX Banks: 16٪) ولكن أقل من البنوك الأوروبية (STOXX Banks: - 9.4٪) و(CAC 40 :+ 8.3)

خلال هذه الفترة، تأثرت الأسهم المصرفية الأوروبية بالعواقب الاقتصادية للأزمة الصحية Covid-19، وكذلك بالتوصية بتعليق مدفوعات الأرباح من قبل البنك المركزي الأوروبي (ECB). ثم تم دعمهم من خلال الأداء الجيد للبنوك، ورفع قيود البنك المركزي الأوروبي وآفاق الانتعاش الاقتصادي المدعوم بالتقدم في التطعيم. توقفت هذه الديناميكية منذ نهاية فيفري 2022 بسبب اندلاع الأزمة الأوكرانية، مما أثر بشدة على أسعار أسهم البنوك في منطقة اليورو.

[7] -https://invest.bnpparibas/document/document-de-reference-et-rapport-financier-annuel-2014, pdf, P: 17.

الشكل(4-3):الارتفاع المنتظم للسعر الدفتري لسهم BNP PARIBAS للفترة (2008-2022).



Source: https://invest.bnpparibas/document/4t22-presentation, P:17.

من الشكل السابق نلاحظ ارتفاع مستمر للسعر الدفتري للسهم منذ سنة 2008 إلى غاية 2017، ثم انخفض قليلا سنة 2018 بسبب إرهاصات أزمة كوفيد19، ثم ارتفع مجددا وواصل ارتفاعه إلى غاية 2022.

2- إدارة الأصول

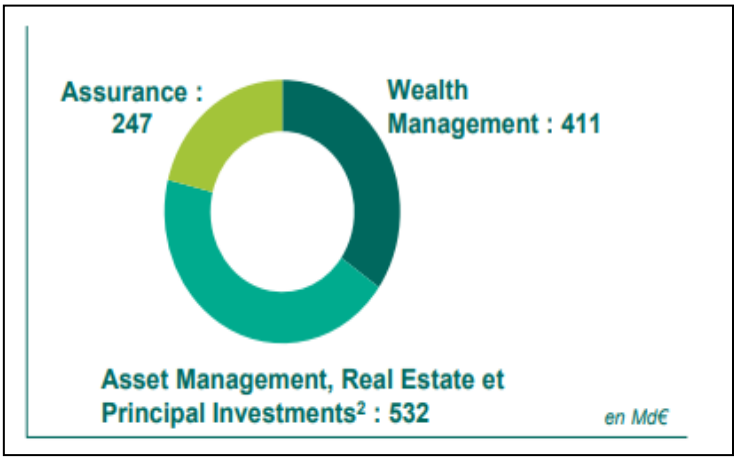
بالنسبة للأصول المسيرة في البنك تشمل ثلاث مجموعات وهي:

- ✓ **إدارة الثروات(Wealth Management)**: تدفقات صافية قوية مدعومة بالنشاط المصرفي التجاري في أوروبا وخاصة في فرنسا، وأيضا من خلال النشاط في ألمانيا وآسيا.
- ✓ **إدارة الأصول (Asset Management)**: صافي التدفقات جيدة والمتعلقة بصافي التدفقات الداخلة على وسائل الإعلام متوسطة وطويلة الأجل، أما الارتفاع في صافي التدفقات الداخلة على صناديق سوق المال كان في الربع الرابع من عام 2022.
- ✓ **التأمين(Assurance)**: صافي التدفقات الداخلة قوية والمدعومة بالصناديق المرتبطة بالوحدات، واستمرار التدفقات الإجمالية الجيدة الداخلة، لاسيما في فرنسا.[8]

والشكل التالي يبين حجم هذه الأصول:

[8]- https://invest.bnpparibas/document/4t22-presentation, P: 44.

الشكل(4-4): الأصول المسيرة إلى غاية 2022/12/31.



Source :https://invest.bnpparibas/document/4t22-presentation, P: 44.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن النسبة الكبرى كانت من نصيب إدارة الأصول حيث بلغت 532 مليون أورو، تليها إدارة الثروات بـ 411 مليون أورو، أما التأمين فكان أقلهم حجما حيث بلغ 247 مليون أورو.

3- الحوكمة وإستراتيجية بنك BNP PARIBAS

3-1- الحوكمة في بنك BNP PARIBAS [9]

إن مجلس الإدارة والقادة التنفيذيين – المدير العام والمدراء العامين المخول لهم تنفيذ المهام- يشكلون الهيئات الرئيسة للحوكمة، فهم يقودون الإستراتيجية برؤية طويلة الأمد، بهدف تحقيق نمو مستدام، ويعملون في مصلحة البنك وأصحاب المصلحة، بما في ذلك المساهمين والمستثمرين. حيث يحدد مجلس الإدارة التوجيهات إستراتيجية البنك بناء على مقترحات الإدارة العامة، بالتعاون مع اللجنة التنفيذية لتنفيذ هذه التوجيهات، ومتابعة الأنشطة اليومية.

3-1-1- المساهمين والمستثمرين

يمارس المساهمون والمستثمرون ثلاث مسؤوليات رئيسة وهي:

- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة (باستثناء أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلون الموظفين؛
- التصويت على القرارات؛
- التفاعل، تبادل الآراء والمشاركة في النقاشات حيث:

[9]- https://invest.bnpparibas/document/rapport-integre-2022, P: 66.

- ✓ يقوم فريق علاقات المستثمرين بإعلامهم حول الإستراتيجية والتطورات الهامة ونتائج البنك.
- ✓ فريق علاقات المساهمين يستمع إلى 377,500 مساهم فردي في البنك.
- ✓ جمعية المساهمين تجمع حوالي 46,400 مساهم فردي يمتلكون على الأقل 200 سهم في BNP PARIBAS.
- ✓ لجنة التواصل مع المساهمين، حيث نظمت في عام 2022 اجتماعين تم خلالهما مناقشة مواضيع عديدة مثل هيكل رأس المال وتطوره، والنتائج الفصلية، والتوقعات الاقتصادية، وذلك في سياق معقد وغالبًا مليء بعدم اليقين.

إن مبدأ المساواة بين المساهمين هو في صميم مبادئ الحوكمة، فلا يوجد حق في التصويت المزدوج، ولا قيود على ممارسة حق التصويت، ولا حق في توزيع أرباح مضاعفة مرتبط بالأوراق المالية.

3-1-2- مجلس الإدارة

يقوم بمساعدة مجلس الإدارة أربع مختصين، تجمع خبرات 15 مديرا، تركز مهامها على ما يلي:

- تمثيل جميع المساهمين ونوعية العلاقة معهم؛
- تحديد الخيارات الإستراتيجية للبنك، بناء على اقتراح الإدارة العامة، بهدف خلق القيمة على المدى الطويل؛
- جودة المعلومات المقدمة للمساهمين والأسواق؛
- فحص الحسابات وإغلاقها وضمان صدقها؛
- الوقاية من المخاطر وإدارتها؛
- الامتثال لالتزامات الرقابة الداخلية؛
- تحديد سياسة المكافآت للموظفين في البنك؛
- تعيين رئيس مجلس الإدارة وكبير الموظفين التنفيذيين، بناء على اقتراح الرئيس التنفيذي، نائب رئيس المسؤولين التنفيذيين؛
- المراجعة الدورية لعملية اختيار وتعيين وتعاقب المسؤولين التنفيذيين والمديرين.

3-1-3- الإدارة العامة

تجتمع الإدارة العامة مرة واحدة على الأقل في الأسبوع، بمساعدة لجنتها التنفيذية، وهي مسؤولة عن ما يلي:

- اقتراح وتنفيذ الإستراتيجية، وضمان تطوير البنك وإدارة أنشطته اليومية؛

- إبلاغ مجلس الإدارة وتقديم تقرير له.

وتتألف الإدارة العامة من المدير العام كرئيس تنفيذي ومديرين عامين نائبين له، ومديرين عامين مساعدين، وتجمع اللجنة التنفيذية بين الإدارة العامة ورؤساء الأعمال والوظائف الرئيسية لبنك **BNP PARIBAS**.

3-2- إستراتيجية (GTS) لبنك BNP PARIBAS لسنة 2025

تدور خطة البنك الإستراتيجية لعام 2025 حول ثلاثة طموحات قوية يتم التعبير عنها من خلال ثلاثة أحرف: G للنمو،T للتكنولوجيا، و S للاستدامة.

والمعرفة كما يلي:

-**G(Growth)**: النمو، حيث يسعى البنك إلى نمو مربح، وسيستمر في الاستفادة من المساهمة الكاملة لنموذجه المميز والفعال، بناء على موقعه الرائد في أوروبا مع منصات أعمال قوية، وكذلك من خلال الحصول على حصة سوقية هامشية التكلفة، وخلق فرص جديدة مع توليد وفرات كبيرة في الحجم.

-**T(Technology)**: التكنولوجيا، وهي أداة في خدمة تحسين تجربة عملائه وموظفيه، والتعزيز الدائم للكفاءة التشغيلية. لقد استثمر البنك بالفعل بكثافة في هذا المجال خلال خطته الإستراتيجية السابقة، في جميع كياناته. والمسألة الآن هي مواصلة وتكثيف ديناميكية التصنيع هذه من خلال التكنولوجيا التي بدأها. حيث تظهر حلول تكنولوجية جديدة كل يوم، والتي يعتزم بنك BNP PARIBAS اغتنامها لصالح عملائه وموظفيه.

S(Sustainability): من أجل الاستدامة، ومع توسيع نطاق التمويل المستدام. شملت هذه قضية الأقطاب بأكملها، بحيث تكون المعايير البيئية والاجتماعية موجودة في جميع سلاسل صنع القرار لدي البنك وعروضه. فالبنك يدعم عملائه في انتقالهم إلى اقتصاد أكثر استدامة، بينما يعمل على مواءمة محفظته الائتمانية للقطاعات الرئيسية.

حيث عمل على تعزيز ريادته الأوروبية، وذلك لتسريع انتقال عملائه إلى اقتصاد مستدام من خلال نموذجه المتنوع والمتكامل، وموقعه الفريد كرائد أوروبي، وخبرة فرقه الملتزمة بخدمة العملاء على أساس يومي، ولكن أيضا في مشاريعهم الإنمائية طويلة الأجل، وتوجيه التدفقات المالية نحو الاستثمارات اللازمة للانتقال إلى اقتصاد مستدام. لذلك فإن البنك مستعد لإطلاق خطة إستراتيجية طموحة لعام 2025.

فلتحقيق خطة البنك الإستراتيجية(GTS 2025) ، جهز البنك نفسه بوسائل طموحة، من خلال تفعيل ثلاث روافع متكاملة وهي: التكنولوجيا والتصنيع، التمويل المستدام والمسؤولية الاجتماعية للشركات؛ وإمكانات والتزام الموظفين.

حيث وضع بنك BNP PARIBAS التكنولوجيا والتصنيع في قلب نموذجه في عملية التحسين المستمر. وفي هذا السياق، يسعى البنك إلى نشر برنامج تحول لجميع أعماله، بفضل تعبئة جميع كياناته حيث يهدف إلى:

- تقديم تجربة جديدة لعملائه؛
- تسريع الرقمنة؛
- تحسين الأداء التشغيلي.

ويهدف البنك بحلول عام 2025 إلى:

- وضع أكثر من 1000 حالة استخدام للذكاء الاصطناعي ذات القيمة المضافة العالية في الإنتاج (مقارنة ب 427 في نهاية عام 2021)، وترحيل ما لا يقل عن 50٪ من نظام المعلومات الخاص بها إلى السحب المخصصة بحلول عام 2027؛
- مواءمة محافظه مع التزامه، ومواءمة أهداف أعماله، ودمج انتقال عملائه؛
- المشاركة جنبا إلى جنب مع عملائه في الانتقال إلى اقتصاد مستدام، من خلال تعبئة أعماله ونموذجه المتكامل، لاسيما من خلال مجموعة التحول منخفض الكربون وNEST، و خبرائه الداخليين؛
- تعزيز أدوات الإدارة والعمليات والحوكمة لديه، لدعم تطور الاحتياجات. وفي الوقت نفسه، يعمل البنك على تسريع تدريب موظفيه على تحديات التمويل المستدام، لاسيما من خلال أكاديمية الاستدامة لديه.

سيستمر نموذج البنك المتنوع والمتكامل وقدرته على دعم العملاء والاقتصاد عالميا من خلال حشد فرقه، موارده وخبراته في دعم النمو القوي للنشاط، وللنتائج في عام 2022.

حقق نموذج BNP PARIBAS القوي، المعزز بنهجه طويل الأجل، نموا صافيا في الدخل بنسبة 7.5٪ مقارنة بعام 2021 (+ 19.0٪ باستثناء العناصر الاستثنائية السلبية في عام 2022). هذا النمو القوي منضبط ومصحوب بتأثير مقاصة إيجابي يبلغ 0.7 نقطة(+1.5 نقطة باستثناء المساهمة في

صندوق القرار الوحيد) بفضل الوفرات المتكررة في التكاليف التي تبلغ حوالي 500 مليون يورو في عام 2022، وتأثير تكييف نموذج التشغيل. وأخيرا، يستفيد البنك من إدارة المخاطر طويلة الأجل والحكيمة والإستباقية، كما هو واضح، على سبيل المثال، من خلال تكلفة المخاطر بالنسبة إلى إجمالي الدخل التشغيلي الذي يعد من بين أدنى المعدلات في أوروبا.[10]

المطلب الثاني: نشاطات بنك BNP PARIBAS

أولا- أقطاب البنك[11]

يرتكز بنك BNP PARIBAS على ثلاثة أقطاب تشغيلية وهي: الخدمات المصرفية للشركات والمؤسسات (CIB)، الخدمات المصرفية التجارية والشخصية (CPBS)، وخدمات الاستثمار والحماية(IPS). وهذا من أجل تعزيز التعاون بين خطوط الأعمال وتلبية التوقعات المتغيرة لأصحاب المصلحة لدى البنك، حيث تنفذ هذه الأقطاب نهجا عالميا ومشترك الإثراء بخبراته بشكل متبادل وتزويد عملائه بدعم لجميع مشاريعهم.

1- Corporate et Institutional Banking(CIB): يخدم قطب الخدمات المصرفية للشركات والمؤسسات نوعين من العملاء هما: الشركات والمؤسسات (البنوك، شركات التأمين، مديري الأصول...) من خلال تقديم حلول مصممة خصيصا في أسواق رأس المال، التمويل، خدمات الأوراق المالية، إدارة المخاطر، إدارة الخزينة، والاستشارات المالية.

تتمثل إستراتيجيتها في وضع نفسها كجسر بين العملاء من الشركات والمؤسسات في مطابقة الاحتياجات التمويلية للشركات مع الفرص الاستثمارية التي يبحث عنها العملاء من المؤسسات.

يتواجد البنك التجاري الدولي(CIB) في ثلاث مناطق جغرافية رئيسة – أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا (EMEA) والأمريكتين وآسيا والمحيط الهادئ (APAC) – وتعمل نشاطات البنك التجاري الدولي قدر الإمكان على تلبية احتياجات عملائه ودعمهم في انتقالهم إلى اقتصاد أكثر استدامة.

2- Comercial Personnel Banking et Services(CPBS): (الخدمات المصرفية التجارية والشخصية)، يقدم هذا القطب مجموعة واسعة من الخدمات لمجموعة واسعة من العملاء. فهو يجمع بين جميع الفروع البنكية التجارية والعديد من الشركات المتخصصة (الائتمان الاستهلاكي، حلول التنقل، تمويل المعدات، وغيرها) من أجل تلبية الاحتياجات اليومية لعملائها الأفراد والشركات، ومساعدتهم على

[10]-https://group.bnpparibas/decouvrez-le-groupe/nous-connaitre/plan-strategique/2023/01/04 تاريخ الزيارة

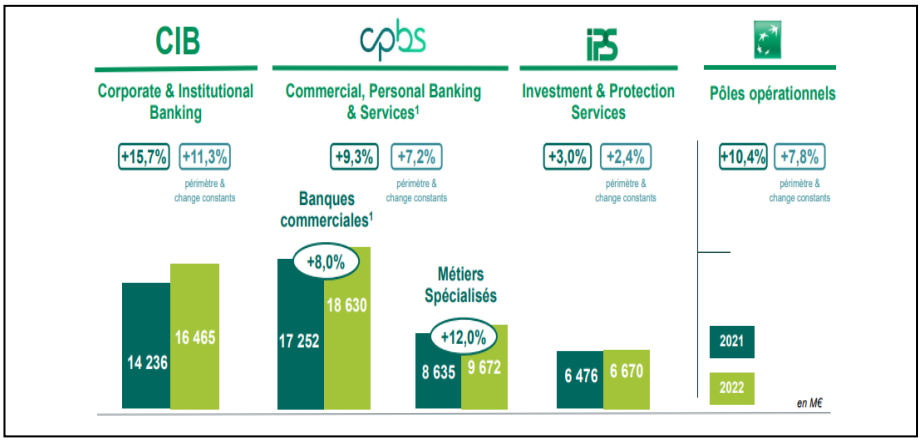
[11]- https://group.bnpparibas/decouvrez-le-groupe/nos-metiers-et-expertises , 03/10/2023:تاريخ الزيارة

جعل مشاريعهم حقيقة واقعة، لاسيما في سياق اقتصاد أكثر مسؤولية. ويكون ذلك من خلال أسواقها المحلية الأربعة في منطقة اليورو (فرنسا، بلجيكا، إيطاليا ولوكسمبورغ) وفي أوروبا والبحر الأبيض المتوسط (التي تغطي أوروبا الوسطى والشرقية، تركيا، وبعض البلدان في إفريقيا وآسيا)، حيث يمتلك BNP PARIBAS شبكة كبيرة من الخبراء، ويقدم لعملائه مجموعة واسعة من الخدمات والمنتجات، بما في ذلك على سبيل المثال ليس الحصر حلول التمويل أو الادخار.

3- Investissement et Protection Service(IPS): يجمع قطب خدمات الاستثمار والحماية (IPS) بين أنشطة البنك المخصصة للحماية، الادخار، الاستثمار والخدمات العقارية. ويصمم منتجات مبتكرة ومستدامة لدعم الأفراد، المهنيين، الشركات والمؤسسات في مشاريعهم وفي رغبتهم في إحداث تأثير إيجابي.

ومن خلال دمج المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة في جميع عملياتها التشغيلية، تساهم 3 أقسام تشغيلية في BNP PARIBAS في جعل البنك رائد عالميا في مجال التمويل المستدام.

الشكل (4-5): نمو عوائد البنك لسنة 2022 لجميع الأقطاب.



Source: https://invest.bnpparibas/document/4t22-presentation, P:57.

- **IPS** حيث شهد هذا القطاع زيادة في بيئة السوق غير المواتية، مدعومة بشكل خاص بالنمو الحاد للخدمات المصرفية الخاصة.

- **CIB** حيث يعتبر هذا القطب البنك التجاري الدولي، فقد شهد نموا قويا مدفوعا بالأداء الجيد للشركات الثلاث، الأسواق العالمية (+23.8٪)، الخدمات المصرفية العالمية (+15.0٪) وخدمات الأوراق المالية (+12.8٪).

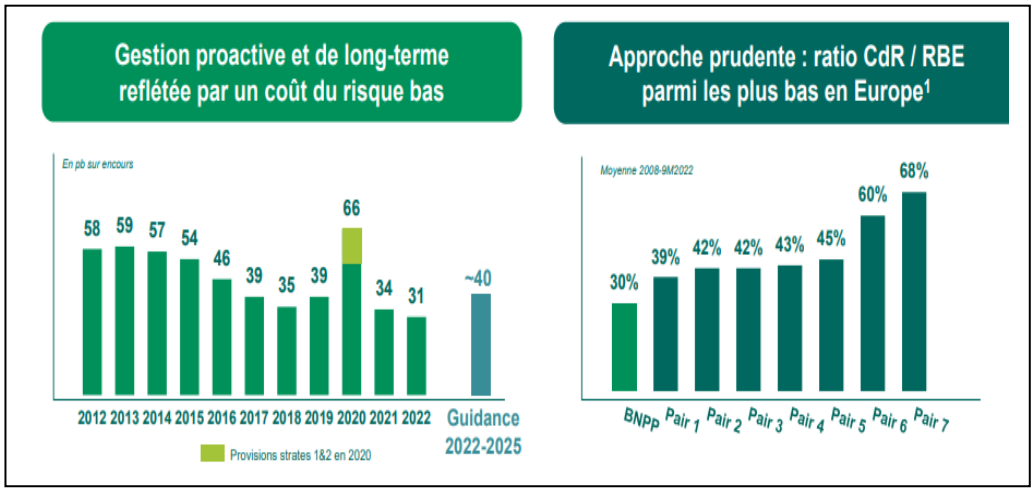
- **CPBS** حيث شهدت نموا قويا في البنوك التجارية مدفوعا بنمو قوي في إيرادات الفوائد وهذه الزيادة كانت قوية في الإيرادات من الصفقات المتخصصة.

ثانيا- المخاطر المالية للبنك

تقدر تكلفة مخاطر البنك (2 965) مليون يورو، حيث ارتفعت بقيمة (40) مليون يورو بالنسبة لسنة 2021. اين شهدت تكلفة المخاطر عند مستوى منخفض خلال 2021 و 2022، والوقوف على الديون المعدومة عند مستوى منخفض كذلك.

كما تم توفير (463) مليون يورو كمخصصات على المستحقات الصحية المرتبطة بشكل خاص بالآثار غير المباشرة لغزو أوكرانيا، وارتفاع التضخم وأسعار الفائدة، يقابلها جزئيا نقض الأحكام المتعلقة بالأزمة الصحية. للتذكير فإن تأثير "قانون مساعدة المقترضين" في الربع الثالث من عام 2022 في بولندا ارتفع بقيمة (204) مليون يورو.

الشكل (4-6): تطور تكلفة مخاطر البنك للفترة(2012-2022).



source: https://invest.bnpparibas/document/4t22-presentation, P: 13.

المبحث الثاني: تطور المخاطر والأدوات المالية للبنك

يتعرض بنك **BNP PARIBAS** كباقي البنوك وحسب طبيعة نشاطاته إلى أصناف عديدة من المخاطر نستطيع تقسيمها إلى قسمين هما:

- مخاطر غير منتظمة والمتمثلة في مخاطر التشغيل، مخاطر القروض ومخاطر التأمين وغيرها من المخاطر التي نستطيع تفاديها بالتنويع.
- مخاطر منتظمة وتتمثل في مخاطر السوق والتي تتضمن مخاطر معدل الفائدة، مخاطر سعر الصرف وأسعار الأدوات المالية ومشتقاتها المتداولة في البورصة.

المطلب الأول: المخاطر التي يتعرض لها بنك BNP PARIBAS

أولا- المخاطر غير المنتظمة

تشمل المخاطر غير النظامية عدة أنواع حسب طبيعتها.

1- مخاطر التشغيل[12]: تشمل مخاطر التشغيل مخاطر الخسائر الناتجة عن عدم ملائمة أو عجز النظام الداخلي(عمال، أنظمة الإعلام الآلي...). وعليه فإن مخاطر التشغيل تضم المخاطر التالية:

- **الخطر المحاسبي:** ناتج عن مجموع العوامل التي تعرقل تحقيق أهداف دقة وصدق المعلومات المحاسبية.
- **الخطر الإداري:** ناتج عن مجموع العوامل التي تعرقل العمل الجيد للبنك .
- **خطر الإعلام الآلي:** ناتجة عن العوامل القادرة على إفساد نظام الإعلام الآلي، وقد عمل البنك دائما على تحسين التحكم في هذا الخطر وذلك بوضع قواعد وإجراءات رقابة ومتابعة صارمة.
- **الخطر القانوني والضريبي:** ينتجان عن مجموع العوامل المعيقة لأهداف الأمن القانوني والضريبي. فبنك BNP PARIBAS يخضع للقوانين الضريبية والقوانين المطبقة على المؤسسات التابعة له كل حسب طبيعة نشاطه، وذلك في مختلف الدول التي يتواجد فيها، كما يجب احترام الاندماج في الأسواق وأن تكون الأولوية لمصلحة عملائه، وقد عمل البنك على تطوير نصوص الرقابة الداخلية من شأنها اكتشاف، قياس والتحكم في المخاطر ذات الطبيعة القانونية.
- **خطر الموارد البشرية:** ناتج عن عدم ملائمة النوعية أو الكمية للموارد البشرية للبنك أو الاستغلال غير الجيد لها.

[12]- Document de référence et rapport financier annuel 2014, P: 352.

2- مخاطر القروض: وهي مخاطر الخسائر الناتجة عن عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته، وتظهر في نشاط الإقراض، وفي تعاملاته في السوق المالي مع أطراف قد يصيبها العجز.[13]

3- مخاطر التأمين: ينتج خطر التأمين عن اختلاف بين الحوادث المتوقعة والحوادث الحقيقية، وتتغير شدة هذا الخطر حسب تطور العوامل الاقتصادية الكلية، تطور سلوك المؤمنين، والكوارث الطبيعية كالأعاصير والزلازل وغيرها.[14]

ثانيا- المخاطر المنتظمة

نستطيع أن نمثل مجمل هذه المخاطر بمخاطر السوق، وتضم كل من: خطر معدل الفائدة، خطر سعر الصرف، وخطر أسعار الأدوات المالية، والمواد الأولية المتداولة في السوق.

ثالثا- قياس مخاطر السوق

في بنك BNP PARIPAS يتم تقدير الخسائر المحتملة باستعمال طريقة القيمة عند الخطر **(VaR)**، وتأخذ هذه الطريقة في عين الاعتبار عدة متغيرات من شأنها التأثير في قيمة المحفظة خاصة معدلات الفائدة ، أسعار الصرف، هوامش القروض، أسعار مختلف الأوراق المالية، أسعار المواد الولية، وشدة تقلبات هذه الأسعار وكذلك الارتباط بينهما.

وقد تم إعداد هذه الطريقة بالاعتماد على نموذج داخلي يتماشى والطريقة الموصى بها من طرف المراقبين البنكيين الدوليين، لتقدير قيمة الخطر، وذلك في ظل المعطيات التالية:

- تغير المحفظة لفترة حيازة 10 أيام تداول؛
- هامش ثقة 99%؛
- معطيات تاريخية خلال سنة التداول.

رابعا- حجم المخاطر لسنة 2022

وترد أدناه فئات المخاطر الرئيسية الخاصة بنشاط مجموعة BNP PARIPAS. على وجه الخصوص، يمكن فهمها من خلال الأصول المرجحة أو غيرها من المؤشرات، الكمية أو النوعية، عندما تكون الأصول المرجحة غير مناسبة (كما هو الحال بالنسبة للسيولة ومخاطر التمويل).

[13]- Ibid, P: 280.

[14]- Ibid, P: 359.

الجدول(4-1): فئات مخاطر البنك لسنة 2022 مقارنة بسنة2021.

En milliards d'Euros	Actifs Pondérés	
	31 Décembre 2022	31 Décembre 2021
Risque de crédit	580	554
Risque de contrepartie	42	40
Risque lié aux positions de titrisation du portefeuille bancaire	16	14
Risque opérationnel	62	63
Risque de marché	26	25
Montants inférieurs aux seuils de déduction (pondérés à 250 %)	20	18
TOTAL	745	714

Source: https://invest.bnpparibas/document/facteurs-de-risque-au-7-fevrier-2023, P:01.

1- مخاطر الائتمان والطرف المقابل

يتم تعريف مخاطر الائتمان لمجموعة BNP Paribas على أنها احتمال عدم أداء المقترض أو الطرف المقابل لالتزاماته تجاه البنك وفقا للشروط المتفق عليها. يعد تقييم احتمال التخلف عن السداد ومعدل استرداد القرض أو الدين في حالة التخلف عن السداد عنصرا أساسيا في تقييم جودة الائتمان. تماشيا مع توصيات الهيئة المصرفية الأوروبية ، تشمل هذه المخاطر أيضا المخاطر على المشاركات في الأسهم ، بما في ذلك تلك المتعلقة بأنشطة التأمين. اعتبارا من 31 ديسمبر 2021، تعرض بنك BNP Paribas لمخاطر ائتمانية بنسبة 41٪ على الشركات، و27٪ على الحكومات المركزية والبنوك المركزية، و25٪ على عملاء التجزئة، و4٪ على مؤسسات الائتمان، و2٪ على الأصول الخطرة الأخرى، و1٪ على الأسهم.

ففي 31 ديسمبر 2021 ، تألفت محفظة قروض البنك على وجه الخصوص من مطالبات على المقترضين الموجودين في فرنسا تصل إلى 32٪، في بلجيكا ولوكسمبورغ لتصل قيمتها إلى 16٪، في إيطاليا لتصل قيمتها إلى 9٪، في دول أوروبية أخرى لتصل قيمتها إلى 19٪، في أمريكا الشمالية 13٪، وآسيا 6٪ ، وبقية العالم 5٪.

بلغت الأصول المرجحة ذات المخاطر المحددة (580) مليار يورو في 31 ديسمبر 2022، وهو ما يمثل 78٪ من إجمالي الأصول المرجحة لمجموعة BNP PARIBAS ، مقارنة ب (554) مليار يورو، و77٪ من إجمالي الأصول المرجحة في 31 ديسمبر 2021.

2- مخاطر توريق محفظة البنوك

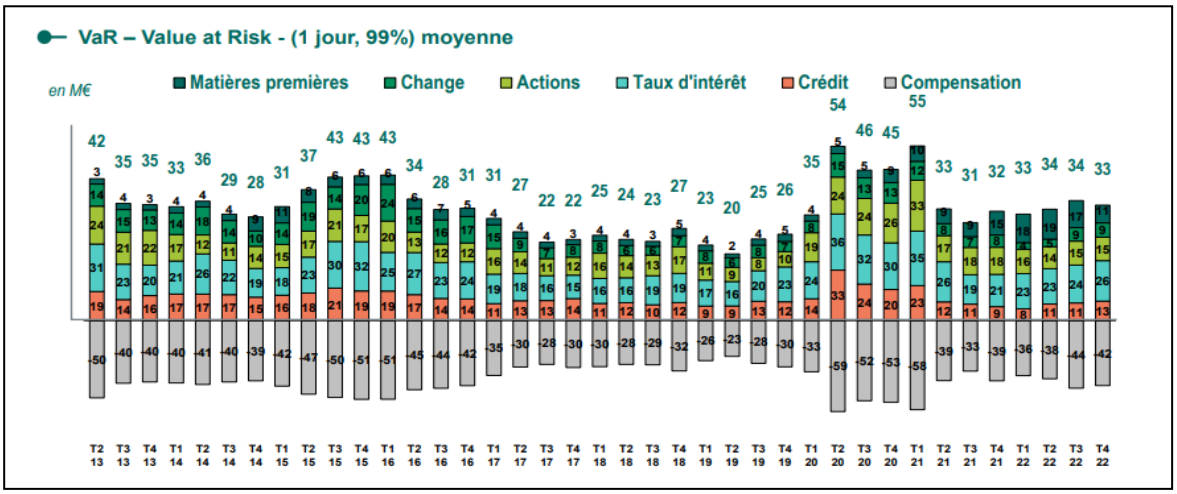
التوريق هو معاملة أو ترتيب يتم بموجبه تقسيم مخاطر الائتمان المرتبطة بالتعرض أو مجموعة من التعرضات إلى شرائح. يعتبر أي التزام يقوم به بنك BNP PARIBAS بموجب هيكل التوريق (بما في ذلك المشتقات وخطوط السيولة) تعرضا للتوريق. معظم التزامات بنك BNP PARIBAS موجودة في المحفظة المصرفية التحوطية. فالتعرضات المضمونة هي في الأساس تلك التي بدأها بنك BNP PARIBAS. حيث يتم أيضا تقسيم مراكز التوريق التي يحتفظ بها أو يستحوذ عليها بنك BNP PARIBAS وفقا لدوره. فاعتبارا من 31 ديسمبر 2021، كان BNP PARIBAS هو البادئ في 50٪ من هذه المعارض ، وراعيا لـ 31٪ ، ومستثمرين بنسبة 19٪.

حيث بلغت الأصول المرجحة ذات المخاطر المحددة (16) مليار يورو في 31 ديسمبر 2022 لبنك BNP PARIBAS ، وهو ما يمثل 2٪ من إجمالي الأصول المرجحة للبنك، مقارنة ب 14 مليار يورو، و2٪ من إجمالي الأصول المرجحة في 31 ديسمبر 2021.[15]

3- مخاطر السوق

في الشكل التالي سنبين المقارنة بين مختلف مخاطر السوق من 2013 إلى غاية 2022.

الشكل (4-7): مخاطر السوق من الثلاثي الثاني لسنة 2013 إلى غاية الثلاثي الرابع لسنة 2022.



source :https://invest.bnpparibas/recherche/rapports/documents/resultats-au-31-decembre-2022, P: 63.

[15]- https://invest.bnpparibas/document/facteurs-de-risque-au-7-fevrier-2023, P: 02.

نلاحظ في الشكل السابق، أن مخاطر سعر الفائدة الممثلة باللون الأزرق تفوق مخاطر سعر الصرف ومخاطر الأسهم، حيث بدأ في التصاعد من بداية الثلاثي الثاني لسنة 2019 إلى غاية الثلاثي الأول لسنة 2021، كما هو مبين في الشكل، وكذلك بالنسبة للمخاطر الكلية حيث لوحظ ارتفاعا متتاليا ابتداء من 2019 وهذا راجع لجائحة كوروانا (كوفيد 19).

المطلب الثاني: تطور الأدوات المالية والمخاطر المالية لدى بنك BNP PARIBAS

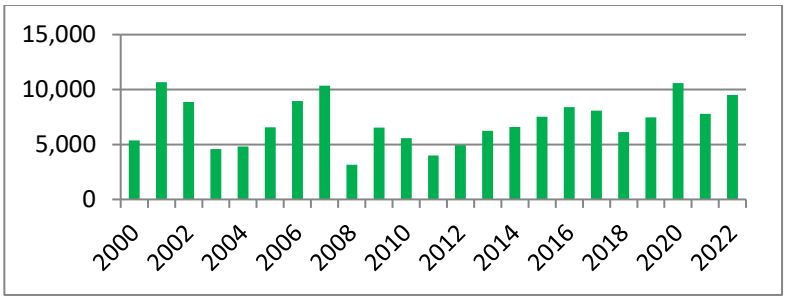
بما أن البنك يستخدم الأدوات المالية في عملياته ونشاطاته، فإنها تتطور عبر الزمن حسب الظروف الاقتصادية وإستراتيجية البنك المعمول بها.

أولا- تطور الأدوات المالية لدى بنكBNP PARIBAS

1- تطور أرباح وخسائر الأدوات المالية

بالنسبة للأدوات المالية التي يستخدمها البنك كاستثمارات غير مباشرة، فإن الإرباح على هذه الأخيرة كانت أدنى قيمة لها في 2008، وهذا راجع لتأثير الأزمة المالية العامية(2007-2008) على نشاط البنك، أما أعلى قيمة لها كانت في السنتين(2001 و2020)، حيث بعد مرور سنة كاملة من عملية الاندماج وفي 2001 كان سبب ارتفاع الإرباح هو تميز وقوة البنكين المندمجين، أما سنة 2020 فقد شهدت تعافي البنك من تأثير أزمة **كوفيد 19** على نشاطه المالي، لكن الأرباح تناقصت خلال سنة 2021 بسبب ارتفاع التضخم أسعار الفائدة، والحرب على أوكرانيا بشكل غير مباشر، ويظهر ذلك من خلال الشكل رقم (4-8).

الشكل (4-8): تطور أرباح الأدوات المالية خلال الفترة(2000-2022).



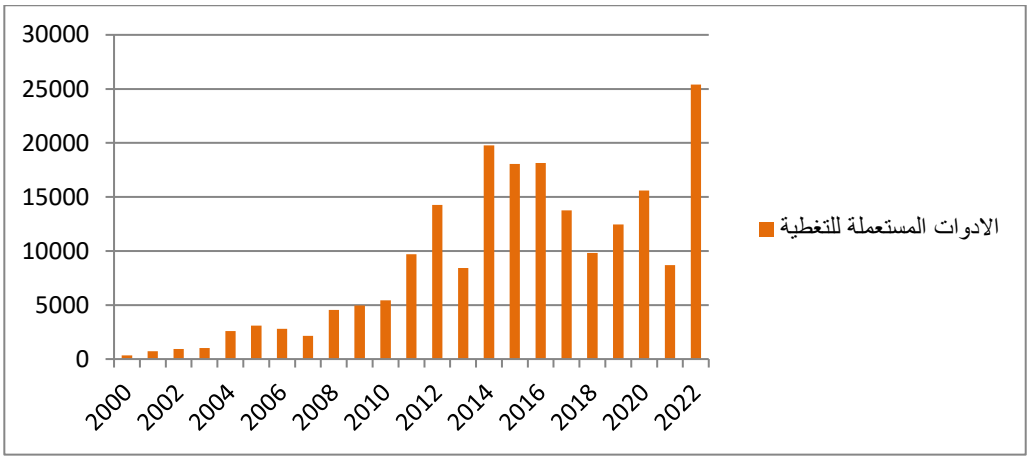
المصدر: من إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج Excel بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

2- تطور الأدوات المالية المستعملة في التغطية

من خلال الشكل (4-9) نلاحظ أن الأدوات المالية المستعملة في التغطية في تزايد مستمر منذ عملية الاندماج التي تم من خلالها إنشاء البنك في 2000 إلى غاية 2005، لتعود للتناقص إلى غاية

2007، والتي قدرت بـ (2154) مليون أورو، لكن بسبب الأزمة المالية التي كانت إرهاصاتها في سنة 2007 عمل البنك على رفع حجم الأدوات المالية للتغطية ليضمن الحد الأدنى للمخاطر المالية، لتصل إلى أعلى قيمة لها قبل جائحة كورونا وبعد الأزمة المالية العالمية في سنة 2014 حيث قدرت بقيمة (19777) مليون أورو، ثم بدأت في التراجع الى غاية 2018 بسبب الاستقرار الذي يعيشه البنك، لكن سرعان ما عاد للإرتفاع إلى غاية 2020، وهنا بدا واضحا تأثير جائحة كوفيد على ذلك. ثم تنخفض خلال مدة قصيرة -2021- لتعود للارتفاع وتصل لأعلى قيمة لها في سنة 2022، والتي تقدر بقيمة (25401) مليون أورو، وهذا بسبب التطور الرهيب للبنك وإستحواذه على عدة بنوك في ايطاليا، تركيا، لكسمبورغ وغيرها، وبالتالي توسع نشاطه في أغلب دول العالم.

الشكل (4-9): تطور الأدوات المالية المستعملة في التغطية لدى البنك.



المصدر: من إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج Excel بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

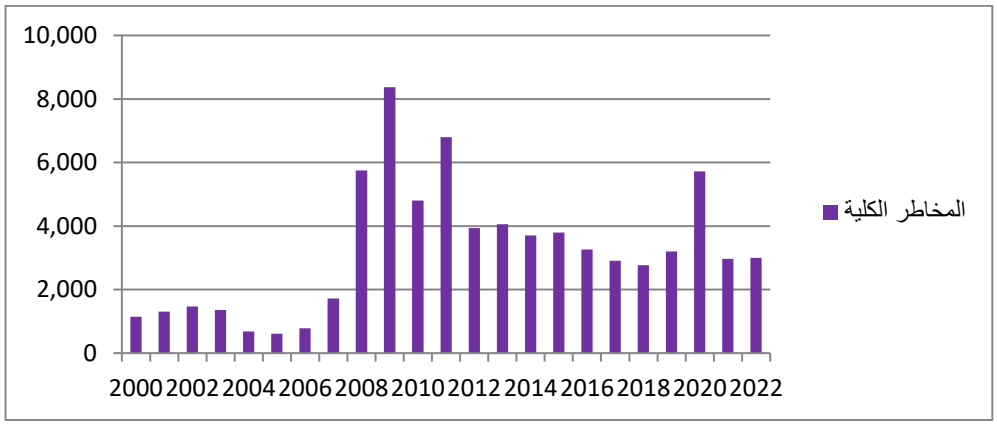
ثانيا- تطور تكلفة المخاطر المالية لدى بنكBNP PARIBAS

1- تطور تكلفة المخاطر الكلية

من خلال المعطيات المجمعة خلال فترة الدراسة، والتي يمثلها الملحق رقم(01)، نلاحظ في الشكل(4-10) أن المخاطر الكلية بدأت في تزايد خلال الأربع سنوات الأولى من الاندماج، لكن بدأت في التراجع سنتي 2004 و2005، والتي كانت فيها المخاطر الكلية في أدنى قيمة لها، حيث قدرت بـ (610) مليون أورو، لتعود إلى الارتفاع إلى غاية 2009، لتصل إلى أقصى قيمة، والمقدرة بحوالي (8386) مليون أورو، وهذا بسبب تأثير الأزمة المالية العالمية 2008، لكنها تعود للتراجع مرة أخرى إلى غاية 2018، ثم تعاود الارتفاع حتى تصل للذروة في سنة 2020، وهذا راجع لتأثير أزمة كوفيد 19 على

نشاط البنك، بالإضافة إلى حرب أوكرانيا، لأنهما أكبر الأحداث العالمية التي تأثر بها العالم بأكمله في هذه الفترة.

الشكل(4-10): تطور تكلفة المخاطر الكلية للبنك.

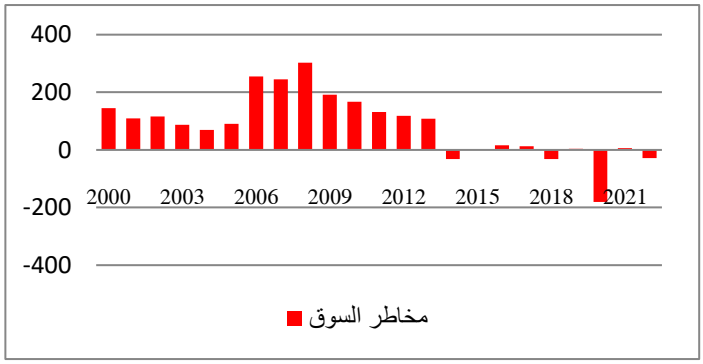


المصدر: من من إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج Excel بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

2- تطور تكلفة مخاطر السوق لدى البنك

من خلال الشكل رقم (4-10)، نلاحظ أن تكلفة مخاطر السوق بدأت في تراجع منذ سنة الاندماج 2000 إلى غاية 2004، حيث أخذت أدنى قيمة لها والمقدرة بـ (69) مليون أورو، لكن في 2005 بدأت في الارتفاع لتصل إلى أعلى قيمة لها في 2008، وسبب ذلك هو الأزمة المالية العالمية، لتعود للانخفاض إلى غاية 2020، والتي كانت مخاطر السوق تأخذ أدنى قيمة لها لتقدر بـ(-181) مليون أورو، لكن تعود الارتفاع لكن تبقى ضمن المستويات الدنيا للمخاطر لتصل إلى قيمة(-28) مليون أورو خلال سنة 2022، وكان سبب ذلك هو جائحة **كوفيد 19**، حيث تجمدت النشاطات الاقتصادية والمالية لأدنى حدودها حول العالم.

الشكل (4-11): تطور تكلفة المخاطر السوق لدى البنك.



المصدر: من إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج Excel بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق لدى البنك

إن استخدام الأدوات المالية مهم جدا لتخفيض مخاطر السوق، وهذا ما جعل مديري المحافظ المالية يتخذونه منهجا للتخفيف من أضرار المخاطر المالية التي تتعرض لها منشآتهم، والتي تؤثر على موقعها أو تواجدها في السوق. لذلك سيتم في هذا المبحث القيام بدارسة قياسية لإثبات ذلك من عدمه.

المطلب الأول: أساسيات الدراسة

أولا- بيانات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة

1- مجتمع الدراسة: ويتمثل في بنك BNP PARIPAS، وتم اختياره كعينة للدراسة لتوفره على المتغيرات محل الدراسة.

2- مصادر جمع المعلومات: لقد تم الاعتماد على جمع البيانات الخاصة بالدراسة القياسية على القوائم المالية وتقارير مجلس إدارة البنك لسنوات الدراسة.

3- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل المعطيات:

كانت الأساليب المستخدمة كالتالي:

- **الأساليب الإحصائية الوصفية:** تم استخدام هذه الأساليب للحصول على قراءات عامة لمجتمع الدراسة.

- **افتراض أن العلاقة خطية بين المتغيرين:** حيث يعتبر نموذج الانحدار الخطي أسلوب إحصائي تم استخدامه في هذه الدراسة لتحديد العلاقة بين المتغير التابع وهو تكلفة مخاطر السوق، ونرمز له بالرمز (Y)، والمغير المستقل الذي يمثله حجم الأدوات المالية المستعملة من طرف البنك ونرمز له بالرمز (X)، حيث يمكن صياغة الفرضية رياضيا كما يلي:

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$$

حيث: ε_i الخطأ العشوائي- α ثابت الانحدار- β معامل الانحدار.

ثانيا- بناء الفرضيات والمعطيات:

1- بناء الفرضيات:

الفرضية الأولى: هناك علاقة عكسية وترابط قوي بين حجم الأدوات المالية المستعملة للتغطية وتكلفة مخاطر السوق في المدى القصير.

الفرضية الثانية: هناك علاقة عكسية وترابط قوي بين حجم الأدوات المالية المستعملة للتغطية وتكلفة مخاطر السوق في المدى الطويل.

2-المعطيات:

تم جمع المعطيات لعدة سنوات ابتداء من 2000 سنة إنشاء البنك إلى غاية سنة 2022. حيث جمعت البيانات عن المتغيرين الأدوات المالية وتكلفة مخاطر السوق من أجل قياسهما ومعرفة طبيعة العلاقة بينهما، وذلك باستخدام برنامج Eviews10 لتقدير وتحليل النتائج. فتكونت السلسلة من 23 مشاهدة(أنظر الملحق رقم(01)).

المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لمتغيرات النموذج

لكي يتم الحصول على دراسة وصفية تعطي صورة صحيحة عن مسار متغيرات النموذج، تم القيام بمعالجتها وإخضاعها لمجموعة من الاختبارات التي ستبين خصائصها الإحصائية، وخاصة إذا كانت البيانات عبارة على سلاسل زمنية.

أولا- عرض وصفي للبيانات

1- تعريف بمتغيرات الدراسة

لمعرفة العلاقة بين متغيرات الدراسة تم الاعتماد على بيانات سلاسل زمنية سنوية للفترة (2000-2022)، واستخدام معادلة الانحدار.

وفيما يلي تعريف بهذه المتغيرات:

- **الأدوات المالية:** وهي تمثل حجم الأدوات المالية التي يستخدمها بنك في تغطية مخاطر السوق، وتشمل كل من الأسهم، السندات والمشتقات المالية، وتم أخذ قيمها من خلال التقارير المالية لسنوات الدراسة، حيث اعتبرت الأدوات المالية العنصر المؤثِر على تكلفة مخاطر السوق، فهو المتغير المستقل.

- **تكلفة مخاطر سعر السوق:** تعتبر مخاطر السوق هي المخاطر المهمة التي يعمل البنك على تقليصها، وهي مخاطر تمس السوق ككل، وتم أخذ قيم تكلفتها من التقارير المالية للبنك لسنوات الدراسة. حيث اعتبرت تكلفة مخاطر السوق العنصر الذي يتأثر بالأدوات المالية المستعملة للتغطية فهو المتغير التابع.

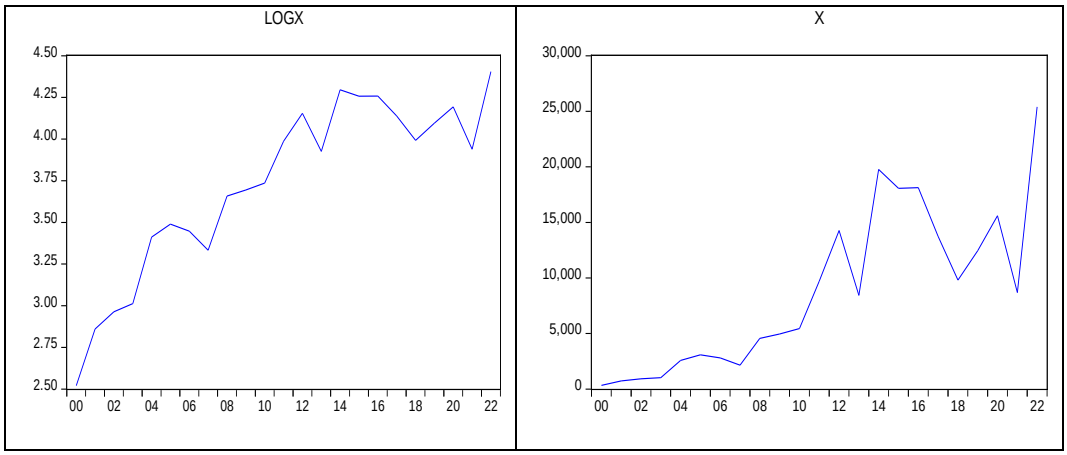
2 – تحليل وصفي للمتغيرات

في هذه الخطوة سنقوم بحساب الإحصائيات الوصفية للبيانات، والتي تظهر لنا مسار المتغيرات من خلال قيم البيانات خلال فترة الدراسة، وكذا درجة تجانس مستوياتها.

2-1- تحليل سلسة الأدوات المالية :

لقد أعطي لهذه السلسلة الرمز (X)، ومن خلال نتائج Eviews10، والمبينة في الملحق رقم(02)، نجد أنه من خلال 23 مشاهدة كان متوسط القيم مقدر بـ (8810.043)، حيث أخذت أدنى قيمة لها(331.000)، بينما أخذت أعلى قيمة لها(25401.00). أما تباعد المشاهدات على متوسطها كان بانحراف معياري قدره (7197.666)، وهذه قيمة كذلك تشير إلى عدم وجود تجانس لدى مستويات السلسلة. وللتخفيف من حدة ذلك أدخل اللوغاريتم على قيم السلسلة، والتي رمزت بـ (logx)، حيث نقص الانحراف المعياري وأخذ القيمة (0.5208)، ونرى في الشكل(4-12) الفرق واضح بين الحالتين.

الشكل(4-12): التمثيل البياني لسلسلة الأدوات المالية قبل وبعد اللوغاريتم.



المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

نلاحظ أن السلسلتين قبل وبعد إدخال اللوغاريتم، أخذت شكل التوزيع الطبيعي والذي يثبته اختبار **Jarque-Bera**، حيث احتماله أكبر من 5 % في كلا الحالتين (أنظر الملحق(02) و(03))، والذي أخذ القيميتن:

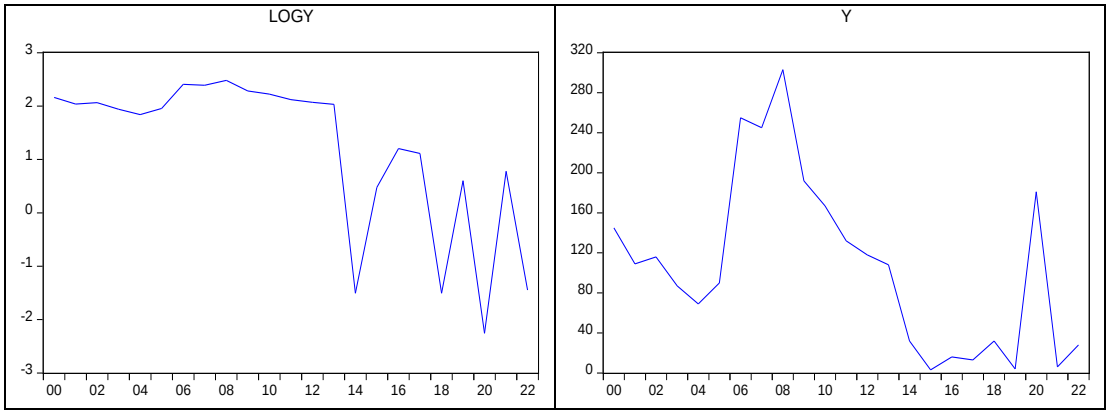
$P(Jarque-Bera(X)) = 0.5939$
$P(Jarque-Bera((LOGX)) = 0.3229$

2-2- تحليل سلسة تكلفة مخاطر السوق

لقد أعطي لهذه السلسلة الرمز (Y)، ومن خلال نتائج بر **Eviews10**، والمبينة في الملحق رقم(04)، وجد أن من خلال 23 مشاهدة كان متوسط القيم مقدر بـ (106.5625)، حيث أخذت السلسلة أدنى قيمة لها(3.0000)، بينما أخذت أعلى قيمة لها(303.0000). أما تباعد المشاهدات

على متوسطها كان بانحراف معياري قدره(86.9439) كما هو مبين في الملحق(5)، وهي قيمة تشير إلى عدم وجود تجانس لدى مستويات السلسلة. وللتخفيف من حدة ذلك أدخل اللوغاريتم على قيم هذه السلسلة والتي رمزت بـ (LOGY)، حينها نقص الانحراف المعياري وأخذ القيمة(1.4708)، ونرى الفرق بين الحالتين في الشكل(4-13).

الشكل(4-13): التمثيل البياني لسلسلة تكلفة مخاطر السوق قبل وبعد اللوغاريتم.



المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

يلاحظ أن قيم السلسلة(Y) قبل إدخال اللوغاريتم، أخذت شكل التوزيع الطبيعي والذي يثبته اختبار **Jarque-Bera**، حيث احتماله أكبر من 5 % ، بينما قيم السلسلة(LOGY)، فكان احتمال **Bera-Jarque** أصغر من 5 % وهذا يعني أن التوزيع غير طبيعي(أنظر الملحق(03) و(04)).

3- نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات

من خلال التحليل الوصفي للمتغيرات لوحظ أن هذه الأخيرة تميزت بعدم التجانس ، ولتفادي مشاكل عدم التجانس فسيستخدم البيانات في شكلها اللوغاريتمي لتكون أكثر تجانسا، وبالتالي تكون ذات صلاحية اكبر.

ثانيا- دراسة إستقرارية المتغيرات ودرجة تكاملها:

إذا كانت المتغيرات غير مستقرة فإنها تعطي تقديرات مزيفة ونتائج مضللة، لذلك سيتم اختبار استقراريتها من خلال اختبار **Dickey-Fuler**.

1- اختبار Dickey-Fuler لجذر الوحدة للمتغيرات

يتم القيام باختبار **Dickey-Fuler** لجذر الوحدة لمعرفة نوع السلسة الزمنية وتحديد إستقراريتها، والجدول التالي يبين نتائج الاختبار:

الجدول(4-2): نتائج اختبار Dickey-Fuler للسلسلتين (LOGX) و(LOGY).

السلسلة	نتائج الاختبار	المستوى			الفرق الأول			نوع السلسلة	القرار
		ثابت	اتجاه+ ثابت	بدون ثابت ولا اتجاه	ثابت	اتجاه+ ثابت	بدون ثابت ولا اتجاه		
(LOGX) المستقل	ADF-T-Stat	-2.1840	-2.8312	1.6390	-5.8919	-6.0980	-5.0528	DS	السلسلة مستقرة عند الفرق الأول
	القيم الحرجة عند 5%	-3.0123	-3.6328	-1.9572	-3.0123	-3.6449	-1.9580		
	P(ADF)	0.2172	0.2017	0.9711	0.0001	0.0004	0.0000		
	P(C)	0.0247	0.0054		0.0450	0.0380	/		
	P(Trend)	/	0.0626	/	/	0.1600	/		
	جذر الوحدة	يوجد جذر وحدة في جميع الحالات لأن $P(ADF) > 0.005$			لا يوجد جذر وحدة في جميع الحالات لأن $P(ADF) < 0.005$				
(LOGY) التابع	ADF-T-Stat	-0.9385	-4.8259	-1.2572	-9.6190	-4.9008	-9.6764	TS	السلسلة مستقرة عند المستوى مع ثابت واتجاه، وعند الفرق الأول مستقرة في جميع الحالات
	القيم الحرجة عند 5%	-3.0123	-3.6338	-1.9580	-3.0123	-3.6736	-1.9580		
	P(ADF)	0.7559	0.0045	0.1852	0.0000	0.0004	0.0000		
	P(C)	0.8721	0.0007	/					
	P(Trend)	/	0.0016	/					
	جذر الوحدة	لا يوجد جذر وحدة في حالة اتجاه مع ثابت لأن $P(ADF) < 0.005$			لا يوجد جذر وحدة في جميع الحالات لأن $P(ADF) < 0.005$				

المصدر: من إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج Eviews10، الملاحق(6-17).

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن السلسلة الزمنية الممثلة للأدوات المالية **(LOGX)** غير مستقرة عند المستوى لوجود جذر وحدة في الحالات الثلاث، وهذا ما بينته قيم إحصائية t المحسوبة لاختبار **Dickey-Fuler** (ADF-T-Stat) التي كانت أكبر من القيم المجدولة(الحرجة) الموافقة لها عند مستوى دلالة 5%، لكنها استقرت بعد ذلك عند الفرق الأول في جميع الحالات، إذا هي سلسلة من نوع DS، وذلك لعدم وجود جذر وحدة، لأنه كما يظهر في الجدول أعلاه احتمال **ديكي فولر(P(ADF** أقل من 5%، إذا هي سلسلة متكاملة من الدرجة الأولى(I(1).

أما السلسلة الزمنية الممثلة لتكلفة مخاطر السوق(LOGY) فهي مستقرة عند المستوى في حالة وجود اتجاه وثابت، لأن احتمال الاتجاه P(Trend) أقل من 5%، إذا نقبل النتيجة مهما كانت. وقد دعم احتمال **ديكي فولر(P(ADF** هذا القرار لأنه أقل من 5% ، وبقيت مستقرة عند الفرق الأول كما هو موضح في الجدول السابق.

بما أن السلسلتين مختلفين في درجة الاستقرارية وهما من نفس الدرجة I(1) فإننا نستخدم منهجية **ARDL** لاختبار النموذج.

2- قدير العلاقة بمنهجية ARDL

الجدول(4-3): تقدير النموذج بمنهجية ARDL.

Dependent Variable: LOGX
Method: ARDL
Date: 03/02/24 Time: 10:08
Sample (adjusted): 2001 2022
Included observations: 22 after adjustments
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (4 lags, automatic): LOGY
Fixed regressors: C
Number of models evaluated: 20
Selected Model: ARDL(1, 0)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LOGX(-1)	0.733979	0.085451	8.589487	0.0000
LOGY	-0.062231	0.029329	-2.121853	0.0472
C	1.141082	0.336178	3.394283	0.0030

R-squared	0.871146	Mean dependent var	3.783971
Adjusted R-squared	0.857582	S.D. dependent var	0.459835
S.E. of regression	0.173534	Akaike info criterion	-0.538765
Sum squared resid	0.572166	Schwarz criterion	-0.389987
Log likelihood	8.926415	Hannan-Quinn criter.	-0.503717
F-statistic	64.22672	Durbin-Watson stat	2.145762
Prob(F-statistic)	0.000000		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

من الجدول أعلاه تكون العلاقة الرياضية لنموذج كالتالي:

$$LOGY = 1.14 - 0.7339 * LOGX$$

وهذا يعني أن الأدوات المالية الممثلة بالرمز $(LOGX)$ تؤثر عكسيا على تكلفة مخاطر السوق والممثلة بالرمز $(LOGY)$ لأنها تأخذ الإشارة $(-)$، وبنسبة 73.39 %، والباقي يعود لتأثيرات أخرى.

أما معامل التحديد **(R squared)** فأخذ القيمة 0.8711، وهي قريبة من الواحد الصحيح، وهذا يعني أن النموذج قوي ويعتمد عليه في التنبؤ.

وفيما يخص معامل الارتباط **(R)** فإنها تدل على أنه هناك ارتباط عكسي وقوي بين الأدوات المالية وتكلفة مخاطر السوق لأنها أخذت القيمة$(-0,93)$، وهي سالبة وقريبة من الواحد الصحيح، حيث:

$$R = -\sqrt{\text{R squared}}$$

$$R = -\sqrt{0.8711} = -0.93$$

3- اختبار الحدود (Bounds testing)

يتم القيام باختبار الحدود والبحث عن قيمة إحصائية فيشر لمعرفة وجود التكامل المشترك، والجدول التالي يبن نتائج الاختبار:

الجدول(4-4): نتائج اختبار الحدود

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGY	-0.233934	0.097641	-2.395849	0.0270
C	4.289443	0.217831	19.69164	0.0000

EC = LOGX - (-0.2339*LOGY + 4.2894)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	5.161783	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58
Actual Sample Size	22	Finite Sample: n=35		
		10%	3.223	3.757
		5%	3.957	4.53
		1%	5.763	6.48
		Finite Sample: n=30		
		10%	3.303	3.797
		5%	4.09	4.663
		1%	6.027	6.76

المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

إحصائية F تساوي (5.1617)، وهذه القيمة أكبر من قيمة الحد الأعلى عند معنوية 5%، والتي تساوي (4.16)، إذا نرفض الفرض الصفري ونقبل بالفرض البديل، أي أنه يوجد تكامل مشترك، بمعنى وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين متغيرات الدراسة.

4- تقدير معلمات نموذج ARDL ومعلمة تصحيح الخطأ VECM

بعدما تأكدنا من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين متغيرات النموذج، نقوم بتقدير معلماته للأجل الطويل، وكذا متجه معلمة تصحيح الخطأ(VECM) باستخدام طريقة المربعات الصغرى(OLS)، حيث نقوم بالاختبارات التشخيصية التالية:

4-1- اختبار تشخيصي إحصائي

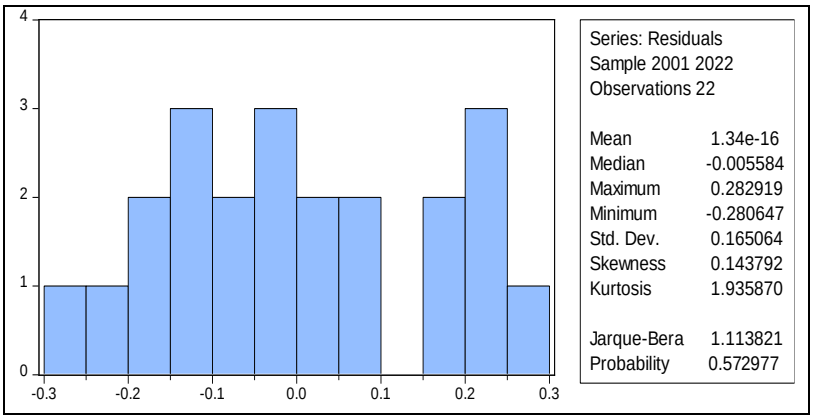
نلاحظ من الجدول(4-3) أن معامل التحديد (**R square**) يساوي (0,8711)، وهذا يعني أن المتغير المستقل يفسر المتغير التابع بنسبة 87,11% والباقي يدخل ضمن هامش الخطأ.

واحتمال (**F- statistic**) يساوي 0,0000 هذا يعني أن النموذج لديه دلالة معنوية.

4-2- اختبارات تشخيصية قياسية

- **التوزيع الطبيعي للأخطاء:** يبين الجدول التالي نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء:

الشكل (4-14): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء.



المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

نلاحظ من الشكل السابق أن احتمال **(Jarque- Bera)** يساوي (0.5729)، وهذه القيمة أكبر من 5%، إذا نستنتج أن الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

- **اختبار عدم وجود ارتباط الذاتي للأخطاء:**

الجدول(4-5): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.537694	Prob. F(2,17)	0.5937
Obs*R-squared	1.308882	Prob. Chi-Square(2)	0.5197

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: ARDL
Date: 03/02/24 Time: 11:18
Sample: 2001 2022
Included observations: 22
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGX(-1)	0.054020	0.101980	0.529711	0.6032
LOGY	0.018311	0.034913	0.524493	0.6067
C	-0.224651	0.407399	-0.551427	0.5885
RESID(-1)	-0.258485	0.294319	-0.878250	0.3921
RESID(-2)	-0.208629	0.288380	-0.723453	0.4792

R-squared	0.059495	Mean dependent var	1.34E-16
Adjusted R-squared	-0.161801	S.D. dependent var	0.165064
S.E. of regression	0.177917	Akaike info criterion	-0.418285
Sum squared resid	0.538125	Schwarz criterion	-0.170321
Log likelihood	9.601133	Hannan-Quinn criter.	-0.359872
F-statistic	0.268847	Durbin-Watson stat	1.902224
Prob(F-statistic)	0.893944		

المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

بما أن احتمال **(F-statistic)** يساوي (0.5937)، وهو أكبر من 5%، هذا يعني أنه لا يوجد إرتباط ذاتي بين الأخطاء.

- **اختبار عدم ثبات التباين:**

الجدول(4-6): نتائج اختبار عدم ثبات التباين.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.002619	Prob. F(1,19)	0.9597
Obs*R-squared	0.002894	Prob. Chi-Square(1)	0.9571

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 03/02/24 Time: 11:26
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.026942	0.008263	3.260590	0.0041
RESID^2(-1)	0.012948	0.252999	0.051176	0.9597

R-squared	0.000138	Mean dependent var	0.027245
Adjusted R-squared	-0.052487	S.D. dependent var	0.025708
S.E. of regression	0.026374	Akaike info criterion	-4.342455
Sum squared resid	0.013217	Schwarz criterion	-4.242977
Log likelihood	47.59578	Hannan-Quinn criter.	-4.320866
F-statistic	0.002619	Durbin-Watson stat	1.799280
Prob(F-statistic)	0.959719		

المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

نلاحظ في الجدول الأعلى أن احتمال إحصائية F تساوي (0.9597) ، وهذه القيمة أكبر من 5%، إذن هناك ثبات للتباين، أي أن تباين الأخطاء متجانس.

- **اختبار مضروب لاغرانج للارتباط التسلسلي بين الأخطاء**

- معلمات الأجل الطويل:

الجدول(4-7): نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل.

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(LOGX)
Selected Model: ARDL(1, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 03/02/24 Time: 11:36
Sample: 2000 2022
Included observations: 22

Conditional Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.141082	0.336178	3.394283	0.0030
LOGX(-1)*	-0.266021	0.085451	-3.113146	0.0057
LOGY**	-0.062231	0.029329	-2.121853	0.0472

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.
** Variable interpreted as Z = Z(-1) + D(Z).

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGY	-0.233934	0.097641	-2.395849	0.0270
C	4.289443	0.217831	19.69164	0.0000

EC = LOGX - (-0.2339*LOGY + 4.2894)

المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

من خلال اختبار **ARDL Long Run Form and Boounds**، والمبين في الجدول أعلاه، تكون معادلة النموذج في المدى الطويل كالتالي:

$$EC = \text{LOGX} - (-0.23339 * LOGY + 4.2894)$$

- **معامل نموذج تصحيح الخطأ(VECM):**

الجدول(4-8): معامل تصحيح الخطأ.

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(LOGX)
Selected Model: ARDL(1, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 03/02/24 Time: 11:38
Sample: 2000 2022
Included observations: 22

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CointEq(-1)*	-0.266021	0.064302	-4.137075	0.0006

R-squared	0.347571	Mean dependent var	0.085683
Adjusted R-squared	0.347571	S.D. dependent var	0.204355
S.E. of regression	0.165064	Akaike info criterion	-0.720583
Sum squared resid	0.572166	Schwarz criterion	-0.670990
Log likelihood	8.926415	Hannan-Quinn criter.	-0.708901
Durbin-Watson stat	2.145762		

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

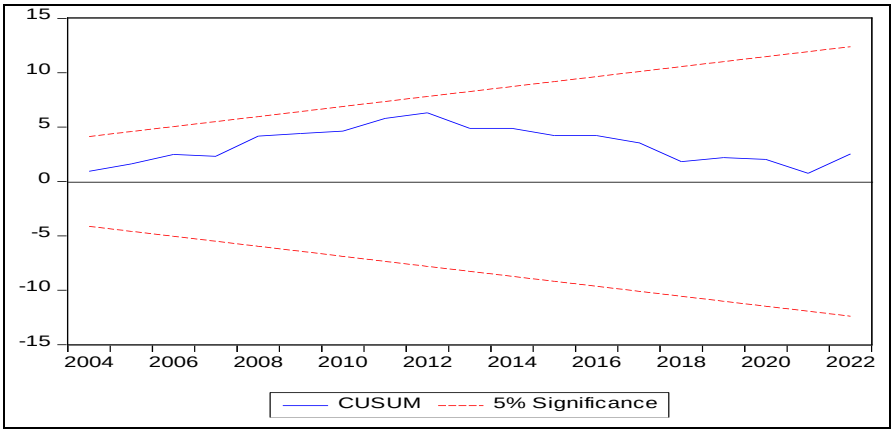
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	5.161783	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

من الجدول أعلاه نجد أن معامل حد الخطأ $(CointEq)$ أخذ القيمة $(0.2660-)$، وهي قيمة سالبة، هذا يدل على أنه هناك علاقة مثالية للتكامل المشترك، والتصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل يكون بسرعة 26,60%.

- **اختبار الاستقلالية الهيكلية لمعلمات النموذج**

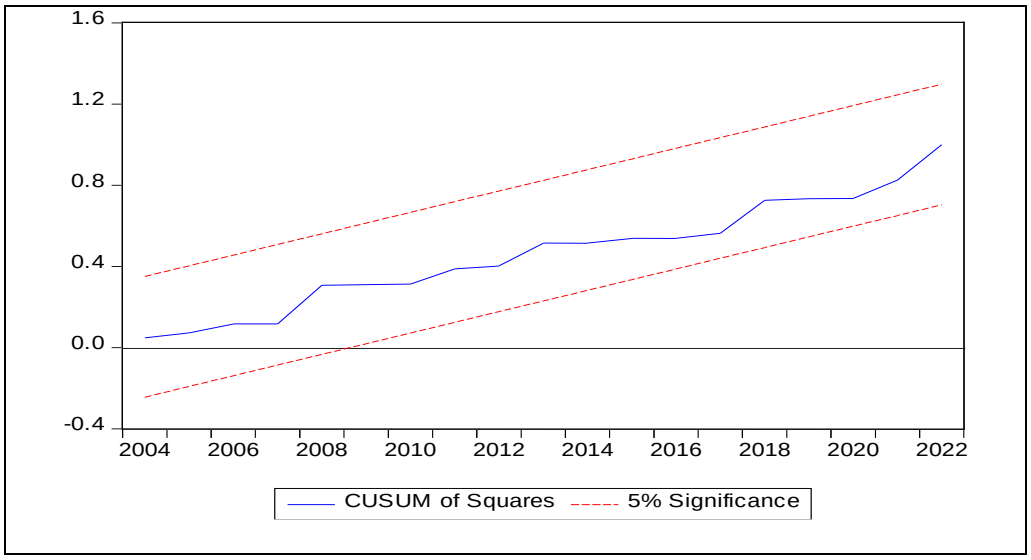
الشكل(4-15): اختبار CUSUM لمعلمات النموذج.



المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

من خلال اختبار CUSUM تبين أن النموذج مستقر بشكل عام، لأن تواجده داخل الحدود المعنوية التي قدرها 5% يثبت ذلك.

الشكل(4-16): اختبار CUSUM of squares لمعلمات النموذج.

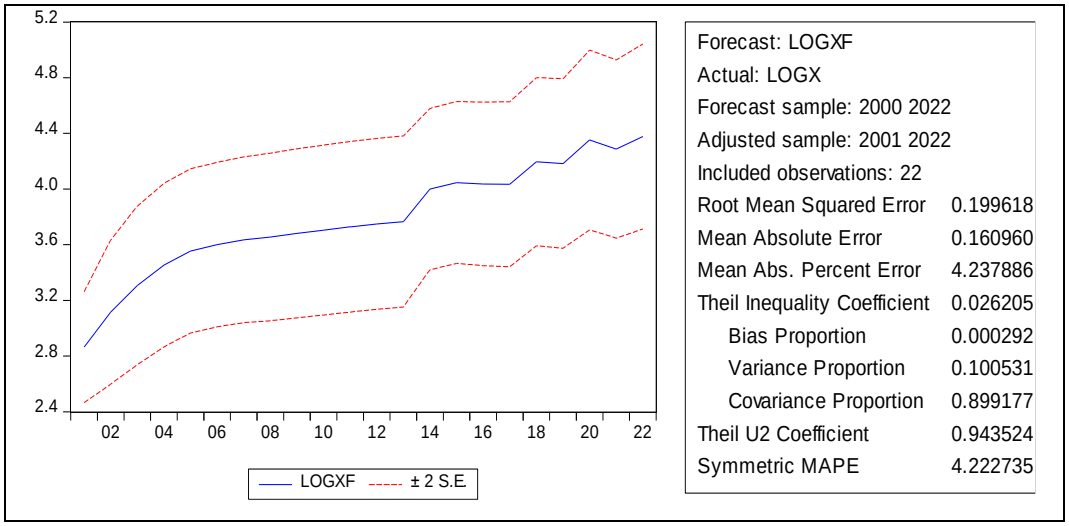


المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

نلاحظ من الشكل(4-14) أن المجموع للأخطاء (CUSUM) عبارة عن خط وسطي داخل حدود المنطقة الحرجة($\alpha = 0.05$) ، مما يشير إلى أن هناك استقرار الهيكلي بين نتائج الأجل القصير والطويل، ونفس الشيء بالنسبة للمجموع التراكمي للمربعات الصغرى،(CUSUM of squares) وهو ما يبينه الشكل(4-15).

- **اختبار الأداء التنبؤي للنموذج:**

الشكل(4-17): اختبار معامل التصحيح للنموذج.



المصدر: من إعداد الباحث، من خلال مخرجات برنامج Eviews10 بإدخال معطيات(الملحق رقم1).

تؤكد النتائج المتحصل عليها في الشكل أعلاه أن النموذج المقدر لتصحيح الخطأ يتسم بقدرة تنبؤية عالية، حيث اقتربت من الصفر كل من معامل **(Theil)** ونسبة التباين **(variance)** بين القيم الفعلية والمقدرة، في حين اقترب الارتباط بين القيم الفعلية والمقدرة والذي عكسته نسبة التغاير **(covariance)** من الواحد الصحيح حيث بلغت القيمة $(0,89)$.

5- نتائج الاختبارات

من خلال الاختبارات التي أجريت على النموذج، يتضح انه خال من المشاكل الإحصائية، كمشكلة الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين، بالإضافة إلى أن اختبار **Jack-Bera** أظهر أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، أما بخصوص الاستقرار الهيكلي لمعلمات النموذج من خلال إختبار المجموع التراكمي للبواقي، ومربع المجموع التراكمي للبواقي الذي يبينه المنحنى البياني لاختبار **Cusum** و**Cusum of Squares** يتواجد داخل الحدود الحرجة عند $(\alpha = 0.05)$، وعليه فإن تقديرات النموذج مستقرة.

ونسبة التباين و معامل**(Theil)** يكاد ينعدمان، في حين اقترب الارتباط بين القيم الفعلية والمقدرة إلى الواحد الصحيح، وهذا ما يؤكد أن النموذج المقدر لتصحيح الخطأ يعتبر نموذج صالح للتنبؤ بقدرة عالية.

خلاصة الفصل الرابع :

أنشأ بنك BNP PARIBAS نتيجة عدة اندماجات على مراحل متعددة، من 1966 إلى غاية 2000.

فبعد الاندماج وتكوينBNP PARIBAS أصبح البنك في تطور مستمر إلى غاية اليوم، تفاعلا مع ما يحدث من تطورات اقتصادية وتكنولوجية في هذا الميدان؛ حيث تم في 2017 انضمام Nickel، فأصبح بالإمكان فتح حساب بنكي في خمس دقائق، وبدون شرط الدخل.

وفي السنوات الأخيرة، تم الاستحواذ على FLOA أهم الشركات الفرنسية في المدفوعات المبتكرة.

وفي 2023، تم التخلي فعلا عن بنك الغرب لمجموعة BMO المالية.

وفي ما يخص إستراتيجية البنك لسنة 2025، فخطتها تدور حول ثلاث طموحات قوية هي (نمو- تكنولوجيا- استدامة)(GTS)، وفعلا تم تحقيق البعض منها كما ذكر سابقا.

ومن خلال الدراسة القياسية لأثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق للبنك خلال الفترة (2000-2022)، وباستخدام منهجية ARDL ، وجد أن الأدوات المالية المستعملة للتغطية تؤثر بنسبة 73,39% على تكلفة مخاطر السوق ويعد هذا التأثير قوي، والنسبة الباقية والتي تقدر ب 26.61% يشترك فيها كل من العوامل الداخلية وأهمها العامل البشري، لأنه هو الذي يقدر التنبؤات ومن خلالها يحدد نوع وحجم الأدوات المالية التي تستخدم في التغطية، بالإضافة إلى العوامل الخارجية المفاجئة كالأزمة المالية العالمية 2008، والعوامل البيئية الطارئة مثل جائحة **كوفيد 19** وكذلك الحروب كحرب أوكرانيا، كل هذه العوامل كانت مؤثرة على مخاطر السوق لدى البنك في هذه الفترة.

ونتيجة لصلاحية النموذج بعد التقدير، ومعنوية معلماته بعد عدة اختبارات أجريت عليه، يمكن استخدامه في التنبؤ مستقبلا. وهذا التقدير الإحصائي يثبت معنوية النموذج ولا يثبت وجود العلاقة، لأن العوامل المؤثرة فيه لا تبقى ثابتة بتغير الزمن.

الخاتمة العامة

كان الهدف من اختيار موضوع اثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق الإحاطة بجميع متغيراته، من خلال التعرف على الأدوات المالية المتنوعة أصيلة كانت او مشتقة، وميزات كل منها، بالإضافة إلى أهمية تقييمها في اتخاذ القرارات المالية للمنشاة لحقيق أهدافها في الحصول على عوائد اكبر بأقل مخاطرة، بالإضافة إلى إدارة المخاطر للتمكن من حصرها وثم المفاضلة بين تقبلها أو تحويلها بتكلفة مقبولة،

حيث يبرز دور الأسواق المالية بنوعيها الحاضر والأجل في تعبئة المدخرات وبالتالي تعزيز حركة الاستثمارات من خلال الرسملة القوية لهذه الأسواق.

وبما أم مخاطر السوق من أهم المخاطر المالية التي تؤثر على نشاط المنشأة والملاءة المالية لها، فأنه من المهم إدارتها بخبرة وتقنية عالية للتقليل من لأثارها السلبية.

فتكوين محفظة مالية وتداول مكوناتها في السوق المالي يعتبر أداو مهمة لتحقيق هدف المنشأة وتطبيق سياساتها من خلال القرارات النهمة لتي تجريها على هذه المحفظة،حيث أن تكوين المحفظة المثلى له أثره الايجابي على تحقيق الأهداف المرجوة.

حيث تعتبر البنوك من أكثر المنشات المالية التي تتعرض لمخاطر السوق بسبب نوع النشاطات التي تمارسها من تقديم قروض، التعامل بالعملات الأجنبية في التسوية لعمليات الاستيراد والتصدير، وغيرها من الأنشطة التي لها علاقة بسعر الصرف وسعر الفائدة وغيرهما لأجل ذلك تم أخذ بنك BNP PARIBAS كحالة للدراسة القياسية

1-اختبار الفرضيات:

من خلال الدراسة التي وضحت في الجانب النظري والدراسة القياسية من خلال المنهج الوصفي والتحليلي لأثر استخدام الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق حي تم التحقق من الفرضيات الربعة كما يلي:

الفرضية الأولى "**توجد عدة أدوات المالية يتم تداولها في أسواق المال بشقيها النقدي ورأس المال**"، حيث تم إثبات صحة هذه الفرضية من خلال ما تقدم في الفصل الأول، حيث شملت الأدوات المالية كل من أدوات الملكية كالأسهم وأدوات دين كالسندات ومشتقات مالية كالخيارات.

الفرضية الثانية " **لتقييم مخاطر السوق أهمية كبيرة لإدارتها، وذلك باستخدام عدة طرق للتنبؤ بها**"، حيث تم التأكد من صحة هذه الفرضية من خلال ما جاء في الفصل الثاني، وتبين أن تقييم مخاطر

السوق مهم جدا لسلامة المنشأة وذلك من خلال تحليل القيمة العادلة، تحليل القيمة عند الخطر واختبار الأوضاع الضاغطة.

الفرضية الثالثة ' **قرارات المحفظة المالية مهمة جدا لإدارة مخاطر السوق باستخدام عدة نماذج لتسعير الأصول الرأسمالية**"، حيث اثبت صحة هذه الفرضية ما جاء في الفصل الثالث ، حيث تبين أن قرارات مديري المحافظ المالية لها أهمية كبيرة في اختيار الاستراتيجيات التي سينتهجها المدير ، وذلك للحصول على محفظة مثلى، ويكون ذلك باستخدام نماذج التسعير للأصول المالية المختلفة، بداية من نموذج **CAPM** إلى غاية **(Fama & French)** سداسي العوامل **(FF,F6)**.

الفرضية الرابعة " **هناك أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للأدوات المالية المستعملة لدى بنك PNP PARISBAS على تكلفة مخاطر السوق عند مستوى معنوية $(\propto= 0.05)$**" ، فمن خلال التحليل الإحصائي الوصفي لمعطيات الدراسة القياسية، تم إثبات صحة الفرضية، ووجد أنه هناك اثر معنوي ذو دلالة إحصائية للأدوات المالية المستخدمة لدى البنك على تكلفة مخاطر السوق في المدى القصير والطويل، عند مستوى معنوية $(\alpha = 0.005)$.

نتائج الدراسة :

من خلال هذه الدراسة في شقيها النظري والقياسي، تم التوصل للنتائج التالية:

- الهدف من استعمال الأدوات المالية هو تمكين المنشأة من تخطي القيود المفروضة عليها ، بعدما أصبح الانصياع لهذه الأخيرة مكلفا، وذلك من خلال إدارة المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من خلال نظرية المحفظة لما تحتويه هذه الأدوات من ميزات.
- تلعب الأسواق المالية الدور الكبير في تعبئة المدخرات وبالتالي تنشيط الاقتصاد، وهذا ما تحتويه من تنوع في الأدوات الأصيلة والمشتقة المتداولة فيه بنوعه الحاضر والأجل. فكلما كانت أسواق كفء تعززت حركة الاستثمار وارتفع معدل النمو الاقتصادي، حيث للمؤشرات الدور المهم في ذلك
- إن إدارة مخاطر السوق لها أهمية كبيرة بالنسبة للمنشأة، لأنها تشجعها على الإقدام على استثمارات أكثر بعوائد أكثر ومستوى مخاطر أقل، وذلك يقودها إلى التطور والاستمرارية

فتخصيص كفاءات لإدارة هذا النوع من المخاطر، واستخدام أدوات قياس سليمة لها، يمكن التنبؤ بها بأكثر دقة، ومن ثم أخر القرار بتحملها أو تحويلها إلى طرف آخر وتحمل تكاليفها.

_ ومن خلال الدراسة القياسية تم التوصل إلى وجود علاقة قوية وعكسية بين الأدوات المالية وتكلفة مخاطر السوق في المدى القصير والطويل، حيث توثر الأدوات المالية على تكلفة مخاطر السوق

بنسبة 73 بالمائة ويرجع ذلك للإدارة الحكيمة وكفاءة الخبرات لدى البنك لكونه بنك عالمي، وله فروع في عدة دول.

وهذا ما توصلت إليه الباحثة (أمينة عبد الله حلبوص،2021) ، في دراستها بموضوع "**إدارة مخاطر السوق وأثرها على الأداء المالي في البنوك التجارية** وكانت النتائج التي توصلت إليها الدراسة تدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمخاطر السوق في الأداء المالي للمصارف التجارية الخاصة.

التوصيات والاقتراحات

استنادا إلى النتائج المتوصل إليها من خلا دراسة هذا الموضوع يوصي بما يلي:

- إعطاء مخاطر السوق أهمية متزايدة وفقا لإستراتيجية النشأة وقابليتها للمخاطر.
- كفاءة وفعالية إدارة السياسات والأنظمة على مستوى متخذي القرار.
- التقارير الدورية تعمل على حصر الخطر والحد من أثاره.
- ضرورة تكليف مهندس مالي في قسم متخصص لإدارة المخاطر في جميع المؤسسات المالية، لعمل الدراسة وتقديم الحلول العملية للمخاطر، بغرض السيطرة عليها والتقليل من آثارها، وأن تؤسس وحدات للبحث والتطوير لتقديم الدراسات ووضع معايير مناسبة لها لإدارة المخاطر بفعالية، من خلال أساليب قياس والتنبؤ بالمخاطر، مستخدمة في ذلك التطور التكنولوجي السريع.
- إقامة الدورات التدريبية للعاملين داخل المنشأة ككل، وتكثيفها بالنسبة للعاملين في إدارة المخاطر للاستثمار الجيد لرأس المال البشري.
- – مصاحبة التطور التكنولوجي الهائل والريع يعمل على رفع التنافسية وبالتالي تحقيق الأهداف المرجوة بصورة أمثل,
- ضرورة التعاون الوثيق والمنسق بين مسؤولي الرقابة في المنشأة لأجل الإدارة الفعالة للمخاطر، والالتزام بمتطلبات الضبط السليم.
- ضرورة رفع مستوى الإفصاح والشفافية في الميزانية خاصة بما يتعلق بمخاطر رأس المال، ومخاطر السوق، وتطوير أنظمة المراجعة، وتأهيلها بالأساليب المناسبة كما وكيفا.
- استغلال المنشآت وخاصة المالية منها للأدوات المالية ، وضرورة وولوجها عالم الأسواق المالية لما لها من أهمية في تحقيق أهدافها، وبالتالي مواجهة المنافسة الشديدة والمخاطر المرتفعة التي تميز البيئة الاقتصادية في عصرنا هذا.

– توسيع نطاق النموذج المقدر ليشمل متغيرات مستقلة أخرى وهذا لتعزيز قدرته على التنبؤ.

آفاق البحث:

بعد عرض موضوع البحث والنتائج المتوصل إليها التي ادت إلى وضع توصيات، ظهرت بعض العناصر مجهولة يمكن أن تكون مفتاح لدراسات بحثية اخرى وهي:

- دور الأدوات المالية في تنشيط برصة الجزائر.
- دور المشآت المسجلة ببورصة الجزائر في تنشيط الاقتصاد الوطني.
- ثقافة التداول بالأدوات المالية في البرصات وانعكاسها على الاقتصاد في دراسة مقارنة بين الاقتصاد المفتوح والاقتصاد المغلق نسبيا.
- الافصاح الالكتروني للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر ودوره في تعزيز نشاط البورصة.
- أثر شروط الإدراج في بورصة الجزائر على حجم التسجيل بها.

المراجع

1- المراجع باللغة العربية:

	I. الكتب
1	إبراهيم الكرانسة، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، صندوق النقد العربي، أبو ضبي، 2010. على الرابط: https://www.amf.org.ae/sites/default/files/publications/2021-12/practical-tips-evaluating-stocks-bonds.pdf
2	أحمد بسيوني شحاتة، **المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 1999.
3	أزهري الطيب الفكي أحمد، **أسواق المال**، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
4	إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002.
5	البرواري شعبان محمد إسلام، **بورصة الأوراق المالية**، دار الفكر المعاصرة، لبنان، 2001.
6	الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك** ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004.
7	الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2005.
8	بلعزوز بن علي، **إدارة المخاطر**، ط1، دار الوراق للنشر، عمان، 2013.
9	بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، **الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات-**، دار علي بن زايد للطباعة والنشر بسكرة، 2019.
10	بن علي بلعزوز، وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار الوراق، عمان، الأردن،2013. بن علي بلعزوز، وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار الوراق، عمان، الأردن،2013.
11	بوخزاز يعدل فريدة، **تقنيات وسياسات التسيير المصرفي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000
12	بوعتروس عبد الحق، **الوجيز في البنوك التجارية**، جامعة منتوري، قسنطينة.
13	جبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، دار هومة للنشر، ط1، الجزء 2، 2002.
14	جلال إبراهيم العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
15	جلال إبراهيم العبد، محمد الصالح الحناوي، **بورصة الأوراق المالية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002
16	جليل كاظم مدلول العارضي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
17	حسني علي خربوش وآخرون، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران، عمان، الأردن، 2010.
18	خالد توفيق الشمري، **التحليل المالي والاقتصادي في دراسة تقييم وجدوى المشاريع**، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
19	خالد وهيب الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2011.

20	خلفان حمد عيسى، **إدارة الاستثمار والمحافظ المالية**، الجنادرية للنشر والتوزيع، المنهل، 2016.
21	دريد كامل آل شبيب، **الإدارة المالية المعاصرة**، ط1، دار المسيرة للنسر والتوزيع، عمان، 2007.
22	دومنيك سيلفادور، **الإحصاء والاقتصاد القياسيين**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون سنة نشر.
23	رامي يوسف عبيد، **إطار مخاطر السوق لدي القطاع المصرفي في الدول العربية**، صندوق النقد العربي، رقم 150، 2020.
24	رسمية قرياقص، **أسواق المال (أسواق– رأس مال– المؤسسات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
25	رياض دهال، **الأدوات المالية، مجلة جسر التنمية**، العدد 15، نشر وتوزيع المعهد العربي للتخطيط ، الكويت، 2003.
26	سامر محمد عكور وهاني ارتيمة، **إدارة الخطر والتأمين من منظور إداري كمي وإسلامي**، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010.
27	سمير عبد الحميد، رضوان حسن، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية**، ط1، دار النشر للجامعات المصرية، مصر، 2005.
28	سيد سالم عرفه، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الأولى، إدارة الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
29	شاكر القزويني، **محاضرات في اقتصاد البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989.
30	شعبان محمد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية**، دار الفكر، سوريا، 2002.
31	شقيري نوري موسى، وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2012.
32	شمعون شمعون، **البورصة (بورصة الجزائر)**، أطلس للنشر.
33	ضياء مجيد الموسوي، **البورصات**، الطبعة 1، منشورات image ، 1998.
34	ضياء مجيد، **البوصات–أسواق رأس المال وأدواتها– الأسهم والسندات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003 .
35	طارق طه، **إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية**، دار الزارطية، مصر.
36	طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
37	طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
38	طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
39	عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،2005.
40	عبد الحق بوعتوس، **الوجيز في البنوك التجارية**، جامعة منتوري، قسنطينة، 2001.
41	عبد الغفار حنفي، **الإستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
42	عبد الغفار حنفي، **الإستثمار في بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003
43	عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، **البورصات والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية مصر، 2002.
44	عباس فاضل رسن التميمي، **محفظة تعادل المخاطر**، دار امجد للنشر والتوزيع.البلد غير مذكور، 2019.
45	عبد الحميد الشواربي، محمد عبد الحميد الشواربي، **إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية**

	والقانونية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
46	عبد الكريم قندوز، **الأسواق المالية– سلسلة كتيبات تعريفية** ، العدد21، صندوق النقد الدولي، 2021.
47	عبد الكريم أحمد قندوز، **المشتقات المالية**، ، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
48	عبد المجيد المهيلمي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، ط5، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2006.
49	عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2003.
50	علاء إبراهيم عبد المعطي، **أذون وسندات الخزانة العامة– دراسة مقارنة–**، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، 2016.
51	غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013.
52	فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري **إدارة البنوك** ، دار وائل للنشر الأردن، الطبعة 2، 2003.
53	قاسم نايف علوان، **إدارة االستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
54	قاسم نايف علوان، **ادارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2012.
55	ماهر كنج شكري، مروان عوض، **المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
56	محب خله توفيق، **الهندسة المالية(الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار)**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
57	محسن الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، دار ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999.
58	محمد حسني محمد وآخرون، **سياسات إدارة أسعار الصرف في البلدان العربية**، شركة أبو ضبي للطباعة والنشر، الإمارات العربية المتحدة،1997.
59	محمد رياض دهال، **أساسيات في الاستثمار**، المعهد العربي للتخطيط، تاريخ التصفح: 2023،/08/05، على الرابط: المخاطر ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية(arab-api.org)
60	محمد صالح الحناوي، **الإدارة المالية والتمويل**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1995.
61	محمد صالح الحناوي، وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
62	محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
63	محمد مطر، فايز تميم، **إدارة المحافظة الاستثمارية**، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
64	محمد مدحت غسان الخيري، **التحليل المالي(الكشف عن الانحراف والاختلاس)**، الصايل للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
65	محمود أحمد إبراهيم، **المحاسبة في شركات الأموال**، الطبعة 1، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999.
66	محمد أحمد محمود عمارنة، **رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة(دراسة مقارنة)**، المنهل للنشر، الإمارات العربية المتحدة، 2014.
67	محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
68	مدحت صادق، **النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية**، دار الغريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997.

69	مروان عطوان ، **أسعار صرف العملات (أزمات العملات في العلاقات النقدية الدولية)**، دار الهدى، الجزائر، 1992.
70	مروان عطوان، **الأسواق النقدية والمالية**، ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
71	منير إبراهيم هنيدي، **إدارة البنوك التجارية**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1996
72	منير إبراهيم هنيدي، **إدارة البنوك التجارية(مدخل إتخاذ القرارات)**، مكتب العربي الحديث، الطبعة3، الإسكندرية، 2002.
73	منير إبراهيم هنيدي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، دار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
74	منير إبراهيم هنيدي، **الأوراق المالية وأسواق تداولها**، منشأ المعارف، مصر، 1999.
75	منير إبراهيم هنيدي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، دار المعارف، الإسكندرية، 1999.
76	منير إبراهيم هنيدي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.
77	ناجي جمال، **إدارة محفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية لدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى.
70	ناجي جمال، **المحاسبة والعمليات المصرفية**، المؤسسة الجامعية، بيروت، لبنان، 1999.
71	ناظم محمد وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشر، الأردن، 1990.
72	ناضم محمد نوري الشمري وآخرون، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
73	نبيل سروه محارب، **النقود والمؤسسات المصرفية**، الطبعة الأولى، مكتبة النهضة المصرفية، القاهرة، 1968.
74	هاشم فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
75	هيكل عجمي، جميل الجناني، **التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية**، دار وائل للنشر، عمان، 2014.
76	يوسف بن عبد الله صالح، **أبحاث في قضايا مالية معاصرة**، دار سليمان الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، 2020.
II. الأطروحات والرسائل الجامعية (دكتوراه وماجستير)	
1	أنيس هزلة، "**أثر تطبيق القيمة العادلة على الإفصاح المحاسبي في ظل مستجدات معايير الإبلاغ المالي الدولية دراسة لعينة من الأكاديميين والمهنيين في الجزائر**"، أطروحة دكتوراه، تخصص تدقيق ومراقبة التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، 2022.
2	أيمن الشهاب، "**إختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية، وإمكانية الاستفادة منها في سورية**"، أطروحة دكتوراه، قسم إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد، جامعة حلب، 2015. الرابط: http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.2.26972.85124
3	بديار أمينة، "**فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية، دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016**"، أطروحة دكتوراة تخصص تطبيقات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 2019. الرابط: http://e-biblio.univ-mosta.dz/handle/123456789/10127
4	بهلول نور الدين، "**الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية (حالة الجزائر)**"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة باجي

	مختار، عنابة، الجزائر، 2006/2005.
5	بوكساني رشيد، "**معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، وسبل تفعيليها**"، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم إقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
6	جرودي رندة، "**أثر مخاطر السوق على الإداء المالي للمصارف الإسلامية واليات إدارتها وفق معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية ولجنة بازل**"، أطروحة دكتوراه تخصص مالية، بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2020. الرابط: http://dspace.univ-setif.dz:8888/jspui/handle/123456789/3755
7	زبير عياش، "**تأثير تطبيق اتفاقية بازل 2 على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة أم البواقي**"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2011-2012
8	سليمة حشايشي، "**نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-**" أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2017-2018.
9	سعاد يحي، "**دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطورها- دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)**"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019.
10	صبري أحمد شهاب، "**أثر إدارة مخاطر القيمة العادلة على القطاع المصرفي الأردني قبل و بعد الأزمة المالية العالمية**"، رسالة ماجستير؛ تخصص محاسبة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الاعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2016.
11	عمار بن مالك، "**المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية**"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010-2011.
12	قواجلية إبتسام، "**دور مؤشرات الأسواق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية- دراسة حالة إدارة محفظة إستثمارية دولية**"، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2019-2020.
13	مانع سهام، "**أثر تقلبات أسعار النفط على سعر صرف الدينار الجزائري**"، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مصرفية، شعبة علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2018-2019.
14	محفوظ جبار، "**التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية**" ، أطروحة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 1996.
15	محمد عبد الحميد عبد الحي، " **استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية** "، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2014.
16	معتوق جمال،" **إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، دراسة مقارنة بين سوقين ماليين**"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016.

17	موسى عمر مبارك، "**صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية**"، أطروحة دكتوراه، تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للمصارف الإسلامية، السعودية، 2008.
18	نجار حياة، "**إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل- دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية**"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013-2014.
19	همال فريدة، "**دراسة سلوك أهم المؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 01 جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015**"، أطروحة دكتوراه ، تخصص إقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2016-2017.
20	يوبريمة إحسان، "**دور الإستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية**"، رسالة ماجستير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة ، 2007.
	III. المنشورات في المجلات العلمية
1	إبراهيم عبد موسى السعبري، زيد عائد مردان ، **القيمة العادلة و تأثير استعمالها في مؤشرات الأداء المالي في المصارف التجارية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية** ، المجلد8، العدد25، ، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الكوفى،2012، (ص-ص): (225-248). متاح على الرابط: https://www.iasj.net/iasj/pdf/fd31659484d6b33b -
2	أحمد حسين بتال وآخرون، **تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع، مجلة االدراسات الاقتصادية والادارية**، الجامعة الاسلامية غزة، فلسطين، المجلد24 العدد3، 2016 ، (ص-ص): (47-61).
3	أحمد لمين بوغنامة ، رفيق يوسفي، **أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية- دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال**، جامعة العربي التبسي، تبسة، المجلد 05، العدد 02، 2022، (ص، ص): (238، 255).
4	اعتصام جابر الشكرجي، محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي-دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية**، المجلد8، العدد 23، جامعة بغداد، العراق، 2013، (ص- ص): (22-55).
5	أمنة أحمد ، هشام طلعت، **أثر مخاطر السوق على الاستثمار الأجنبي غير المباشر دراسة تحليلية لسوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم المالية والمحاسبية**، المجلد2، العدد6، 2022، (ص-ص): (101-130). الرابط: https://www.iasj.net/iasj/download/7f3f22a06f077282
6	امينة عبد الله حلبوص، **إدارة مخاطر السوق وأثرها في الأداء المالي في المصارف التجارية مجلة ميناء البحوث العلمية**، المجلد4، العدد 4، 2021، (ص- ص): (269-278). https://www.iasj.net/iasj/search?query=au:%22A.%20A.%20Halbous%22:lien
7	أيت عكاش سمير وبداوي مصطفى، **دعم كفاءة السوق المالي من مدخل تعزيز الإفصاح المالي- السوق السعودي نموذجا، مجلة الإبداع**، المجلد12، العدد 01، جامعة البليدة، 2022، (ص، ص): (147-163).
8	بن لخضر مسعودة، **إختبار كفاءة بورصة ابوظبي للأوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصح عنها، مجلة آفاق علمية**، المجلد11، العدد03، جامعة تامنغست، الجزائر،

	2019، (ص، ص): (745-764).
9	بن موسى كمال، "**المحفظة الاستثمارية -تكوينها ومخاطرها**"، **مجلة الباحث**، جامعة الجزائر، العدد3 ، 2004، (ص- ص): (37-48).
10	حامدي وناسة، حامدي بلقاسم ، **السلم كصيغة للتحوط ضد المخاطر المستقبلية، مجلة الإحياء**، المجلد: 19، العدد: 23، 2019 ، جامعة باتنة 1، الجزائر، (ص- ص): (471 - 498).
11	حيدر ناصر حسين وعباس كاظم الدعمي، **بناء المحفظة الإستثمارية المثلى في ظل نموذج المؤشر الواحد لشارب دراسة تحليلية في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أهل البيت كربلاء العراق**، العدد 30، 2022، (ص- ص): (426-455).
12	خضير عقبة، رضا زهواني، **اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة(2013-2017)، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة**، المجلد 02، العدد01، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2019، (ص، ص): (100-115).
13	زهراء عبد الجبار و بشار احمد العراقي، **توظيف نموذج في تسعير الموجودات الرأسمالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مجلة للعلوم الإدارية والاقتصادية**، المجلد18، العدد60، جامعة تكريت، العراق 2022، (ص، ص): (488-499). الرابط: https://www.iasj.net/iasj/download/4590eed0a200d6b3
14	سامي حطاب، عبد الرؤوف ربابعة، **التحليل المالي وتقييم الأسهم، هيئة الأوراق المالية والسلع دبي** ، مارس 2006، (ص، ص): (40، 41).
15	سحنون محمد، **إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية(بحوث اقتصادية)**، المجلد ب، العدد 31، 2009، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، (ص، ص): (119-132). **الرابط:** https://spu.edu.sy/downloads/files/1544373069_9.pdf
16	سعدي احمد الموسوي، **تقييم أداء محفظة الاسهم وفق مقياسM^2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة- دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الادارية**، المجلد 6، العدد24، 2009، (ص، ص): (222-242). الرابط: https://www.iasj.net/iasj/download/35702c39a52126ba
17	سليماني عبد الحكيم ، يحياوي مفيدة، **تحسين جودة القرارات الاستثمارية باستخدام قائمة التدفقات النقدية – دراسة حالة شركة الاسمنت عين التوتة باتنة، مجلة العلوم الإنسانية**، المجلد 09، العدد03، جامعة ام البواقي، 2022، (ص، ص): (1060-1079).
18	سماري ابتسام، **قياس لأثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية- دراسة حالة السوق المالي الأوروبي(Euronext) خلال الفترة 2002-2016، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية**، المجلد02، العدد34، جامعة زيان عاشور الجلفة، 2018/04/01، (ص، ص): (430، 442).
19	شاوش اخوان سهام، **النماذج المستخدمة لقياس مخاطر سعر الفائدة وأثرها على ربحية البنوك، مجلة العلوم الإنسانية**، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد17، العدد 2، 2017، (ص- ص): (439-452).
20	شريط صلاح الدين، **دور النسب المالية في أداء تقييم صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية دراسة حالة جمهورية مصر العربية، ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية**، المجلد 4، العدد 06، جامعة

	المسيلة ،2011، (ص- ص): (138-159). الرابط : https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/324/4/6/13258
21	عامر محمد سلمان، محمد جاسم محمد، **دور المشتقات المالية في مخاطر تقلب صرف العملات الأجنبية في تحسين نوعية الأرباح – وهو الأسلوب الذي يشرع في البيئة العراقية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية**، ، المجلد 24، العدد104، 2018. الرابط: https://www.iasj.net/iasj/download/4e8984f576fe0201
22	عبد الرحمان تومي وذباح هشام، **المفاضلة بين معدل الربح ومعدل الفائدة في تمويل التنمية الاقتصادية، حالة السوق الماليزي للفترة 1999-2016، مجلة دراسات اقتصادية**، المجلد 17، العدد1، ، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، 2017، (ص- ص): (79-92).
23	عبد الرحمان علي الجيلاني، **أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل**، المجلد 4، العدد3، جامعة مصطفى اسطنبولي، معسكر،2015، (ص- ص): (5-16).
24	عبد القادر روتال، هشام دغموم، **دور الإفصاح المحاسبي في تحقيق مبدأ الكفاءة في سوق الأوراق المالية، مجلة البديل الاقتصادي**، المجلد7، العدد 02، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2020، الجزائر، (ص، ص): (68-83).
25	عبد الكريم أحمد قندوز،" **إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية – مدخل الهندسة المالية**"، ورقة عمل، **الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية**، العدد 9، 2012. الرابط: https://www.academia.edu/3339117/
26	علي أحمد، بشار ذنون، **تقدير المخاطر السوقية التي تواجه المصارف –دراسة على عينة من المصارف الخاصة المسجلة في سوق العراق وعمان للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين**، المجلد 37، العدد119، 2018، (ص- ص): (73-84). الرابط: https://www.iasj.net/iasj/search?query=au:%22Ali%20A.%20H.%20J.%20Al-Khafajy%22
27	علي صلاح الدين، شذى عبد الحسين، **كفاءة سوق الأوراق المالية وفق الشكل الضعيف للكفاءة / دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية (قطاع الصناعة)، مجلة العلوم المالية والمحاسبية**، المجلد1، العدد 3، وزارة المالية، العراق،(ص، ص): (49،70).
28	علي عبسي وآخرون، **أهمية مقاييس التدفقات التشغيلية في إدارة مخاطر السيولة لدى بنك البركة الإسلامي، مجلة العلوم الإنسانية**، المجلد 22، العدد 01، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2022، (ص، ص): (1047-1066).
29	عمار زودة وآخرون، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة**، المجلد 7، العدد2، 2020، (ص- ص): (97-118).
30	غانم نوري كاكة حمه العطار، **تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، دراسة تحليلية في القطاع المصرفي، مجلة دراسات إقتصادية**، المجلد 18، العدد 1، جامعة الجلفة، 2020، (ص، ص): 37،52) .
31	لويزة أوصغير، **مخاطر السوق في البنوك لدولية وإستراتيجيات إدارتها حسب المعايير الدولية للجنة بازل-**

	مجموعة سوسيتي جنرال نموذجا-، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، مجلد 6، العدد10، المركز الجامعي نور البشير البيض، الجزائر، 2020، (ص- ص): (69-78).
32	- مبسوط هوارية، وآخرون، **أهمية قائمة التدفقات النقدية كأداة لتقييم الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2020/2019، مجلة الاقتصاد والبيئة**، العدد02، المجلد05، 2022، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، (ص، ص): (331-354).
33	محمد براق، **أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية**، المجلد 36، العدد1، جامعة الجزائر،1999، (ص،ص): (81-113).
34	محمد جاسم محمد سليمان ، **أثر الإفصاح المحاسبي عن التحول الرقمي على جودة محفظة الأوراق المالية لصناديق الإستثمار الكويتية، جامعة مدينة السادات، كلية التجارة، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية**، المجلد 13، العدد 2، 2022، (ص- ص): (2517-2544).
35	مختاري عادل وبن البار امحمد، **أثر تغيرات أسعار الفائدة وحجم الكتلة النقدية على سعر الصرف في الجزائر- دراسة قياسية باستخدام منهجية للفترة 1980-2018، مجلة التنظيم والعمل**، المجلد9، العدد3، جامعة معسكر، الجزائر، 2021، (ص- ص): (49-65).
36	مريمه لكصاسي ومبارك قرقب، **العلاقة بين سعر الفائدة وسعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 1995-2019، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية**، المجلد 12، العدد1، جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي، الجزائر، 2021، (ص- ص):(33-46).
37	مشروم نوال، **استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مجلة دراسات وأبحاث**المجلد 9، العدد 31، 2018، (ص-ص): (88-110).
38	مفتاح صالح ومعارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوقا لأوراق المالية – دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءة، مجلة الباحث**، المجلد7، العدد 7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، (ص، ص): (181- 194).
39	ندى عبد القادر، **استخدام العقود الآجلة لغرض التحوط- دراسة تطبيقية في شركات الاستثمار المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإقتصاد الخليجي**، جامعة البصرة، مركز دراسات البصرة والخليج العربي، المجلد32، العدد27، 2016، (ص- ص): (132-164).
40	يوسف مسعداوي، **كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة**، العدد 42، العراق، 2014، (ص، ص): (115، 144).
IV. قوانين وقرارات رسمية	
1	قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، الصادر بتاريخ 25 مارس 2009.
V. الملتقيات والمؤتمرات	
1	الرواشدة بشار ، سليم محمد، **تحليل محتوى إفصاحات إدارة المخاطر كما وردت في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية، مؤتمر إدارة المخاطر**، جامعة عمان العربية، الأردن، 2012.
2	بودية فاطمة، كحلي فتيحة، **طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى**

	مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي الثاني حول: المالية الإسلامية، صفاقس الجمهورية التونسية، يومي 27-29 جوان 2013. الرابط: https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2013/07
3	زينب بوقاعة، **تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاك وشولز، الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، 06/05 ماي**، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014، ص: 102.
4	شهاب الدين حمد النعيمي، **إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع**، جامعة الزيتونة الأردنية، 28/26 2004
5	فضل عبد الكريم محمد، "**المخاطر التي تواجه المصارف الإسلامية وآليات مقترحة للحد منها**"، **ملتقى حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو- مغاربي، دار الهدى، عين مليلة، 2010، ص: 339.
6	محمد خميستي بن رجم، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-2009/10/21.

VI. المواقع الالكترونية	
https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf,	1
https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf	2
https://competera.net/resources/articles/market-based-pricing	3
https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/laspeyres-price-index/	4
	5
https://elearning.univ-msila.dz/moodle/course/view.php?id=1061	6
https://fbs.ae/glossary/indicator-60	7
http://iaif.ir/images/khareji/articles/finance/79.pdf	8
https://spu.edu.sy/downloads/files/1544373069_9.pdf	9
https://www.alqabas.com/article/163369	10

2- المراجع باللغة الأجنبية:

I. Books	
1	Apostolik Richard, Donohue Christopher, Went Peter, **foundations of banking risk - an overview of banking, banking risks, and risk-based banking regulation** -, john wiley & sons, inc, Canada, 2009.
2	Brentani, Christine, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier ltd., London, 2004.
3	BusülAytac,Crille Mandou, **investissement et financement de l'entreprise** , beock supérieur, 1er édition, 2015

4	CHABERT Dominique, **Manuel d'économie bancaire appliquée "Au cœur des entreprises bancaires**, Revue Banque Edition, 2007.
5	David Hillier, Mark Grinblatt, Sheridan Tetman, **FINANCIAL MARKETS AND CORPORATE STRATEGYE**, Second European edition, Published by McGraw-Hill Education, UK, 2012.
6	Gaston DEFOSSE et Pierre BALLEY, **La bourse des valeurs**, 16eme édition, Edition Bonchen.
7	Hervé Ravily, **Analyse financière**, Paris : Ellipses, 2010.
8	Hirschey, Mark. Nofsinger, John. **Investments: Analysis and Behavior**, 2th Edition. McGraw-Hill/Irwin, New York, USA.
9	Jacques Boissonade, **LES OPTIONS EXOTIQHES, Concepts et applications**, Editions ESKA, Paris,1997.
10	Josette PEYARD, **La bource**, (Vuibert entreprise, 7eme édition paris 1989.
11	- MICHEL BOUTET, **La bourse à votre portée**, Dunod, Françe, 1989.
12	Robert Edwards ،**Technical Analysis of stock trend**, by Taylor & Francis group, London, 2007.
13	Roland Portait-Patrice Poncet, **FINANCE DE MARCHE instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques**, Editions DALLOZ, Paris, 2008.
14	Robert ALAN HILL, **Porfolio theory Financial Rnalyses**, 1st Edition, 2010. link: https://bookboon.com/fr/portfolio-theory-financial-analyses-ebook
15	Shapiro Alanc, **Multinational Financial Management** , 07th Edition, Wiley, 2003.
16	Zvi Bodie et Robert Metron, **Finance**, 3e édition, distribution Nouveaux Horizons-ARS, Paris, 2011.
II. Scientific Theses	
1	Stalla-Bourdillon Arthur, **Analyse des Risques Financiers Systémiques : de la Perspective Sectorielle à la Perspective Agrégée**, thèse de doctorat préparée sous la direction de Le Fol, Gaëlle, Université Paris sciences et lettres, 2022. Link : https://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/24734
III. Publications In Scientific Journals	
1	Alexander Braun, HatoSchmeiser, Florian Schreiber, **Portfolio Optimization Under Solvency II: Implicit Constraints Imposed by the Market Risk Standard Formula,**Vol. 84, Issue 1,2017 link :https://doi.org/10.1111/jori.12077
2	Aloui Mouna, Jarboui Anis, **Market, interest rate, and exchange rate risk effects**

	on financial stock returns during the financial crisis: AGARCH-Mapproach Cogent Economics & Financ, Vol. 4, Issue 1,2016. link: https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2015.1125332
3	Amal Yamani et aures ,**The impact of financial instruments disclosures on the cost of equity capital,** International Journal of Accounting & Information Management, Vol. 29 No. 4, 2021, PP(528-551) Link : https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2021-0052
4	François VILLEROY, **Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale**, banque de France, 2018. Link: https://publications.banque-france.fr/publications-economiques-et-financieres/livre-paiements-et-infrastructures-de-marche-lere-digitale
5	**Instruments et marchés financiers**, LELEUX ASSOCIATED BROKERSSOCIETE DE BOURSE, BEURSVENNOOTSCHAP, MAI 2008. Link: http://bibliotheque.pssfp.net/livres/INSTRUMENTS_ET_MARCHES_FINANCIERS.pdf
6	James Ming Chen**, The Capital Asset Pricing Model,** ***Encyclopedia*****, , *1*(3),** 2021**, PP(915-933).** Link:Encyclopedia | Free Full-Text | The Capital Asset Pricing Model (mdpi.com)
7	Количественная оценка рыночного рискастраховых организаций Finance: Theory and Practice, **Quantitative Market Risk Assessment for Insurance Companies**, For citation: Aldukhova E . Vol. 26, No 4,2022, PP(109-123) . **Link** : https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-4-109-123
8	Lambe Isaac, **Assessing the Impact of Exchange Rate Risk on Banks Performance in Nigeria, Journal of Economics and Sustainable Development** Vol.6, No.6, 2015. link: https://core.ac.uk/download/pdf/234646926.pdf
9	Masaya sukanno, **Assessing systemic risk using interbank exposures in the global banking system, Journal of Financial Stability,Vol. 20, 2015, PP(105-130).** **link: https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.08.006**
10	Michael Dempsey. **The Fama and French three-factor model and leverage: compatibility with the Modigliani and Miller propositions, journal:"Investment Management and Financial Innovations"** volume6,issue1, 2009, (P, P): (48-53).

	Link:https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/2492/imfi_en_2009_01_Dempsey.pdf
11	M. Ivanova, L. Dospatliev, **APLICATION OF MARKOWITZ PORTFOLIO-OPTIMISATION ON BULGARIAN STOCK MARKET FROM 2014-2016, International Journal of Pure Applied Mathematics**, vol. 117, N° 2, 2017,(P, P): (291-307). Link: https://doi.org/10.12732/IJPAM.V117I2.5
12	Steven Blockmans, Loes Debuysere, **A Jumbo Financial Instrument for EU External Action?Bertelsmann Stiftung Commentary, 19 February 2019**. Link :https://core.ac.uk/download/287647998.pdf
13	William B. English and others, **Interest rate risk and bank equity valuations, Journal of Monetary Economics**; Vol. 98, 2018, PP(80-97). Link : https://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v98y2018icp80-97.html
IV. Reports	
1	Rapport financier annuel 2014. Link: https://invest.bnpparibas/document/document-de-reference-et-rapport-financier-annuel-2014, pdf
2	Rapport financier annuel 2021. link: https://invest.bnpparibas/document/document-denregistrement-universel-et-rapport-financier-annuel-2021
3	https://invest.bnpparibas/document/4t22-presentation
4	Rapport integre 2022. link: https://invest.bnpparibas/document/rapport-integre-2022
V. Website	
1	https://group.bnpparibas/decouvrez-le-groupe/bnp-paribas-dans-le-monde
2	https://group.bnpparibas/decouvrez-le-groupe/nos-metiers-et-expertises
3	https://group.bnpparibas/decouvrez-le-groupe/nous-connaitre/plan-strategique/
4	https://invest.bnppqribqs.document-denregistrement-universel-2022-1.pdf
5	https://invest.bnpparibas/document/facteurs-de-risque-au-7-fevrier-2023
6	https://histoire.bnpparibas/un-grand-groupe-europeen-apres-2000
7	www.ifrs-org

الملاحق

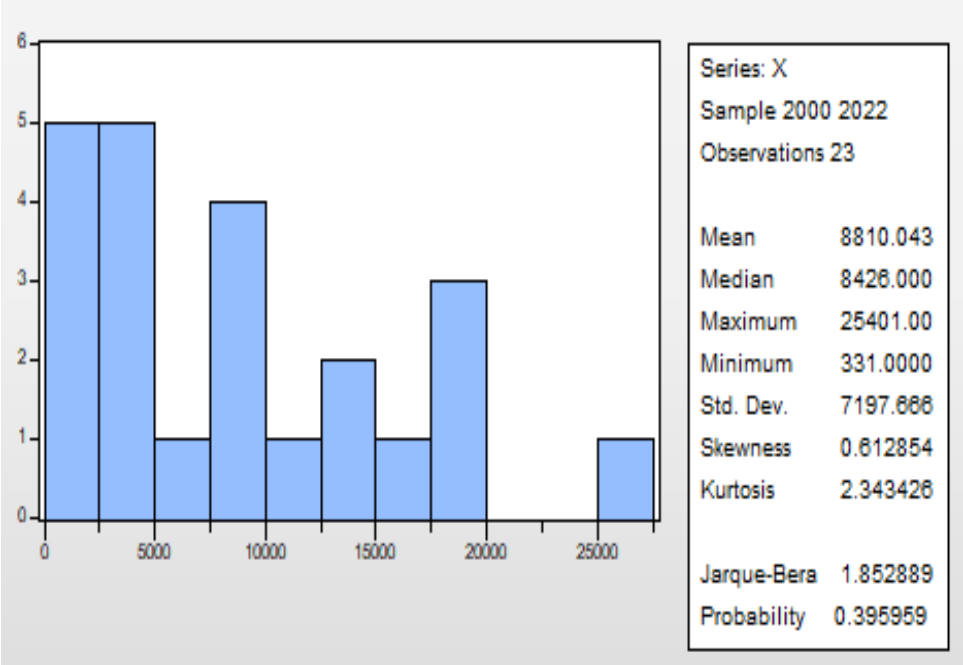
الملحق رقم (1): معطيات الدراسة.

الوحدة : مليون أورو					
السنوات	أرباح الأدوات المالية	الأدوات المالية بسعر السوق	تكلفة مخاطر السوق	الأدوات المالية لتغطية مخاطر السوق	تكلفة المخاطر الكلية
2000	5 364	125 620	145	331	1 142
2001	10 680	154 769	109	725	1 312
2002	8 865	121 734	116	919	1 470
2003	4 597	169 786	87	1030	1 361
2004	4 816	542 091	69	2581	685
2005	6 565	703 612	90	3087	610
2006	8 940	747 661	255	2803	783
2007	10 350	933 860	245	2154	1 725
2008	3 157	1 196 826	303	4555	5 752
2009	6 521	833 736	192	4952	8 369
2010	5 561	838 385	167	5440	4 802
2011	4 013	838 163	132	9700	6 797
2012	4 936	778 066	118	14267	3 941
2013	6 246	680 113	108	8426	4 054
2014	6 600	833 413	−32	19766	3 705
2015	7 539	703 046	3	18063	3 797
2016	8 400	709 860	16	18133	3 262
2017	8 071	603 928	13	13756	2 907

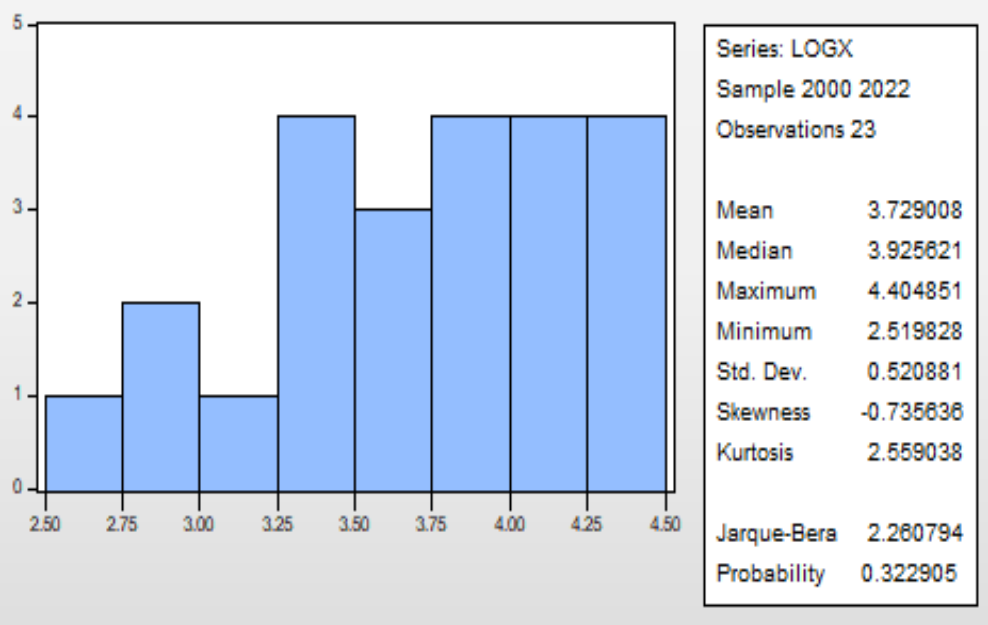
2 764	9810	−32	548 375	6 123	2018
3 203	12452	4	588 601	7 461	2019
5 717	15600	−181	705 184	10 598	2020
2 971	8680	6	690 418	7 779	2021
3 004	25401	−28	710 535	9 496	2022

المصدر: قيم مجمعة من التقارير المالية للبنك للسنوات (2000−2022)

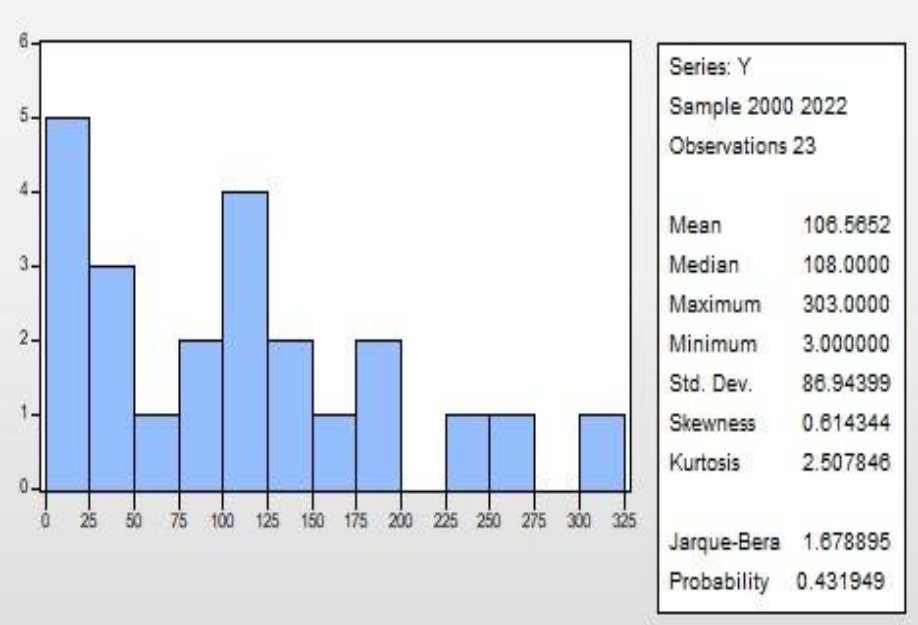
الملحق رقم (02): سلسلة الادوات المالية (X).



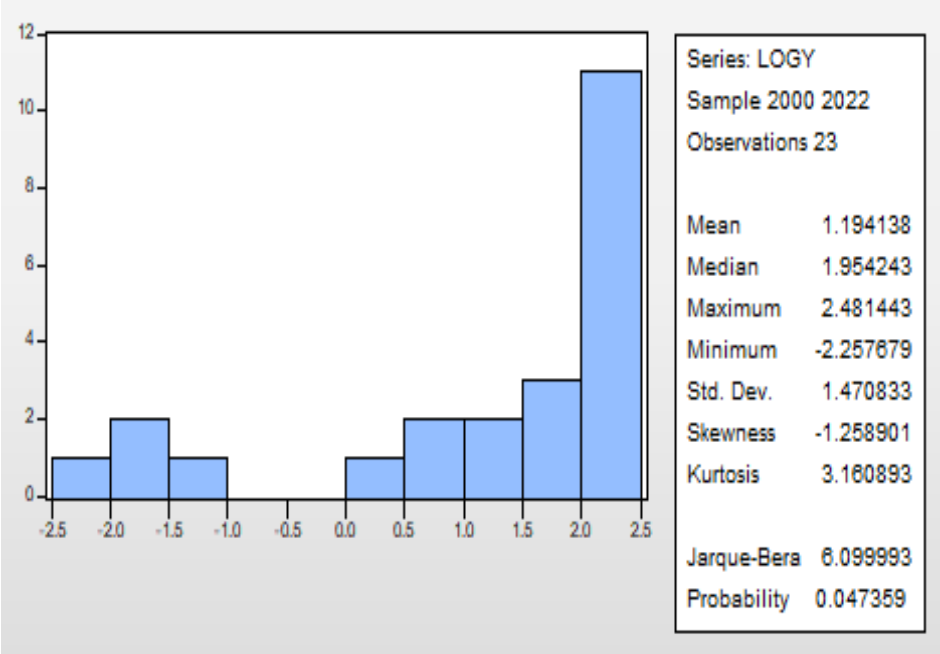
الملحق رقم(03): سلسلة الادوات المالية بعد ادخال اللوغاريتم(LOGX).



الملحق رقم(04): سلسلة تكلفة مخاطر السوق(Y).



الملحق رقم(05): سلسلة تكلفة مخاطر السوق(Y) بعد ادخال اللوغاريتم(LOGY).



الملحق رقم(06): اختبار جذر الوحدة ل(LOGX) عند المستوى مع ثابت.

Null Hypothesis: LOGX has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.184094	0.2172
Test critical values:	1% level	-3.788030	
	5% level	-3.012363	
	10% level	-2.646119	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGX)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 11:20
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGX(-1)	-0.197272	0.090322	-2.184094	0.0424
D(LOGX(-1))	-0.438968	0.213096	-2.059952	0.0542
C	0.843843	0.344409	2.450115	0.0247

R-squared	0.295286	Mean dependent var	0.073548
Adjusted R-squared	0.216984	S.D. dependent var	0.201115
S.E. of regression	0.177963	Akaike info criterion	-0.482915
Sum squared resid	0.570077	Schwarz criterion	-0.333698
Log likelihood	8.070609	Hannan-Quinn criter.	-0.450531
F-statistic	3.771137	Durbin-Watson stat	2.145705
Prob(F-statistic)	0.042866		

الملحق رقم(07): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX)

عند المستوى مع إتجاه وثابت.

Null Hypothesis: LOGX has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.831289	0.2017
Test critical values:	1% level	-4.440739	
	5% level	-3.632896	
	10% level	-3.254671	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGX)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 11:27
Sample (adjusted): 2001 2022
Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGX(-1)	-0.462990	0.163526	-2.831289	0.0107
C	1.505011	0.479484	3.138815	0.0054
@TREND("2000")	0.025473	0.012878	1.978085	0.0626

R-squared	0.330787	Mean dependent var	0.085683
Adjusted R-squared	0.260343	S.D. dependent var	0.204355
S.E. of regression	0.175752	Akaike info criterion	-0.513365
Sum squared resid	0.586885	Schwarz criterion	-0.364587
Log likelihood	8.647016	Hannan-Quinn criter.	-0.478317
F-statistic	4.695771	Durbin-Watson stat	2.201448
Prob(F-statistic)	0.022022		

الملحق رقم(08): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX)

عند المستوى بلا ثابت ولا إتجاه.

Null Hypothesis: LOGX has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		1.639050	0.9711
Test critical values:	1% level	-2.674290	
	5% level	-1.957204	
	10% level	-1.608175	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGX)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 11:44
Sample (adjusted): 2001 2022
Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGX(-1)	0.019607	0.011962	1.639050	0.1161

R-squared	-0.049865	Mean dependent var	0.085683
Adjusted R-squared	-0.049865	S.D. dependent var	0.204355
S.E. of regression	0.209388	Akaike info criterion	-0.244870
Sum squared resid	0.920707	Schwarz criterion	-0.195277
Log likelihood	3.693567	Hannan-Quinn criter.	-0.233187
Durbin-Watson stat	2.256787		

الملحق رقم(09): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX)

عند الفرق الأول مع ثابت.

Null Hypothesis: D(LOGX) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.891919	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.788030	
	5% level	-3.012363	
	10% level	-2.646119	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGX,2)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 11:33
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGX(-1))	-1.347939	0.228778	-5.891919	0.0000
C	0.097054	0.045236	2.145509	0.0450

R-squared	0.646279	Mean dependent var	0.005991
Adjusted R-squared	0.627663	S.D. dependent var	0.319278
S.E. of regression	0.194822	Akaike info criterion	-0.343069
Sum squared resid	0.721156	Schwarz criterion	-0.243591
Log likelihood	5.602229	Hannan-Quinn criter.	-0.321480
F-statistic	34.71471	Durbin-Watson stat	2.063139
Prob(F-statistic)	0.000011		

الملحق رقم(10): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند الفرق الأول مع إتجاه وثابت.

Null Hypothesis: D(LOGX) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.098081	0.0004
Test critical values:	1% level	-4.467895	
	5% level	-3.644963	
	10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGX,2)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 11:35
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGX(-1))	-1.506013	0.246965	-6.098081	0.0000
C	0.241020	0.107610	2.239756	0.0380
@TREND("2000")	-0.011107	0.007579	-1.465522	0.1600

R-squared	0.683986	Mean dependent var	0.005991
Adjusted R-squared	0.648873	S.D. dependent var	0.319278
S.E. of regression	0.189191	Akaike info criterion	-0.360552
Sum squared resid	0.644280	Schwarz criterion	-0.211335
Log likelihood	6.785800	Hannan-Quinn criter.	-0.328168
F-statistic	19.47976	Durbin-Watson stat	2.154735
Prob(F-statistic)	0.000031		

الملحق رقم(11): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGX) عند الفرق الأول بلا ثابت ولا إتجاه.

Null Hypothesis: D(LOGX) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.052878	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.679735	
	5% level	-1.958088	
	10% level	-1.607830	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGX,2)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 11:39
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGX(-1))	-1.180235	0.233577	-5.052878	0.0001

R-squared	0.560582	Mean dependent var	0.005991
Adjusted R-squared	0.560582	S.D. dependent var	0.319278
S.E. of regression	0.211645	Akaike info criterion	-0.221364
Sum squared resid	0.895873	Schwarz criterion	-0.171625
Log likelihood	3.324320	Hannan-Quinn criter.	-0.210569
Durbin-Watson stat	1.875956		

الملحق رقم(12): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY)

عند المستوى مع ثابت.

Null Hypothesis: LOGY has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.935861	0.7559
Test critical values:	1% level	-3.788030	
	5% level	-3.012363	
	10% level	-2.646119	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGY)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 12:28
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGY(-1)	-0.212189	0.226732	-0.935861	0.3617
D(LOGY(-1))	-0.601333	0.210422	-2.857747	0.0105
C	0.064757	0.396413	0.163358	0.8721

R-squared	0.480191	Mean dependent var	-0.165933
Adjusted R-squared	0.422434	S.D. dependent var	1.586917
S.E. of regression	1.206021	Akaike info criterion	3.344094
Sum squared resid	26.18076	Schwarz criterion	3.493311
Log likelihood	-32.11298	Hannan-Quinn criter.	3.376478
F-statistic	8.314051	Durbin-Watson stat	2.042906
Prob(F-statistic)	0.002771		

الملحق رقم(13): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY)

عند المستوى مع إتجاه وثابت.

Null Hypothesis: LOGY has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.825954	0.0045
Test critical values:	1% level	-4.440739	
	5% level	-3.632896	
	10% level	-3.254671	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGY)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 12:31
Sample (adjusted): 2001 2022
Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGY(-1)	-1.110513	0.230113	-4.825954	0.0001
C	3.365965	0.831874	4.046246	0.0007
@TREND("2000")	-0.180048	0.049091	-3.667667	0.0016

R-squared	0.554453	Mean dependent var	-0.164024
Adjusted R-squared	0.507553	S.D. dependent var	1.548698
S.E. of regression	1.086792	Akaike info criterion	3.130461
Sum squared resid	22.44122	Schwarz criterion	3.279240
Log likelihood	-31.43507	Hannan-Quinn criter.	3.165509
F-statistic	11.82210	Durbin-Watson stat	1.949936
Prob(F-statistic)	0.000462		

الملحق رقم(14): اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند المستوى بلا ثابت ولا إتجاه.

Null Hypothesis: LOGY has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.257200	0.1852
Test critical values:	1% level	-2.679735	
	5% level	-1.958088	
	10% level	-1.607830	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGY)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 12:33
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGY(-1)	-0.184512	0.146764	-1.257200	0.2239
D(LOGY(-1))	-0.615895	0.185660	-3.317323	0.0036

R-squared	0.479420	Mean dependent var	-0.165933
Adjusted R-squared	0.452021	S.D. dependent var	1.586917
S.E. of regression	1.174724	Akaike info criterion	3.250337
Sum squared resid	26.21957	Schwarz criterion	3.349815
Log likelihood	-32.12854	Hannan-Quinn criter.	3.271926
Durbin-Watson stat	2.067659		

الملحق رقم(15):اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY)عند الفرق الأول مع ثابت.

Null Hypothesis: D(LOGY) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.619016	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.788030	
	5% level	-3.012363	
	10% level	-2.646119	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGY,2)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 12:37
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGY(-1))	-1.706385	0.177397	-9.619016	0.0000
C	-0.212460	0.262574	-0.809145	0.4284

R-squared	0.829635	Mean dependent var	-0.100065
Adjusted R-squared	0.820669	S.D. dependent var	2.838593
S.E. of regression	1.202074	Akaike info criterion	3.296366
Sum squared resid	27.45465	Schwarz criterion	3.395845
Log likelihood	-32.61185	Hannan-Quinn criter.	3.317956
F-statistic	92.52548	Durbin-Watson stat	2.174315
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم(16):اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY) عند الفرق الأول مع إتجاه وثابت.

Null Hypothesis: D(LOGY) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.900849	0.0049
Test critical values:	1% level	-4.532598	
	5% level	-3.673616	
	10% level	-3.277364	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGY,2)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 12:39
Sample (adjusted): 2004 2022
Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGY(-1))	-3.105768	0.633720	-4.900849	0.0002
D(LOGY(-1),2)	1.202176	0.495351	2.426918	0.0293
D(LOGY(-2),2)	0.623451	0.263580	2.365318	0.0330
C	0.284436	0.692197	0.410917	0.6874
@TREND("2000")	-0.054296	0.050716	-1.070594	0.3025

R-squared	0.883486	Mean dependent var	-0.110546
Adjusted R-squared	0.850196	S.D. dependent var	2.991511
S.E. of regression	1.157851	Akaike info criterion	3.351942
Sum squared resid	18.76865	Schwarz criterion	3.600478
Log likelihood	-26.84345	Hannan-Quinn criter.	3.394004
F-statistic	26.53921	Durbin-Watson stat	2.010530
Prob(F-statistic)	0.000002		

الملحق رقم(17):اختبار جذر الوحدة لـ (LOGY)

عند الفرق الأول بلا ثابت ولا إتجاه.

Null Hypothesis: D(LOGY) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.676403	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.679735	
	5% level	-1.958088	
	10% level	-1.607830	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LOGY,2)
Method: Least Squares
Date: 02/23/24 Time: 12:41
Sample (adjusted): 2002 2022
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGY(-1))	-1.699998	0.175685	-9.676403	0.0000

R-squared	0.823765	Mean dependent var	-0.100065
Adjusted R-squared	0.823765	S.D. dependent var	2.838593
S.E. of regression	1.191652	Akaike info criterion	3.235006
Sum squared resid	28.40070	Schwarz criterion	3.284746
Log likelihood	-32.96757	Hannan-Quinn criter.	3.245801
Durbin-Watson stat	2.113203		