الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

جامعة محمد بوضياف - المسيلة
Université Mohamed Boudiaf - M'sila

جامعة محمد بوضياف -المسيلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير
التخصص: علوم التسيير

رقم التسجيل: DG/03/10

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير (كلاسيك)

إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية

دراسة مقارنة بين سوقين ماليين

إعداد الطالب
معتوق جمال

إشراف الأستاذ الدكتور
سعيدي يحي

لجنة المناقشة

أ.د برحومة عبد الحميد	أستاذ التعليم العالي	جامعة محمد بوضياف- المسيلة	رئيسا
أ.د سعيدي يحي	أستاذ التعليم العالي	جامعة محمد بوضياف- المسيلة	مقررا
أ.د بوراس أحمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة العربي بن مهيدي- أم البواقي	ممتحنا
د. حمودي حاج صحراوي	أستاذ محاضر	جامعة سطيف 1	ممتحنا
د. بوداح عبد الجليل	أستاذ محاضر	جامعة عبد الحميد مهري- قسنطينة 2	ممتحنا
د.فرحات عباس	أستاذ محاضر	جامعة محمد بوضياف- المسيلة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2016/2015

الإهـــداء

* إلى أعز الناس في الوجود أمي وأبي.

* إلى الجد والجدة رحمهما الله.

* إلى زوجتي العزيزة مهدية، وإلى ابنتي الحبيبة لجين.

إلى إخوتي: صالح وعائلته [الزوجة: دلولة، والأولاد: علاء الدين، ضياء الدين، بهاء الدين، تقي الدين، فخر الدين]، نصر الدين وعائلته [الزوجة: نرمان، والأولاد: خديجة، زينب، محمد]، وسيلة، سومية وعائلتها [الزوج منير، والأولاد يعقوب عبد الرحيم، سيمو -عبد البديع-]، نبيلة وزوجها حسين، وإلى الأخت ريمة.

*إلى كل العائلة.

*إلى جميع أساتذتي من الابتدائي إلى الجامعي.

* إلى كل أصدقائي.

* إلى كل زملائي.

* إلى كل من أعرفه من قريب أو من بعيد.

* إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد.

شكـــر وعـــرفان

أتقدم بجزيل شكري وفائق تقديري وعظيم إمتناني لأستاذي المشرف الأستاذ الدكتور: " سعيدي يحي"، لإشرافه على هذه الأطروحة، وعلى توجيهاته القيمة ونصائحه الرشيدة. جزاه الله عني كل خير.

كما لا يفوتني أن أتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى جميع من مد لي يد العون، وأخص بالذكر، الدكتور حمودي حاج صحراوي، الدكتور شرابي عماد الأستاذ الدكتور جبار محفوظ.

كذلك أتقدم باسمى عبارات الشكر والعرفان للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الموقرة، على قبولهم مناقشة هذا العمل المتواضع

المقدمة

إن الانتقال من الوساطة المالية نحو اللاوساطة المالية، أي الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي أدى إلى تعرض الأسواق المالية لارتفاع في المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية. وبما أن الخطر يعتبر من أهم المشاكل التي تؤثر على المشاريع تأثيرا فعالا، أصبح من الضروري تحديد وقياس ومتابعة هذه المخاطر، أي إدارتها وبالتالي الحد أو التقليل منها. فمن بين المخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية هناك الخطر المالي، الذي يعني أن هناك فرصة لحدوث خسارة مالية. فالمخاطر المالية ترتبط باستخدام الديون في تمويل احتياجات المنشأة أو التوقف عن سداد الالتزامات المالية، أو التقلبات في أسعار الأصول المالية، أو أسعار الفائدة ...الخ.

تنقسم المخاطر المالية إلى نوعين مخاطر نظامية (عامة) *Systematic Risks*، الناتجة عن التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتي تؤثر على السوق عامة، كما أنه لا يمكن القضاء عليها بالتنويع *Diversification*، لأنها تمس الاقتصاد الوطني ككل. وأخرى غير نظامية (خاصة) *Unsystematic Risks*، والتي يمكن تجنبها عن طريق التنويع. كما يمكن وصفها على أنها ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة أو خاصة بالشركة أو بالصناعة، والتي يمكن للمستثمر التخلص منها بتوزيع محفظة الأوراق المالية الخاصة به وبالتالي فهي تلك المخاطر الخاصة بالشركة التي يمكن إزالتها بالكامل من خلال تكوين محفظة يتم تنويعها بشكل كفئ. إن لإدارة المخاطر أهمية كبيرة في مواجهتها، فالإنسان دائم السعي إلى استخدام أساليب علمية حديثة لمواجهة المخاطر، كما أن البحوث دائمة ومستمرة في سبيل البحث عن سبل ووسائل لمواجهة المخاطر الجديدة التي يواجهها الإنسان بسبب التقدم العلمي والتكنولوجي.

ومع تزايد القيود المفروضة على الأسواق المالية (قيود تشريعية، ضريبية، تأسيسية... الخ) ظهر الاهتمام بالهندسة المالية، حيث يعتبر مصطلح الهندسة المالية من المفاهيم الحديثة التي دخلت عالم المال والاستثمار، وهي تعني عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، ومن ثم يتضح إمكانية استخدامها في إدارة المخاطر المالية. لقد ساهمت الهندسة المالية في ظهور العديد من المنتجات المالية الجديدة، والمتمثلة في المشتقات المالية، ومن أهمها (عقود المستقبليات، العقود الآجلة عقود الخيارات... الخ).

تعرف المشتقات *Derivatives* على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية، أو العينية كالأسهم والسندات والمواد الأولية ومؤشرات البورصة والعملات الأجنبية ومعدلات الفائدة، بحيث تسمح بالتغطية من مخاطر تقلبات أسعار هذه الأصول مستقبلا. إن أول ظهور لهذا النوع من العقود كان في أسواق السلع الزراعية، حيث أنه نظرا للطبيعة الموسمية لهذه المنتجات، وضعف الطاقة التخزينية المتاحة، زاد المعروض منها (المنتجات الزراعية)، عن المطلوب في مواسم الحصاد، وبالتالي تعرضت الأسعار للانخفاض، مما اضطر المزارعين إلى إبرام عقود مع التجار قبل مواسم الحصاد، تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بالصفقة من حيث تاريخ التسليم مستوى جودة الأصل، السعر ومكان التسليم، وازداد تطور هذه العقود مع ظهور أسواق متخصصة لها. وانتقل إبرام

هذه العقود من السلع الزراعية إلى مختلف الأصول المالية كالأسهم والسندات ومعدلات الفائدة إلى غاية مؤشرات البورصات، كما ظهرت أسواق خاصة لتداول هذه العقود، وهذا ما ساهم أكثر في هذا النوع من المعاملات.

1. الاشكالية

أصبحت التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات إحدى الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد نتجت هذه التقلبات عن تغيرات هيكلية شهدتها هذه الاقتصاديات في منتصف ونهاية السبعينات من القرن الماضي، والتي منها تعويم أسعار الصرف، والتغير في السياسات النقدية، استهداف استقرار أسعار الفائدة، وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية، والتطور الهائل في سرعة الاتصال والتنقل.

وقد شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطرا كبيرا على المؤسسات الاقتصادية، إذ هدد وجودها وعرضها للإفلاس، لذا كانت الحاجة ماسة إلى ابتكار أدوات وعمليات مالية جديدة لحماية هذه المؤسسات من تلك المخاطر، وذلك عن طريق التغطية وإدارة تلك المخاطر.

انطلاقا مما سبق يمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

"ما مدى مساهمة منتجات الهندسة المالية وبالخصوص المشتقات المالية في التغطية وإدارة المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات الاقتصادية؟"

ولمعالجة هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ماذا نعني بالإدارة المالية والتمويل؟
- ما المقصود بالهندسة المالية ومنتجاتها، وما هي مختلف الأزمات المالية؟
- ماذا نقصد بالمخاطر المالية التي تواجه المؤسسات الاقتصادية؟
- ماذا نعني بعملية التغطية وإدارة المخاطر المالية، وما هي الأدوات والسبل المستعملة لذلك؟
- كيف يمكن استعمال المشتقات المالية في عمليات التغطية وإدارة المخاطر المالية؟ وهل اقتصار سوق الجزائر للأوراق المالية على الأسهم العادية والسندات يقلل من إمكانية الحد أو التقليل من تلك المخاطر؟

2. فرضيات الدراسة

لأجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية وضع الفرضيات التالية:

- تعتبر المخاطر المالية من أهم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الاقتصادية، وهي مؤثرة ويمتد أثرها إلى كافة أنحاء المعمورة.
- التغطية من شأنها أن تتيح الفرصة للمؤسسات الاقتصادية لأن تخطط للمستقبل في ظل درجة أكبر من التأكد.
- تساهم الهندسة المالية وذلك عن طريق منتجاتها بشكل كبير في التغطية وإدارة المخاطر المالية.

– المشتقات المالية أداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وتمكن من إتاحة فرص استثمارية جديدة، كما أن لها دورا مهما في زيادة حجم ونشاط وكفاءة سوق الأوراق المالية وتفعيل وظيفته.

– إن عدم وجود المشتقات المالية في بورصة الجزائر يقلل من الفرص الاستثمارية، ويزيد من حدة المخاطر المالية.

3. حدود الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى قياس أثر تداول المشتقات المالية -باعتبارها أداة من أدوات الهندسة المالية- على المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية. حيث تم اختيارنا لبورصات الأوراق المالية التالية: تركيا (اسطنبول) الكويت، عمان، قطر، مسقط (عُمان)، البحرين، الإمارات. تم اعتمادنا على هذه الأسواق العربية كونها أسواق دولية، وهي من أهم الأسواق العربية من حيث الرسملة، حجم التداول، الشركات المدرجة، التنظيم...الخ. أما فيما يخص بورصة تركيا فهي تتمتع بنفس الخصائص السالفة الذكر، إضافة إلى كون بورصة تركيا تتداول فيها المشتقات المالية. أما بالنسبة للفترات فهي تخص تطور مؤشرات أسواق الأوراق المالية اليومية والشهرية. هناك فترات ممتدة ما بين سنة 1994 إلى غاية سنة 2015، وفترات ممتدة ما بين سنة 2001 إلى غاية سنة 2015، وأخيرا فترات ممتدة ما بين سنة 2005 إلى غاية سنة 2015.

4. أهمية الدراسة ودوافع إختيارها:

تكمن أهمية الدراسة فيما يلي:

– إن المخاطر المالية مؤثرة، ويمتد أثرها إلى كافة أنحاء المعمورة، وهذا يعني ضرورة مواجهتها، وذلك بإدارتها من خلال سبل التغطية.

– إن عدم وجود مشتقات مالية، وأدوات مالية للتغطية وإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الاقتصادية أدى بتلك المؤسسات إلى الانسحاب من المعاملات المالية ذات المخاطر المرتفعة، وهذا يقلل من دورها ومساهمتها في تطوير الاقتصاد، ويقلل من مقدرتها على إدارة أصولها وخصومها بكفاءة، وكل هذا يرفع من تكلفتها، وبالتالي لا تستطيع منافسة المؤسسات الاقتصادية الأخرى. ومع انفتاح الاقتصاد والعولمة مما يؤدي بها إلى الاختفاء لتفسح المجال للمؤسسات الأقوى والأكثر كفاءة.

– اقتصار التعامل في بورصة الجزائر على الأسهم العادية والسندات وغياب معظم منتجات الهندسة المالية والتي من خلالها يمكن تنشيط بورصة الجزائر والتقليل من المخاطر المالية وإدارتها.

أما عن مبررات اختيارنا لهذا الموضوع، فهي تعود خاصة إلى حداثته وندرة الدراسات فيه بالموازاة مع الأهمية التي يكتسيها، سواء في إبراز مفاهيمه النظرية، أو عند إسقاطها على الواقع العملي، وبالتالي إثراء المكتبة بأبحاث متخصصة في حقل التمويل والاستثمار، وخاصة في مجال صناعة الهندسة المالية والتغطية وإدارة المخاطر المالية.

5. هدف الدراسة

- التعريف بالهندسة المالية، والكشف عن المزايا التي تقدمها منتجاتها للحد من المخاطر المالية.
- الحديث عن الأزمات المالية وأسبابها.
- التعرف على المخاطر المالية (أنواعها، كيفية قياسها،.....).
- إعطاء صورة لسبل التغطية وإدارة المخاطر المالية.
- الوقوف على الآثار المترتبة عن اقتصار التعامل في سوق الجزائر للأوراق المالية على الأسهم العادية والسندات وغياب منتجات الهندسة المالية، ومن بين تلك الآثار المخاطر المالية.

6. منهجية الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجزء النظري من أجل الوصف الدقيق لمفهوم: الهندسة المالية ومنتجاتها، الأزمات المالية وأسبابها، المخاطر المالية، التغطية وإدارة المخاطر بالإضافة إلى إظهار مدى قدرة الهندسة المالية عن طريق منتجاتها على الحد أو التقليل من المخاطر المالية.

كما استعمل منهج دراسة الحالات لتجسيد الموضوع على أرض الواقع، حيث تم المزج بين المنهج المقارن والنماذج الرياضية، ومنه تتم المقارنة بين سوقين ماليين أحدهما سوق مالي تتداول فيه غالبية منتجات الهندسة المالية (المشتقات المالية)، والآخر لا تتداول فيه سوى الأسهم والسندات وتنعدم فيه المشتقات المالية.

7. الدراسات السابقة

أ- دراسات تتعلق باستعمال المشتقات المالية لإدارة المخاطر المالية، وزيادة كفاءة السوق المالي

- بلعزوز بن علي، إستراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010. توصلت الدراسة إلى أن هناك من يدافع عن المشتقات المالية ويرى أنها أدوات لنقل المخاطرة من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي، لكن المعارضين يقولون أن المشتقات المالية هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك، وهي بذلك توصف بالمشتقات السامة، وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على هذه المشتقات، إذ تعتبر أحد أهم أدوات التحوط إلا أنها من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية.

- شقيري نوري موسى، وليد أحمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطرة – دراسة عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية- مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 19، 2009. هدف هذا البحث لاختبار فيما إذا كان هناك أثر

مهم إحصائيا بين حجم الشركة (إجمالي الأصول) من جهة وعائد السهم، والمخاطر الكلية والنظامية من جهة أخرى وتوصل الباحث إلى النتائج التالية:

- يوجد أثر للحجم على عائد السهم، بمعنى أن عوائد الشركات كبيرة الحجم أكبر من عوائد الشركات صغيرة الحجم، وذلك بغض النظر عن المخاطر التي تتعرض لها هذه الشركات.
- يوجد أثر دال إحصائيا بين الحجم والمخاطر النظامية بمعنى أن المخاطر النظامية (المخاطر العامة أو المخاطر السوقية) في الشركات كبيرة الحجم أكبر من المخاطر النظامية في الشركات صغيرة الحجم، حيث كان معامل بيتا هو المقياس النسبي للمخاطر النظامية.
- يوجد أثر دال إحصائيا بين الحجم والمخاطر الكلية ولكن بصورة عكسية، حيث تبين أن المخاطر الكلية (مجموع المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية معا) في الشركات صغيرة الحجم أكبر من المخاطر الكلية في الشركات كبيرة الحجم، وهذا يعني أن معظم المخاطر التي تتعرض لها الشركات صغيرة الحجم هي مخاطر غير نظامية خاصة بالشركة نفسها وليست مخاطر نظامية.

- عبد القادر شلالي، علال قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي امحند أولحاج بالبويرة، الجزائر، 2013. توصل الباحثان إلى النتائج التالية:

- أن إدارة المخاطر المالية يترتب عليها تخفيض مستوى المخاطر المالية التي يحتمل أن تحدث، و يأتي في مقدمة هذه المخاطر مخاطر تغير سعر الفائدة، ومخاطر تغير سعر الصرف، ومخاطر تغير سعر السلع.
- وعندما تتمكن إدارة المخاطر المالية من وضع آليات للتعامل مع تلك المخاطر، سوف تجد الوقت الكافي للتعامل مع المخاطر التي ترتبط بعملياتها، ووإذا ما لم يتحقق لها ذلك فإن تأثير المخاطر المالية قد يأخذ المنشأة إلى طريق الإفلاس.
- وهناك سبل عديدة للتعامل مع هذه المخاطر من بينها إدارة التوازن بين أصول المنشأة وخصومها. وتأتي التغطية بعقود المشتقات لكي تعتلي القمة في هذا الشأن، فالتغطية بتلك العقود تكون في مواجهة مخاطر عن مركز أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر.

- Chau, Frankie Ho-Chi, The impact and performance of new equity derivatives : evidence from universal stock futures, A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in Economics, Durham University, 2007.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الدور الذي تلعبه المشتقات المالية وبالتحديد العقود المستقبلية (Universal Stock Futures -USF-) في عملية التحوط ضد مخاطر السوق، وانعكاسات هذه الأدوات على الأسواق الناشئة. لقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- تستعمل المشتقات المالية في ادارة المخاطر والاستفادة من فروقات الأسعار.

- تلعب العقود المستقبلية دورا فعالا في كفاءة السوق المالي، وفي عملية التحوط ضد مخاطر التقلبات التي تحدث في السوق المالي، طبعا إذا احترمت قواعد استعمال هذه العقود.
- ضرورة تداول هذه الأدوات في الأسواق الناشئة.

- Omar Baqueiro Espinosa, Agent Risk Management in Electronic Markets Using Option Derivatives, A Thesis submitted in accordance with the requirements of the University of Liverpool for the degree of Doctor in Philosophy, 2008.

هدفت هذه الدراسة إلى اظهار أن المتعاملين بالبرمجيات الذكية في الأسواق المالية الالكترونية بإمكانهم ادارة المخاطر باستعمال منتجات الهندسة المالية. وكنتيجة لذلك توصلت الدراسة إلى أن عقود الخيارات والتي تعتبر من المشتقات المالية هي أداة من أدوات إدارة المخاطر المالية.

- Corbet, Shaen, Quantifying the effects of new derivative introduction on exchange volatility, efficiency and liquidity. A thesis submitted in the fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy (Ph.D) in the Department of Economics, Finance and Accounting, National University of Ireland Maynooth, 2012.

الهدف من هذه الدراسة هو معرفة مدى تأثير تداول المشتقات المالية في مجموعة من الأسواق المالية الدولية على كل من التقلبات والتذبذبات في الأسعار، الكفاءة والسيولة. من بين البيانات التي استعمل الباحث بيانات تتعلق بـ:(الأسعار اليومية الختامية، حجم التداول، أسعار العرض والطلب، العوائد...)، أما أدوات القياس فنذكر منها: (مقاييس الارتباط، التباين، الالتواء والتفرطح، نماذج Garch, Egarch، ونماذج السيولة التي قدمها كل من بنك انجلترا وطورها البنك المركزي الأوروبي). عموما توصلت الدراسة إلى أن التعامل بالمشتقات المالية في السوق يزيد من كفائته، كما ترفع هذه المشتقات من سيولة السوق، وتقلل من التذبذات والتقلبات في أسعار الأسهم.

ب- دراسات تتعلق باستعمال الشبكات العصبية في عملية التنبؤ:

– دربال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013–2014. هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على نماذج التنبؤ الكلاسيكية والحديثة، دراسة سلوك مؤشر دبي المالي خلال فترة الدراسة وإعداد نموذج كمي يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ. ولقد توصلت الباحثة إلى النتائج التالية:

- التنبؤ الجيد يعطي خيارات جيدة للتسعير وإدارة جيدة للمخاطر.
- يعتبر نموذج الشبكات العصبية الاصطناعية من أفضل النماذج المستخدمة في التنبؤ نظرا لسرعتها وبساطة استعمالها ودقتها. لذا فهي داعمة ومساعدة جيدة في عملية اتخاذ القرار ووضع التوقعات المناسبة.
- أداء الشبكة العصبية الاصطناعية يتأثر بحجم البيانات كلما كانت العينات كبيرة كلما أعطت نتائج أكثر دقة.

- CHERABI Imed Eddine, On the Behavior of Financial Markets in the GCC Countries From Market Efficiency to Behavioral Finance, Thesis Submitted to the Faculty of Economics, Business and Management at Tlemcen University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor in Finance, October 2014.

يهدف هذا البحث إلى تحديد مستوى كفاءة أسواق الأسهم الخليجية باستخدام ثلاثة نماذج هي: نموذج كولموغوروف سميرنوف، اختبار ديكي فولر الموسع والشبكات العصبية الاصطناعية ممثلة في نموذج بيرسبترون متعدد الطبقات ذو خوارزم الانتشار العكسي. البيانات المستخدمة تتمثل في أسعار الإغلاق اليومية لمؤشرMSCI IMI وذلك خلال الفترة الممتدة بين سنة 2002 و 2014م. النتائج تؤكد أن أسواق الأسهم الخليجية لم تصل بعد إلى مستوى الكفاءة الضعيف. فيما يخص الكفاءة النسبية لهذه الأسواق فإنها تأتي حسب الترتيب التالي انطلاقا من الأكثر كفاءة: الإمارات العربية المتحدة، قطر، الكويت، البحرين، عمان و السعودية.

8. خطة البحث

تم تقسيم الموضوع إلى قسمين:

القسم الأول نظري يتكون من ثلاثة فصول. الفصل الأول تم التطرق فيه إلى مفاهيم عامة حول الإدارة المالية والتمويل، أما الفصل الثاني تناول الهندسة المالية ومختلف تعريفاتها، استراتجياتها وعملياتها، منتجات الهندسة المالية كالمشتقات المالية...، كما شمل هذا الفصل التطرق إلى أهم الأزمات المالية (خصائصها وآثارها). أما الفصل الثالث فخصص لدراسة سبل التغطية وإدارة المخاطر المالية، والدور الذي تلعبه منتجات الهندسة المالية في التقليل أو الحد من المخاطر المالية، بالإضافة إلى أدوات قياس المخاطر المالية.

أما القسم الثاني تطبيقي خصص لدراسة حالة حول سوقين ماليين أحدهما يتوفر على منتجات الهندسة المالية وبالأخص المشتقات المالية والثاني تنعدم فيه المشتقات المالية، ومن ثم كيف تتم عملية قياس المخاطر المالية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأس مالية *CAPM*، وكذلك كيفية قياس كفاءة سوق الأوراق المالية قبل وبعد تداول المشتقات المالية باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية. وبالتالي معرفة أثر تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية على المخاطر المالية وكفاءة هذه السوق.

9. صعوبات الدراسة:

إن أهم الصعوبات التي واجهتنا في هذه الدراسة هي نقص البيانات المتعلقة بتطور أسعار مؤشرات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة، بحيث يكاد يستحيل حصولنا على بيانات تتعلق بتطور هذه الأسعار وذلك لفترات طويلة، بحيث أن معظم الفترات لا تكاد تزيد عن السنة.

الفصل: الأول

الفصل الأول
الإدارة المالية والتمويل

مقدمة:

إن الهدف الأساسي من الوجود الوظيفي للمؤسسة الاقتصادية هو البقاء عن طريق الربح والنمو، ولتجسيد ذلك لابد من إيجاد قالب يضمن التوزيع المتناسق بين الأدوار والوظائف داخل المؤسسة بصفة تكاملية، وكذا يجب تبني نمط تسيير استراتيجي يتصف بالفعالية والكفاءة.

وفي هذا المجال يأتي دور وظائف المؤسسة المختلفة (إدارية، مالية، إنتاجية، تجارية، اجتماعية...) فالوظيفة الإدارية تختص أساسا بتحديد أهداف المؤسسة والتنسيق الجيد بين مختلف الجهود المبذولة في المؤسسة. أغلب مساهمات هذه الوظيفة هي ذات طابع فكري ثقافي مثل التنبؤ، التنظيم، القيادة، التنسيق والمراقبة.

أما الوظيفة المالية داخل المؤسسة الاقتصادية، فهي وظيفة غاية في الأهمية والحساسية، كونها تمثل العصب الأساسي في المؤسسة. حيث يعود إليها الدور الأساسي في مواجهة المنافسة، أو التصدي لأي مستجدات جراء تأثير المحيط الخارجي، وهذا من خلال عملياتها التي ترتكز على البحث في الاحتياجات اليومية للمؤسسة الاقتصادية والبحث في المصادر التمويلية بالكمية المناسبة، التكلفة الملائمة، والسهر على إنفاقها بأحسن طريقة ممكنة، وكذا مشاركة الإدارة العليا في قراراتها الخاصة باختيار الاستثمارات وتمويلها. إن كل هذا يتم باستخدام جل الطرق والأدوات المتاحة لها من التحليل، التنبؤات والتخطيط...الخ.

إذا الوظيفة المالية دورها في المؤسسة هو توفير رؤوس الأموال التي تحتاجها المؤسسة في الوقت المناسب، بأقل تكلفة ممكنة وتسيير هذه الأموال. ولحصول المؤسسة على هذه الأموال إما أن تعتمد على التمويل الذاتي باستعمال الأرباح المحتجزة والمجمعة من السنوات السابقة، أو أن تلجأ إلى الرفع في رأس مالها عن طريق إصدار الأسهم، أو أن تعتمد على الديون عن طريق: الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية مباشرة، أو إصدار منتجات تمثل دينا على المؤسسة وهي السندات.

المبحث الأول: الإدارة المالية

يعتبر الفكر الإداري بما فيه القديم والحديث، من الأمور المهمة بالنسبة للإدارات المختلفة بصفة عامة، ولإدارة الأعمال على وجه الخصوص. لذلك ارتأيت التطرق إلى النقاط التالية: ظهور الإدارة وتطورها، تعريف الإدارة، أهمية الإدارة. ومن ثم الحديث عن الإدارة المالية.

المطلب الأول: الوظيفة الادارية

يتم تناول هذا المطلب من خلال العناصر التالية: ظهور الإدارة وتطورها، من حيث القائمين بها من جهة ومن حيث أساليبها من جهة أخرى. كذلك نتطرق في هذا المطلب للتعاريف التقليدية والحديثة للإدارة. أما العنصر الأخير فنتناول فيه أهمية الإدارة.

الفرع الأول: ظهور الادارة

ظهرت الإدارة منذ الحضارات القديمة، ولقد كان لها الفضل في تطور ورقي تلك الحضارات. فعن طريق الإدارة الرشيدة بما تحويه من معنى، أمكن بناء الحضارة الفرعونية والمتمثلة في الأساس في الأهرام. ذلك أن بناء هذه الأخيرة قد تطلب عملا إداريا وتنظيما على درجة عالية من الدقة[1].

كما ظهرت نماذج إدارية وتنظيمية متقدمة في حضارة الصين القديمة، حيث عرف أقدم نظام في التاريخ لشغل الوظائف العامة على أساس عقد الاختيارات والمفاضلة بين المتقدمين لاختيار الأصلح. وهو إجراء تقدمي للغاية لم تأخذ به الدول الحديثة إلا في القرن التاسع عشر والعشرين.

كما اتبع اليونانيون القدماء بعض الطرق لشغل الوظائف العامة، والتأكد من أهمية اختيار الفرد لشغل الوظيفة التي تتناسب مع قدراته ومواهبه، وذلك ضمانا للقيام بأعباء تلك الوظيفة. ويرجع الفضل إلى أفلاطون في تحديده لفكرة المستويات الإدارية وتوزيع السلطة عليها، والفصل أيضا بين السلطة التشريعية التي عليها اتخاذ القرار والسلطة التنفيذية التي يقع عليها تنفيذ هذا القرار.

ولقد أرسى الإسلام قواعد الإدارة والعمليات الإدارية، حيث لم تقتصر تعليماته على مجرد تقديم أفكار ومبادئ نظرية فحسب، بل تضمن الفكر الإسلامي صورا لتطبيق هذه المبادئ التي نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

مبدأ المساواة: قال – صلى الله عليه وسلم– في خطبته في حجة الوداع: "يا أيها الناس إن ربكم واحد، وإن أباكم واحد، كلكم لآدم وآدم من تراب، ليس لعربي على عجمي ولا لعجمي على عربي، ولا لأحمر على أبيض، ولا لأبيض على أحمر فضل إلا بالتقوى ". (حديث شريف).

مبدأ الشورى: **"وَالَّذِينَ اسْتَجَابُوا لِرَبِّهِمْ وَأَقَامُوا الصَّلَاةَ وَأَمْرُهُمْ شُورَىٰ بَيْنَهُمْ وَمِمَّا رَزَقْنَاهُمْ يُنْفِقُونَ (٣٨)".** (قرآن كريم، سورة الشورى، الآية 38).

مبدأ الحوافز: **"وَلِكُلٍّ دَرَجَاتٌ مِمَّا عَمِلُوا ۖ وَلِيُوَفِّيَهُمْ أَعْمَالَهُمْ وَهُمْ لَا يُظْلَمُونَ (١٩)".** (قرآن كريم، سورة الأحقاف الآية 19).

---

[1]– عبد الكريم درويش، ليلا تكلا، الإدارة العامة، مكتب الأنجلو مصرية، القاهرة، 1974، ص 79-80.

مبدأ تلازم السلطة والمسؤولية: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَطِيعُوا اللَّهَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ وَأُولِي الْأَمْرِ مِنْكُمْ ۖ فَإِنْ تَنَازَعْتُمْ فِي شَيْءٍ فَرُدُّوهُ إِلَى اللَّهِ وَالرَّسُولِ إِنْ كُنْتُمْ تُؤْمِنُونَ بِاللَّهِ وَالْيَوْمِ الْآخِرِ ۚ ذَٰلِكَ خَيْرٌ وَأَحْسَنُ تَأْوِيلًا (٥٩)".(قران كريم، سورة النساء، الآية 59).

مبدأ اختيار القادة والولاة وعمال الدولة: "إذا ولي الأمر من غير أهله فانتظروا الساعة". (حديث شريف).

مبدأ الرقابة على الولاة وعمال الدولة ومحاسبتهم: "أطيعوني ما أطعت الله فيكم، فإن وجدتم في اعوجاج فقوموني".(عمر ابن الخطاب رضي الله عنه).

الفرع الثاني: تطور الإدارة

1- تطور الإدارة من حيث القائمين بها: والمقصود منها اختيار أحسن الأفراد لشغل الوظائف حتى يكون الفرد فعال وأكثر مردودية.

كانت التعيينات في السابق تتم على أساس متحيز وفي منظور ضيق، مغلق وغير موضوعي، حيث كان يتم الاختيار للوظائف بناءا على اعتبار من الاعتبارات الثلاثة التالية، وذلك حتى يتمكن الحاكم (الملك) من ضمان منصبه، وهي[1]: (تعيين الأقارب، تعيين المعارف والأصدقاء، تعيين الأنصار السياسيين).

ومن خلال ذلك بقيت عناصر أفراد الشعب بعيدة كل البعد عن تلك المناصب مما أثار غضبه وسخطه فيما بعد. وقد سمي هذا النظام بالنظام الفاسد. ولقد كان الأثر الايجابي في تدارك النقص المذكور، وذلك نتيجة الزيادة في الإنتاج، مما أدى بالساهرين على تلك المنظمات إلى الأخذ بمبدأ الكفاءة في تعيين المسيرين أو الساهرين على شؤون تلك المنظمات. في حين بقيت الإدارات الحكومية على حالها. ونظرا لهذا التطور وحفاظا على مصالح العمال والطبقات الشعبية، وقف أرباب العمل مع العمال من أجل إصلاح وتطوير أساليبها لاختيار أصلح الأفراد لشغل الوظائف العامة.

وتحت هذه الضغوطات، اضطرت تلك الحكومات أن تعدل (ترجع) عن ما يسمى بالنظام الفاسد. ومن بين هذه الدول تأتي في المقدمة انجلترا التي جاءت بنظام الإصلاحات عام 1852، ثم فرنسا عام 1882، فالولايات المتحدة الأمريكية عام 1882، لتأخذ به جمهورية مصر في عام 1951 من خلال إنشائها لديوان الموظفين، أما في الجزائر فقد كانت التغيرات في المناصب الإدارية المختلفة تتم على أساس الأفراد الموالين للثورة التحريرية، وذوي المعارف والجاه وما إلى ذلك، لكن تغير الحال في يومنا هذا، وذلك تجسيدا للشعار القائل: الرجل المناسب في المكان المناسب.

2- تطور الإدارة من حيث أساليبها:

ظهرت إدارة الأعمال منذ القديم، إلا أن البوادر الملموسة ظهرت في نهاية القرن 19 وبداية القرن 20، حيث كانت تعتبر الإبداعات والمهارات الخاصة كفن الإدارة. إلا أن هذه الأخيرة أخذت طابعها العلمي في النصف الثاني من القرن 20 مع ظهور عدد من المفكرين أمثال فريدريك تايلور Frederick Taylor (1856-1915)، هنري فايـــــول Henri Fayol (1841-1925)، فرانـــــك جلبرت، هنـــــري قانت، امرسون، لوثر قليك

[1] – إبراهيم عبد الهادي المليجي، الإدارة، مفاهيمها وأنواعها وعملياتها، المكتب العلمي للكمبيوتر والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997، ص 38-40.

F.Gulbarth, H.Ganth, Imerson, Luther Gulick، وفي هذا السياق قدم تايلور ثلاثة مبادئ رئيسية كإجراءات محددة يجب على الإدارة إتباعها، وذلك لتحقيق الكفاية الإنتاجية في العمل وهي[1]:

- **تحقيق الكفاية الانتاجية:** أي استخدام دراسات الحركة والزمن للوصول إلى الطريقة المثلى الوحيدة لأداء العمل. وهي الطريقة التي تسمح بتحقيق أعلى متوسط إنتاج يومي.
- **الحوافز المادية:** أي تزويد العمال بحافز تشجيعي يدفعهم إلى أداء العمل وفقا للطريقة التي تم التوصل إليها بأسلوب علمي، ويتحقق ذلك بواسطة منح العامل مكافأة محددة تزيد عن معدل الأجر اليومي، إذا استطاع أن يحقق المستويات المطلوبة والمقننة للإنتاج.
- **التخصص وتقسيم العمل:** أي استخدام خبراء متخصصين للإشراف على الظروف المختلفة المحيطة بالعامل. مثل وسائل العمل، وسرعة الآلات، وطريقة الأداء...الخ.

أما بالنسبة لـ فايول، فزيادة على الدراسة العلمية التي قام بها تايلور، والتي انحصرت تقريبا في الوحدة الإنتاجية. فإن فايول قد حاول الاهتمام بالترشيد من مستوى الوحدة الإنتاجية إلى البناء التنظيمي بصفة عامة. وقد ترجمت أفكاره عام 1916 في كتابه "الإدارة الصناعية والعامة" ليترجم عام 1929 إلى الانجليزية في انجلترا، ثم عام 1949 في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد ركز فايول اهتمامه على إدارة الأعمال بدلا من الإدارة العامة، حيث قام بتحليل الأنشطة المختلفة في المنظمة إلى 6 مجموعات شملت النواحي التالية: الأنشطة الفنية أو التكنولوجية، الأنشطة التجارية، الأنشطة المالية الأنشطة الأمنية، الأنشطة المحاسبية، الأنشطة الإدارية. وتشمل هذه الأخيرة (الأنشطة الإدارية) على التخطيط التنظيم، التنسيق، إصدار الأوامر والرقابة. فإذا كانت الخمسة الأولى موجودة في أي مؤسسة ما، فإن المهمة الأخيرة ونظرا لأهميتها، فقد استغرقت معظم أبحاثه وكتاباته. انتهى منها إلى تحديد أربعة عشرة مبدأ من مبادئ الإدارة وهي: تقسيم العمل، السلطة والمسؤولية، الالتزام بالقواعد، وحدة الأمر، خضوع الأفراد للمصلحة العامة، تسلسل القيادة المكافآت، المركزية، النظام (ترتيب الأشياء والأشخاص)، العدالة (الإنصاف والمساوات بين العاملين)، استقرار العمالة، المبادرة (الابتكار)، روح الفريق.

الفرع الثالث: تعريف الإدارة

تعرض العديد من الكتاب والباحثين إلى تعريف الإدارة كل حسب وجهة نظره، وقد رأى سعيد محمد المصري أن يقسم التعاريف إلى نوعين هي[2]:

1- **التعاريف التقليدية:** وعلى هذا الأساس عرفت الإدارة حتى وقت قريب بأنها "مجموعة الأنشطة الإنسانية التي يتم بواسطتها تحقيق الأهداف من خلال الآخرين، أو من خلال ومع الآخرين (بمشاركة الآخرين)". إلا أن هذه التعاريف تضمنت:

---

[1] - إبراهيم عبد الهادي المليحي، مرجع سابق، ص 44-48.

[2] - سعيد محمد المصري، التنظيم والإدارة، مدخل معاصر لعمليات التخطيط والتنظيم والقيادة والرقابة، 1999، ص 4-5.

- أن من له حق الإدارة (المدير) تكون له سلطة توجيه الآخرين ناحية تحقيق الأهداف. وأن هذا الحق يستمد من المركز الإداري الرسمي الذي يشغله المدير على الهيكل التنظيمي؛
- أن الأنشطة الإدارية تمارس داخل إطار وحدود المنظمة دون النظر إلى البيئة المحيطة به؛
- أن من يطلق عليهم مصطلح "الآخرين" هم أدوات لا يعملون إلا من خلال توجيهات وتعليمات من لهم حق الإدارة.

2- **التعريف الحديث للإدارة:** ومن هذا المنطلق تطور تعريف الإدارة نتيجة لظهور نظريتين حديثتين أثرتا في الفكر الإداري تأثيرا جوهريا، هما:

ا- نظرية القيادة: والتي تنادي بأن التوجيه الفعال لجهود الآخرين لا يتوقف على ما يتمتع به الفرد من سلطات مكتسبة من مركزه في التنظيم، ولكن على ما يتمتع به القائد الإداري كفرد من قوة التأثير تجعل الآخرين يقبلونه كموجه لجهودهم، ومحفز يدفعهم إلى تحقيق أهداف المنظمة، والتي من خلالها تتحقق أهدافه الشخصية.

ب- نظرية النظم: والتي تنظر إلى المنشأة كنظام مفتوح يتفاعل بصفة مستمرة مع البيئة المحيطة، يأخذ مدخلات عملياته الإنتاجية منها، ويحولها إلى مخرجات مقبولة من البيئة ومطلوبة من قبل أفراد المجتمع وجماعاته، كما يسعى إلى الحصول على ردود فعل البيئة ويستخدمها في تطوير المخرجات. وبذلك تتحقق للمنشأة أهدافها الرئيسية، وهي الربحية والاستمرار في الأجل الطويل.

الفرع الرابع: طبيعة وأهمية الإدارة

1- **طبيعة الإدارة:** الإدارة كظاهرة لها جانبان[1]:

- **جانب فطري:** ويكمن في مجموعة القدرات والسمات القيادية التي تولد مع الفرد، وتمنحه قوة التأثير على الآخرين.
- **جانب مكتسب:** وتحدده عوامل ومقومات ثلاثة رئيسية:

✓ التعليم (بمعنى دراسة نظريات ومبادئ وأساليب علم الإدارة)؛

✓ الممارسة (بمعنى ممارسة العمل الإداري وإكساب الخبرة من خلال عملية التعليم)؛

✓ ظروف الموقف الإداري (والتي تتحكم في نمط الإدارة المناسب لتلك الظروف).

- **الإدارة "كعلم" و"فن" و "مهنة":**

✓ **الإدارة كعلم:** وتعني أنها إطار من المعرفة المنظمة يضم مجموعة من النظريات والمبادئ والأساليب المنهجية المميزة.

✓ **الإدارة كفن:** تعني أنها مجموعة المهارات المهنية والخبرات التي تنصب على تطبيق نظريات علم الإدارة في الواقع.

✓ **الإدارة كمهنة:** تعني أنها مجموعة من المهام التي تمارسها فئة مميزة من الأفراد، وتحكمها مجموعة من القيم الأخلاقية والتقاليد النظامية.

والإدارة كمضمون شامل تتكامل فيها الأبعاد الثلاثة السابقة في وحدة متكاملة، وهي علم وفن ومهنة في آن واحد.

---

[1]- سعيد محمد المصري، مرجع سابق، ص 3-4.

2- **أهمية الإدارة:** لقد أظهرت التجربة من خلال الممارسات الإدارية العملية في المجالات المختلفة، أن السياسات الجيدة يمكن أن تفشل في ظل الإدارة السيئة، وأن السياسات الضعيفة يمكن إنقاذها بواسطة المديرين الأكفاء. ويمكن توضيح هذه الأهمية بصفة عامة من خلال النقاط التالية[1]:

- **الإدارة وسيلة للملائمة بين الموارد والحاجات:** كيف تحقق لسكان المجتمع أكبر قدر ممكن من الإشباع في ظل الموارد المتاحة لدى هذا الأخير.
- **مواجهة الاحتياجات المتجددة وندرة الموارد:** السعي إلى البحث عن موارد جديدة، وذلك باستخدام الطرق العلمية الممكنة، حتى يمكنها أن تستجيب للمتطلبات الجديدة، نظرا لتطور المجتمع والمستجدات التي تحصل حوله.
- **المنظمات سمة هذا العصر:** تنشأ المنظمات عادة للاستجابة أو لتغطية حاجات المجتمع، والمنظمة لا يمكنها تحقيق أهدافها التي وجدت من أجلها إلا من خلال الإدارة، فالإدارة هي وسيلة أي منظمة لتحقيق أهدافها.
- **الإدارة هي مصدر الطاقة للمنظمة:** إن عوامل الإنتاج كما هو معلوم لدينا من الفكر الاقتصادي هي أربعة عناصر: الأرض، رأس المال، العمل والتنظيم. وإن توفر العناصر الثلاثة الأولى لا يمكن أن تفي بالمطلوب منها إذا لم تكن هناك إدارة ناجعة تعمل على تحريك وقيادة والتحكم في هذه العوامل.
- **التغير الاجتماعي:** أي حتمية التغير والتجديد لمواجهة حاجات المجتمع المتغيرة والمتنامية، فالإدارة يقع عليها عبئ التغيير الاجتماعي لتحقيق التقدم والنمو في المجالات المختلفة للحاق بالدول المتقدمة.
- **فصل الإدارة عن الملكية:** بعدما كان صاحب المشروع هو الذي يديره، ومع تقدم وكبر حجم المنظمات أصبح من الصعب في غالب الأحيان أن يقوم بمشروع لوحده، وبالتالي أصبحت المشروعات تتشكل من عدد من المشاركين. ليقوم مسير، عادة ما يكون خارج المساهمين لإدارة هذه المؤسسة، وهو ما يزيد من أهمية الإدارة.
- **كبر حجم المنظمات:** إن كبر حجم المنظمات أو المؤسسات الحالية، أصبح من الصعب أو المتعذر في بعض الأحيان أن يقوم شخص بمفرده بإدارة المنظمة، وبالتالي يجب أن تتفرع المسؤولية داخل هذه المنظمة.
- **التخصص الدقيق:** نظرا للميزة التي تتصف بها المنظمات الحديثة بالتخصص الدقيق لأقسامها ووحداتها، نظرا لتعدد التخصصات داخل المنظمة واستخدامها لعدد من الأساليب التكنولوجية لهذه التخصصات مما يزيد الإحساس بالحاجة إلى الإدارة الرشيدة والفعالة.
- **ازدواجية هدف المنظمة:** زيادة إلى الهدف الاقتصادي الذي تسعى المنظمة من وراءه إلى تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح، فهي بالموازاة أيضا تسعى إلى تحقيق هدف اجتماعي والمتمثل في خلق روح الود والتعاون والرضا بين العاملين.

---

[1] – إبراهيم عبد الهادي المليجي، مصدر سابق، 95-100، بتصرف.

المطلب الثاني: تطور الإدارة المالية ومستقبلها

الفرع الأول: تعريف الإدارة المالية[1]

الإدارة المالية Financial Management ويعني بها وظيفيا تلك الإدارة التي توكل إليها كافة النواحي المالية بمنظمة الأعمال بما في ذلك الحصول على التمويل من مصادره المختلفة وحسن استخدامه. أما الإطار العلمي والأكاديمي لنظرية التمويل والإدارة المالية، فهو يشير إلى ثلاثة جوانب أساسية:

- **الطلب على الأموال:** حيث تكون نقطة البداية هي توافر فرص الاستثمار Investment Opportunity باعتبارها مجال لخلق القيمة Value Creation أو تعظيمها Value Maximization، وتعرف فرص الاستثمار باعتبارها تعبر عن وجود حاجة غير مشبعة في المجتمع، أو بمعنى آخر فإن فرصة الاستثمار تمثل نقص في جانب العرض لسلعة أو خدمة معينة من جانب الطلب على هذه السلعة أو الخدمة في مجتمع معين وفي وقت معين. ولذلك فإن الأمر يتطلب تقدير حجم الأموال المطلوبة لاقتناص هذه الفرصة، وبأكثر تحديدا العمل على التقدير الجيد للأصول المتداولة التي تحقق الاستخدام الأمثل للأصول الثابتة وبما يؤدي إلى تعظيم التدفقات النقدية الداخلة لمنظمة الأعمال في مقابل التدفقات النقدية الخارجة كنتاج طبيعي لحيازة حجم معين من الأصول.
- **عرض الأموال:** الذي يتوقف بدوره على العوامل والمتغيرات التي تحدد تكلفة التمويل، فيزيد بزيادة التكلفة وينخفض بانخفاضها، ويتطلب التعرف على هذه العوامل وتلك المتغيرات دراسة الأسواق المالية بأنواعها والمتغيرات البيئية والاقتصادية. ولا شك أن الهيكل المالي لمنظمة الأعمال يعد بمثابة المحدد لنوع ونمط المطالبات والالتزامات الخاصة بالمنظمة من حيث آجالها سواء كانت قصيرة الأجل أم طوية الأجل، ويتعين تحقيق الملائمة Suitability في التوقيت بين آجال التدفقات من الاستثمارات (الإيرادات) وبين سداد الالتزامات، ويعنى ذلك أن الأصول التي استثمرت فيها الأموال لا يجب أن تكون طويلة الأجل إذا كانت مصادر تمويلها قصيرة الأجل، حيث أن تجاهل استخدام هذا المبدأ أسهم في فشل العديد من المشروعات.
- **المعايير** Criteria: وهو الجانب الذي يستخدم لتحقيق الملائمة بين عرض النقود والطلب عليها، فسواء كان القرار المالي يعبر عن قرار تمويل أو قرار استثمار، فإن الحكم على مدى جودته يتأتى من مدى مساهمته في خلق وتعظيم قيمة المنظمة، ويتم ذلك من خلال ثلاثة متغيرات أساسية تتمثل في التدفقات النقدية ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار-آخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو معدل الخصم- أما المتغير الثالث فيتمثل في درجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق التدفقات النقدية في ظل العائد المطلوب على الاستثمار.

مرت الإدارة المالية بمتغيرات عديدة أدت إلى اتساع مهامها ومجالها، وتبعا للنمو المتزايد في أعداد الشركات وكبر حجمها وتعدد أنشطتها، أصبحت اليوم علما منفصلا له أهميته ومكانته بين العلوم الأخرى. ومن وجهة النظر التاريخية يمكن دراسة الإدارة المالية من ثلاث مداخل رئيسية هي:

المدخل الكلاسيكي (The Classical)، المدخل الحديث (The Modern)، مستقبل الإدارة المالية (Future Approach).

---

[1] - محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011، ص 42-43.

الفرع الثاني: المدخل الكلاسيكي[1]

ظهرت الإدارة المالية كعلم مستقل مع بداية هذا القرن، بعد أن كانت جزءا من علم الاقتصاد، حيث كانت تسمى آنذاك مالية الشركات (Corporate Finance)، فقد كان تركيز المدير المالي ينصرف إلى معالجة مواضيع روتينية ويومية متكررة، أو على مواضيع نادرة الحدوث مثل: الاندماج(Merger) ، والتصفية (Liquidation) والاهتمام بإعادة التنظيم في الشركات (Reorganization)، وكذلك على الجوانب القانونية المرتبطة بهذه العمليات. كما اهتمت الإدارة المالية وفق المدخل الكلاسيكي، بالنظر في إنشاء مؤسسات جديدة، وبأنواع السندات والأسهم التي يتم إصدارها لأغراض زيادة رأس المال. وخلال فترة الكساد في عقد الثلاثينيات، تحول التركيز إلى معالجة قضايا الإفلاس والتصفية على نطاق واسع، وما يرتبط بهذه القضايا القانونية من عمليات إجرائية، أي أن مجال الإدارة المالية اهتم بثلاثة أمور متداخلة هي:

- **التمويل:** أي أنها اهتمت بطرق الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة مثل إصدار الأسهم والسندات من السوق المالي، إذ كانت المؤسسات والشركات الصناعية بوجه خاص بحاجة إلى إنفاق مبالغ ضخمة لغايات شراء التكنولوجيا الحديثة وإدخالها في عمليات الإنتاج. وكانت عملية البحث عن هذه المبالغ من مصادر خارجية لتغطية الاحتياجات التمويلية، أحد العوامل الرئيسية التي أعطت دورا جديدا للإدارة المالية يتمثل في تدبير التمويل اللازم وقد احتلت مصادر التمويل الخارجية مكانة مفضلة على غيرها من المصادر الداخلية للمؤسسات.
- **أدوات الدين:** اهتمت الإدارة المالية وفق المدخل الكلاسيكي بالأساليب والأدوات المستخدمة آنذاك في تدبير الأموال من الأسواق المالية والسندات ومصادر التمويل الأخرى.
- **الدائنون والمدينون:** أي الاهتمام بالعلاقات القانونية والمحاسبية والإدارية بين الشركات المقترضة للأموال من ناحية، والدائنين من ناحية أخرى.

ولقد تأثرت الإدارة المالية خلال فترة الأربعينيات بأفكار وأدبيات المدخل الكلاسيكي إلا أن ذلك لم يستمر لفترة طويلة نظرا لظهور سلوكيات غامضة وحالات ملفتة للنظر مثل: الغش، والخداع، وتدني مستوى الثقة بين المتعاملين، وانهيار الكثير من المؤسسات، مما دعى الحكومات آنذاك إلى التدخل وسن التشريعات التي ترغم الشركات المساهمة على نشر بياناتها المالية، لإتاحة الفرصة للمهتمين بالاطلاع عليها، ومعرفة حقيقة أوضاعها المالية. وقد أتاح هذا التدخل ظهور وظيفة جديدة للإدارة المالية هي وظيفة التحليل المالي (Financial Analysis).

وبالاطلاع على مضمون المدخل الكلاسيكي كمنهج علمي للإدارة المالية تجد أن له عيوبا وانتقادات أهمها:

✓ أدى الطلب المتزايد على اقتراض الأموال إلى إعطاء أهمية أكبر لوجهات نظر الدائنين، وإهمال وجهات نظر المدراء العامون والمدراء الماليون في المؤسسات المقترضة، أي الذين يقررون ضرورة الاقتراض من مصادر خارجية.

✓ أهمل المدخل الكلاسيكي المشكلات الناجمة عن الاقتراض قصير الأجل، وركز نظرته على دراسة المشكلات المرتبطة بالاقتراض طويل الأجل، وقد شكل هذا سببا لإفلاس الكثير من الشركات، والسيطرة عليها من قبل الدائنين أو تصفيتها.

---

[1]- علي عباس، الإدارة المالية، مكتبة الجامعة، الشارقة، الطبعة الأولى، 2008، ص 13.

✓ أهمل المدخل الكلاسيكي تمويل المؤسسات الفردية وشركات التضامن، وركز بوجه خاص على تمويل الشركات المساهمة.

✓ ومن وجهة نظر الشركات المقترضة، ركز المدخل الكلاسيكي إما على الأعمال الروتينية اليومية، أو كما ذكرنا على أمور نادرة الحدوث مثل: الاندماج، وإعادة التنظيم، والتصفية والإجراءات القانونية والإدارية المصاحبة لهذه الأمور.

وهكذا نجد أن المدخل الكلاسيكي عجز عن تغطية هذه المواضيع أو معالجتها، بل ظل دور الإدارة المالية في تلك الحقبة محصورا في تدبير الأموال، دون القدرة على اتخاذ القرارات المتعلقة بإنفاقها أو أوجه استثماراتها. إذ لم يكن من السهل على المدير المالي معالجة قضايا تتعلق مثلا: بتخصيص الأموال (Allocation of Capital)، أو تحديد العائد على رأس المال، أو حجمه، أو التوقيت الزمني للتدفق النقدي. وقد استمر هذا الحال بالنسبة للإدارة المالية في الشركات المساهمة وغيرها من المؤسسات حتى بداية الخمسينات.

الفرع الثالث: المدخل الحديث[1]

استمر الفكر التقليدي حتى نهاية الأربعينيات وبداية الخمسينيات يركز على وجهات نظر الدائنين دون الاهتمام بعملية اتخاذ القرارات المالية داخل الشركات، وباستثناء بعض الاهتمامات الثانوية الخاصة بمراقبة التدفقات النقدية والسيولة والتخطيط المالي.

ومع ولادة فكرة التحليل المالي للبيانات المالية التي تصدر عن الشركات، ظهر ما يسمى في حينه بالمنهج الحديث للإدارة المالية، وفي بداية الستينات، أصبح التركيز على القرارات الإدارية المرتبطة باختيار الموجودات والذمم لرفع قيمة ثروة الشركات إلى الحد الأقصى، وقد استمر التركيز على هذا الهدف حتى بداية الثمانينات. ومع التوسع في استخدام التحليل المالي فقد أصبح يشمل ما يلي:

- تأثير التضخم على القرارات المالية؛
- تحرير المؤسسات المالية من النظم والقوانين المقيدة لعملها، وقد نتج عن هذا التوجه إنشاء شركات الخدمات المالية الكبيرة والمتنوعة؛
- انتشار أجهزة الحاسب الآلي واستخدامه في عمليات التحليل المالي، والنقل الالكتروني للمعلومات؛
- تعاظم أهمية العمليات التجارية في السوق الدولية.

ونظرا للتطور السريع في المبادئ والأدوات التحليلية الضرورية لاتخاذ القرارات المالية، أصبحت المهام المالية وفق المدخل الحديث لا تشمل عملية تدبير الأموال وحسب، وإنما تحديد أوجه إنفاقها. وفي إطار هذا الفكر الجديد الذي قدمه المدخل الحديث، فقد أصبح نموذجا مثاليا للنظر في الصعوبات والمشكلات المالية التي تتعرض لها الشركات. أضف إلى ذلك، أنه استطاع الإجابة على الكثير من التساؤلات التي غالبا ما كانت تحير المدراء الماليين والمسئولين الآخرين عن اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، ومثل تلك التساؤلات على سبيل المثال وليس الحصر، هي:

✓ مسألة تخصيص الأموال للإنفاق على المشروع الجديد؛

---

[1]- علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 16.

✓ اختيار الموجودات التي يجب على الشركة زيادتها؛

✓ تحديد مصادر التمويل المثلى.

وبمقارنة مدخلي الإدارة المالية بعضهما ببعض، نجد أن المدخل الحديث استطاع منذ بداية تطوره أن يتغلب على معظم المشكلات والصعوبات التي لازمت المدخل الكلاسيكي، وهكذا يمكن اعتبار المدخل الحديث بأن له نظرة شمولية وعامة على وظائف الإدارة المالية، مثل استثمار الأموال وتوزيع الأرباح على المساهمين وتحديد مصادر التمويل المثلى.

الفرع الرابع: مستقبل الإدارة المالية

يرتبط تطور الإدارة المالية، بتوجهين على درجة كبيرة من الأهمية خلال المرحلة المقبلة هما: تعاظم النشاط التجاري الدولي، والاستخدام المتزايد لتكنولوجيا الحاسبات الآلية. وسنتعرض بإيجاز لهذين التوجهين[1]:

1- تعاظم النشاط التجاري الدولي (Globalization of Business): هناك عدة أسباب تدعو إلى الاعتقاد بأن التوجه نحو تعظيم النشاط التجاري الدولي، أمرا لا مناص منه للكثير من الدول، وهذه الأسباب هي:

- تطور وسائل النقل والاتصالات، الذي سيؤدي إلى خفض مدة وتكاليف الشحن، مما يجعل من التجارة الدولية ذات فائدة أعظم.
- ازدياد النفوذ السياسي للمستهلكين، الذين يرغبون في الحصول على منتجات عالية الجودة وبأسعار منخفضة ويتوقع أن يؤدي هذا إلى تخفيف الحواجز التجارية بين الدول، مثل القيود الجمركية على السلع المستوردة، وقوانين الحماية على الصناعات الوطنية، والضرائب وما إلى ذلك من معوقات نمو التجارة الدولية.
- نظرا لاستمرار الضغوط على الصناعة لتطوير منتجاتها، ستزداد الحاجة إلى تكنولوجيا أكثر تطورا، مما سيزيد الحاجة إلى توظيف مبالغ ضخمة، وزيادة تكاليف تطوير المنتجات، وتبعا لذلك ستزيد المبيعات لتحقيق وضعا تنافسيا أقوى للشركات في السوق.
- ازدياد نفوذ وقوة الشركات المتعددة الجنسية، القادرة على نقل مراكز الإنتاج إلى حيث تكون التكاليف أقل، وهذا يجعل من الشركات التي يقتصر نشاطها على بلد واحد غير قادرة على المنافسة في المستقبل، إلا إذا كانت تكاليف الإنتاج والتوزيع في ذلك البلد متدنية.

وكنتيجة لهذه العوامل أو الأسباب السابقة، فإن البقاء في السوق يتطلب من المنشآت أن تركز نظرتها على الإنتاج والتوزيع على نطاق دولي، بالإضافة إلى ما سبق لوحظ أن شركات الخدمات مثل: البنوك ووكالات الدعاية والإعلان، ومكاتب المحاسبة والتدقيق، اضطرت خلال الثمانينات إلى العمل على نطاق عالمي للفوز بفرص أكبر لخدمة عملائها في الخارج، ويتوقع للمؤسسات التي ليس لها فروع ومكاتب منتشرة في معظم العواصم العالمية أن تكون عاجزة عن القيام بهذه الوظيفة في الأسواق الدولية خلال العقدية أو الثلاث القادمة.

2- تكنولوجيا الحاسب الآلي (Computer Technology): سوف تشهد المرحلة المقبلة، استمرارا للتقدم في ميدان تكنولوجيا الحاسب الآلي والاتصالات وتوسعا في استخدامها، وكنتيجة لذلك، ستتغير جذريا الطريقة التي

[1]- علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 17.

تتخذ بواسطتها القرارات المالية، وسيكون لدى الشركات شبكات أجهزة الحاسبات الآلية الشخصية المرتبطة بعضها ببعض، وبنظام الحاسب الرئيسي التابع لها، فضلا عن شبكات الحاسب الآلي للعملاء و الموردين، مما يسهل على المدراء الماليين تبادل المعلومات والبرامج وعقد الاجتماعات مع نظرائهم عن بعد، كما ستصبح إمكانية الحصول على البيانات المالية وتحليلها خلال فترة زمنية قصيرة متاحة للمدير المالي، بالإضافة إلى أن التحليل المالي بأساليب كمية سيكون أكثر استخداما، وكنتيجة أخرى لهذه التطورات المنظورة في مجال الإدارة المالية، فإن الجيل القادم من المدراء الماليين سيحتاج إلى مهارات جديدة في مجال استخدام الحاسب الآلي والأساليب الكمية، أكثر مما كان يحتاج إليه في الماضي.

المطلب الثالث: وظائف الإدارة المالية وأهدافها

الفرع الأول: وظائف الإدارة المالية

تشكل الإدارة المالية أحد أهم إدارات أي مشروع تجاري أو صناعي أو خدمي. وتعمل الإدارة المالية في أي مشروع على الحصول على الأموال وتوظيف هذه الأموال بالشكل الذي يعمل على تعظيم قيمة المنشأة أو المشروع. وفي سبيلها لتحقيق ذلك تضطلع الإدارة المالية بعدد من الوظائف لعل أهمها[1]:

- **التنبؤ والتخطيط** (Forecasting and Planning): يعمل المدير المالي وفريق عمله على تنسيق العملية التخطيطية. إذ يتعين على فريق الإدارة المالية بالمشروع أن يتعامل وينسق مع الإدارات الأخرى بالمشروع ويساعد في وضع الخطط التي تشكل مستقبل المنشأة.
- **المساعدة في اتخاذ قرارات الاستثمارات الرئيسية وتمويلها:** تتطلع الشركات الناجحة إلى النمو السريع في حجم المبيعات، ولتحقيق ذلك الأمر تنفذ حجم معين من الاستثمارات في المصانع والآلات والمخزون وغيرهم. وتبعا لذلك يتعين على الإدارة المالية بالمشروع أن تساعد في تحديد معدل النمو الأمثل للمبيعات، وفي تحديد نمط وهيكل الأصول المتعين على المشروع حيازتها، والأسلوب الذي يتم بموجبه تمويل الحصول على هذه الأصول (قد يكون التمويل باستخدام أدوات الدين كالقروض، أو أدوات الملكية عن طريق الأسهم والأرباح المحجوزة، أو الاثنين معا). وأخيرا يكون على المدير المالي تحديد أجال مصادر التمويل (طويلة الأجل أم متوسطة أم قصيرة الأجل).
- **التنسيق والرقابة** (Coordination and Control): يفترض في المدير المالي وفريق عمله أن يتعاونوا مع الإدارات الأخرى بالمشروع لضمان تشغيل الشركة بأكبر قدر ممكن من الكفاءة والفعالية. ويكتسب ذلك التعاون أهميته من حقيقة أن كل القرارات المتعلقة بنشاط الشركة غالبا ما يكون لها أبعاد وآثار مالية. وتبعا لذلك يجب أن يأخذ كافة مديري الإدارات بالمشروع هذه الحقيقة في الاعتبار وينسقوا فيما بينهم. فقرارات التسويق مثلا تؤثر في نمو المبيعات، ويحدد نمو المبيعات بدوره متطلبات الاستثمار لتحقيق نمو المبيعات المستهدف، وتبعا لذلك يتعين على متخذي القرارات التسويقية أن يأخذوا في حسبانهم الكيفية التي تؤثر بها قراراتهم على كل من المبيعات والاستثمار والكيفية التي يتم بها تمويل هذه الأنشطة، وعلى سياسات المخزون وعلى استخدام الطاقة الإنتاجية للمشروع.

---

[1] - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 24.

• **التعامل مع أسواق المال:** تتعامل الإدارة المالية بالمشروع مع أسواق المال، وتتأثر كل شركة بأسواق المال وقد تؤثر فيها، حيث يتم من خلال هذه الأسواق الحصول على بعض الاحتياجات التمويلية للشركة، ويتم من خلالها أيضا التعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمؤسسات، ومن خلال هذا التعامل يمكن للمستثمر المالي تحقيق أرباح أو خسائر.

• **إدارة الخطر** (Risk Management): تواجه أي شركة مخاطر أثناء ممارستها لأنشطتها، ومن أهم هذه المخاطر:

✓ الكوارث الطبيعية والحوادث والمخاطر السياسية.

✓ عدم التأكد المرتبط بأسعار المنتجات والأوراق المالية الخاصة بالشركة.

✓ التقلبات في أسعار الفائدة.

✓ التقلبات في أسعار الصرف.

✓ عدم استقرار التشريعات الاقتصادية والمالية.

ويمكن تخفيض هذه المخاطر من خلال التأمين في حالات الكوارث والحوادث، أو ما يسمى بالتغطية باستخدام أدوات الحماية من الخطر في أسواق المشتقات المالية، وذلك بالنسبة لمخاطر عدم التأكد والتقلبات في أسعار الصرف والفائدة. ويكون المدير المالي وفريق عمله مسئولين عن برنامج إدارة الخطر الذي تواجهه الشركة بما يتضمنه من تحديد المخاطر التي تواجهها الشركة والمخاطر التي يمكن تغطيتها، وتغطية هذه المخاطر بأكفأ وأفضل وسيلة ممكنة.

وبالتالي الإدارة المالية للمشروع تكون مطالبة باتخاذ القرارات الخاصة بالحصول على الأصول وأساليب تمويلها، مع تحديد الكيفية التي تدير بها الشركة مواردها المتاحة. فإذا تم ذلك بأفضل شكل فإن ذلك قد يساعد على تعظيم قيمة الشركة.

الفرع الثاني: تطور وظائف الإدارة المالية

لقد تطورت إدارة الوظيفة المالية في المجالين التطبيقي والنظري، فبعد أن كان الاهتمام قاصرا على تحديد مصادر التمويل في البداية، تحول هذا الاهتمام إلى البحث عن الاستخدام والتوظيف الفعال لهذه الأموال، وعلى الصعيد العالمي احتل موضوع الإفلاس وإعادة التنظيم الاهتمام خلال الثلاثينات والأربعينات وخاصة بعد الكساد العالمي.

كما أن تكنولوجيا الحاسبات الالكترونية ونمو الثروات وتزايد حجم السكان قد زادت من الاهتمام بالوظائف المالية. وأدى الاهتمام باستثمار الأموال في الأجل القصير لتقليل الاهتمام بالعلاقات مع البنوك، كما أن الاتجاهات الحديثة في الإدارة المالية قد تأثرت – في بعض الدول– بانخفاض معدلات النمو في الأسواق المحلية مما دعى إلى التنوع في الاستثمارات المباشرة في الأسواق العالمية. وزاد الاهتمام مؤخرا في الدول العربية بموضوع صناديق الاستثمار والبورصات.

وبالتحديد يمكن التمييز بين التطورات التالية[1]:

- التركيز على هيكل رأس المال قبل عام 1920.
- الاهتمام بوظائف الحصول على الأموال والتمويل خلال العشرينات.
- إعادة الاهتمام بهياكل رأس المال بعد الكساد العالمي (1929- 1933).
- تحول الاهتمام خلال الخمسينات لاستخدامات الأموال والتركيز على التدفقات المالية وإدارة النشاط المالي داخل الشركات.
- وفي بداية الستينات اتسع نطاق وظيفة التمويل لتتضمن السياسات المالية واتخاذ القرارات المالية ذات العلاقة بتعظيم قيمة المشروع والتي تتحدد بكل من:

✓ التدفقات المالية المتوقعة في المستقبل.

✓ المخاطر المقرونة بتلك التدفقات المستقبلية.

- اتسمت السبعينات بالتضخم وارتفاع تكلفة التمويل وتقييد حركة أسواق المال مما أدى إلى:

✓ صعوبة الحصول على الأموال.

✓ أدت صعوبة استخدام الأموال النادرة والمكلفة بدورها إلى تزايد أهمية وظيفة التمويل.

✓ أدت زيادة أهمية ونسب الديون في الهيكل التمويلي إلى تزايد الاهتمام بإعادة وجدولة دفع الديون.

✓ زادت تكلفة التمويل برؤوس الأموال مما أدى إلى صعوبة تحقيق هدف (زيادة قيمة المشروع).

- وتطورت دراسة التمويل جذريا بسبب الأبعاد التالية: تزايد أحجام المشروعات، التنويع في المنتجات والأسواق النمو والتوسع في الاستثمارات في البحوث والتطوير، تزايد نمو الاقتصاد، التوسع في الاتصالات والمواصلات، تقليل هوامش الربح وتزايد حدة المنافسة، تزايد فرص تشغيل المعلومات، تطبيق مفاهيم الأمثلية وبحوث العمليات في اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، استخدام الكمبيوتر في الإدارة المالية.
- وأثرت المتغيرات السابقة في المنظمات على النحو التالي: تزايد حجم الأصول، استحداث أساليب تحليلية جديدة في الإدارة المالية، تحتاج المنظمات لتمويل نشاط ذو معدل نمو كبير، التوسع في العمليات المالية العالمية، تزايد أهمية التخطيط المالي والرقابة المالية في المنظمات حيث ظهرت أهمية تنسيق الربح على مستوى القطاعات والإدارات والسلع مع الربح الكلي للمشروع ومقارنة الأداء المالي بالمعدلات النمطية، التوسع في استخدام الحاسب الالكتروني لاتخاذ القرارات المالية مع تطبيق نماذج كمية مثال البرمجة الخطية ونظرية المباريات والمحاكاة.
- ويحتل المدير المالي اليوم أعلى مستوى تنظيمي في الشركات بغرض تخطيط وتحليل ورقابة الوظائف المالية، واتخاذ القرارات المالية ذات العلاقة بنمو وتوسيع المشروع وممارسة الأنشطة المالية الجارية من مناولة التحصيلات النقدية والمدفوعات والاقتراض من البنوك التجارية واقتراح الميزانيات التقديرية النقدية. حيث يشغل وظيفة نائب المدير العام للشؤون المالية أو مدير القطاع المالي بدرجة مدير عام.

---

[1]- فهد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999/1998، ص 21-22.

• زيادة الاهتمام ببناء محفظة الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات وصناديق الاستثمار والتمويل الدولي والاستثمارات الدولية والاقتراض الدولي وجدولة الديون.

الفرع الثالث: أهداف الإدارة المالية

ثمة أطراف عديدة معنية بأداء المنشأة أهمها: الملاك والإدارة والعاملين بالمشروع والدائنين وأخيرا المجتمع. وتأسيسا على ذلك يكون من الطبيعي أن تسعى الإدارة المالية لتحقيق أهداف هذه الأطراف. وغالبا ما تتميز الشركات والمؤسسات الكبيرة بفصل الإدارة عن الملكية، ويتم تعيين الإدارة من خلال الملاك، وتبعا لذلك أضحى تحقيق أهداف الملاك من قبل الإدارة هو أهم أهداف الإدارة المالية.

1- **هدف خدمة الملاك**[1]: لم يختلف الكتاب حول حقيقة أن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو خدمة الملاك بتحقيق أهدافهم. ثمة اختلاف نشأ حول الكيفية التي يتم بها تحقيق هذا الهدف، وثار الجدل حول إذا كانت خدمة الملاك ومن ثم تحقيق هدفهم يتم من خلال تعظيم أرباح المنشأة أو تعظيم قيمة أسهم الشركة ومن ثم القيمة السوقية للمنشأة ذاتها.

• **تعظيم الربح كهدف للإدارة المالية:** يرى البعض أن تعظيم أرباح المنشأة قد يكون هو المعبر الحقيقي عن مصالح الملاك. وقد يكون الأمر للوهلة الأولى صحيحا نظرا لما يتصف به هدف تحقيق الأرباح من جاذبية خاصة لأي منتج أو مستثمر. غير أن ثمة نقائص قد تحول دون الاحتكام لمعيار صافي الربح كأساس للتعبير عن مصالح الملاك. ومن ثم كأساس لتقييم دور الإدارة المالية في تحقيق أهداف الملاك لعل أهمها[2]:

✓ إن هدف الربح قد يكون قصير الأجل ، إذ أن المنشأة قد تنجح في زيادة الأرباح في الوقت الراهن باستخدام وسائل غير سليمة كشراء معدات منخفضة التكلفة أو استخدام مستلزمات إنتاج منخفضة التكلفة والجودة، والهدف من وراء ذلك تخفيض التكلفة ومن ثم تعظيم الأرباح. لكن هذه السياسة قد تنجح في الأجل القصير، غير أنه في الأمد البعيد قد تتدهور أرباح المنشأة حينما يوقن العملاء من انخفاض مستوى المنتج من ناحية الأمر الذي يترتب عليه تراجع حجم مبيعات المنتج، ومن ناحية أخرى يترتب على استخدام معدات وآلات منخفضة الجودة ارتفاع أعباء الصيانة وزيادة التكاليف. ومن شأن انخفاض المبيعات وارتفاع التكاليف أن يؤدي إلى انخفاض الأرباح وربما تحقيق خسائر قد تعصف بمستقبل الشركة وتؤدي إلى إفلاسها.

✓ أن هدف الربح لا يأخذ في حسبانه المخاطر التي قد تتعرض لها المنشأة والمتمثلة في عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المتوقعة لها. ومن المفترض أنه في حالة تماثل العوامل الأخرى، تفضل أي منشأة التدفقات النقدية المؤكدة على التدفقات النقدية غير المؤكدة، ولتوضيح هذه النقطة نفترض أن إحدى الشركات قامت بتوسيع حجم أنشطتها بهدف زيادة الأرباح، فقد يؤدي هذا الإجراء بالفعل لزيادة الأرباح ومن ثم زيادة ربح سهم الشركة، غير أنه في الوقت نفسه قد يؤدي قرار التوسع إلى زيادة درجة المخاطر التي تتعرض لها الشركة مما قد يضر بمصالح الملاك.

---

[1] – عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 26-29.

[2] – عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، بيروت، 1997، ص 23-24.

✓ **أن معيار الربح** يتجاهل توقيت الحصول على الأرباح وهو بذلك يغفل القيمة الزمنية للنقود. فإذا كان أمام المنشأة **فرصة الاختيار** بين الحصول على مبلغ معين الآن وبين الحصول على نفس المبلغ بعد عام، فمن الأفضل أن تختار **الحصول** عليه الآن باعتبار أنها سوف تتمكن من استثمار هذا المبلغ والحصول على عائد خلال السنة، وذلك إلى **جانب** تجنب الخطر المصاحب لاختيار البديل الثاني المتمثل في تأجيل الحصول على المبلغ لمدة سنة، فقد تنشأ عوامل **تؤدي إلى** ضياع فرصة الحصول على المبلغ أو تؤدي إلى تخفيض قيمته الحقيقية بفعل تأثير التضخم.

• **تعظيم قيمة المنشاة كهدف للإدارة المالية:** نتيجة لأوجه القصور التي تشوب مفهوم الربح كمعيار لتحقيق **أهداف الملاك**، أجمع علماء الإدارة المالية ومنظريها على رفض هذا المعيار والاحتكام إلى معيار تعظيم القيمة السوقية **للمنشأة** كهدف لتحقيق مصالح الملاك والمساهمين. وينصرف مفهوم تعظيم قيمة المنشأة إلى تعظيم القيمة السوقية **للأسهم العادية** للشركة أو تعظيم ثروة المساهمين. وهو أفضل معيار باعتبار أن القيمة السوقية للأسهم العادية تعكس **الكثير من** المتغيرات التي تهم الملاك كمعدل العائد المحقق، وتوقيت حدوثه ومدى استمراره، ودرجة التيقن أو التأكد **بشأن** تحقيقه، أي أن هذا المعيار يقلل من عيوب معيار الربحية من حيث أنه يأخذ في حسبانه ربحية السهم المعدلة **بالقيمة الزمنية** للنقود إلى جانب عنصر الخطر. ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، يتوقع أن ترتفع قيمة السهم **ومن ثم** القيمة السوقية للمنشأة كلما ارتفعت ربحية السهم وانخفضت درجة المخاطر المصاحبة له. وكلما ارتفعت قيمة الأسهم كلما دل ذلك على ارتفاع كفاءة الإدارة.

2- **الرغبة في إستمرار المنشاة**[1]: في الوقت الذي قد يمكن للمستثمرين (حملة الأسهم) من غير أعضاء الإدارة **توزيع** مخصصات المحفظة أي تنويع استثماراتهم، بما يقلل من أثار المخاطر التي يتعرضون لها إذا ما واجهت إحدى **المنشآت** – التي استثمر فيها جزء من مخصصات المحفظة – بعض الصعاب، فإن مدخرات أعضاء الإدارة عادة ما **تكون محدودة** وموجهة بالكامل للاستثمار في المنشأة التي يعملون بها. هذا إلى جانب أن مستقبلهم الوظيفي يرتبط **ارتباطا وثيقا** بنجاح تلك المنشأة. ونتيجة لذلك عادة ما تميل إدارة المنشأة إلى اتخاذ القرارات التي تنطوي على مخاطر **أقل** خشية الفشل، أي رغبة في ضمان استمرار المنشأة، وذلك على الرغم من أن تلك القرارات قد لا تكون هي **الأفضل** من وجهة نظر تأثيرها على ثروة الملاك، وهو ما قد يفسر اتجاه إدارة بعض المنشآت إلى تنويع عمليات **المنشأة**، رغبة في تخفيض المخاطر التي تتعرض لها.

3- **هدف خدمة الدائنون، العاملون والمجتمع:** إلى جانب الملاك والإدارة هناك أطراف أخرى للتعاقد من أبرزها الدائنون والعاملون والمجتمع[2]:

• **الدائنون:** وفقا لفكرة العقد، أي النظر إلى المنشأة على أنها مجموعة من العقود، ينبغي التفرقة بين ملاك المنشأة **وملاك** رأس المال. فملاك المنشأة هم حملة تلك الأسهم العادية، أما ملاك رأس المال فهم حملة تلك الأسهم **بالإضافة** إلى المقرضين. يمكن لحملة السندات (المقرضين) الحاليين أن يصروا على أن تأتي الإصدارات الجديدة من

---

[1] – منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص 18-19.

[2] – نفس المرجع، ص 30-33، بتصرف.

السندات في المرتبة الثانية بعد السندات القديمة. بمعنى أنه في حالة الإفلاس يحصل حملة السندات القديمة على مستحقاتهم أولا.

• **العاملون:** العمال يقدمون العمل ويحصلون على أجر، ومن المتوقع أن يتمثل هدف العاملين في تعظيم ثرواتهم أي تعظيم الأجر مقابل الجهد الذي يبذلونه. وبالطبع سعي العاملين لتعظيم ثرواتهم إضافة لمسؤولية جديدة على إدارة المنشأة، فالموارد المالية المتاحة لا ينبغي أن تخصص بالكامل لاقتراحات استثمارية، تهدف فقط إلى تعظيم ثروات الملاك، بل ينبغي تخصيص جزء منها إلى مجالات تسهم في تعظيم ثروات العاملين كرفع مستوى الأجور، والاستثمار في برامج الأمن الصناعي.

• **المسئولية اتجاه المجتمع:** تعتبر مسئولية الإدارة اتجاه المجتمع من الموضوعات المثيرة للجدل. فهناك من يعتقد في أن مسئولية الإدارة ينبغي أن تمتد لتحقيق الرفاهية للمجتمع، وهو ما يقتضي اقتطاع جزء من أرباح المنشأة وتخصيصها إلى مشروعات خدمة البيئة. وعلى العكس من ذلك هناك من يعتقد أن هذا الإجراء من شأنه أن يلحق الضرر بالملاك، كما أنه من شأنه أن يؤدي إلى سوء استغلال الموارد المتاحة.

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول النظام المالي والتمويل.

يمثل النظام المالي مجموع المؤسسات والآليات التي عن طريقها يستطيع أعوان العجز التمويلي التواصل بالأعوان الذين لهم القدرة على التمويل[1]، ويتكون النظام المالي لأي دولة من مجموعة من الأعوان الاقتصادية الفاعلين في هذا النظام، حيث تتشكل حلقة تمويلية بين هؤلاء المتعاملين الاقتصاديين، فمن خلالها يتم انتقال الموارد المالية من أصحاب الفائض التمويلي لتلبية احتياجات أصحاب العجز، الأمر الذي يؤدي إلى التخفيض الأمثل للموارد الادخارية وتوجيهها نحو الاستثمارات الإنتاجية التي تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: الأعوان الاقتصاديون

الفرع الأول: تصنيف الأعوان الاقتصادية

يتحدد في المحاسبة الوطنية الأعوان الاقتصادية (المؤسساتية) التالية[2]:

العائـــلات (Ménage)، الشركـــات أو المؤسسات أو قطاع الأعمال (Sociétés)، الحكومة أو الإدارات (Administration)، والقطاع الخارجي (Reste du Monde).

1- **مؤسسات قطاع الأعمال:** إن النشاط الأساسي لهذه المؤسسات هو إنتاج السلع والخدمات عن طريق الاستثمار، هذا الأخير يجعل نفقاتها أكثر من إرادات الدورة الإنتاجية، إذن مؤسسات قطاع الأعمال تعتبر من أعوان

---

[1]- Sophie Brana et Autres, Economie Monétaire et Financière."Rappel de Cours, Question de Réflexion" Exercices D'entraînement Anuales Corrigées, Paris Dunod, 2ème Edition: 2003, P.125.

[2]- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم، الأهداف، الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005، ص 110-112.

العجز المالي (Agents Déficit). حاليا يتم التمييز بين المؤسسات التالية: مؤسسات القطاع العام، مؤسسات القطاع الخاص، مؤسسات ذات طابع اجتماعي ومؤسسات الإقراض.

2- **العائلات:** طبعا على العموم لا تمارس العائلات العملية الإنتاجية، وما يغلب عليها هو الطابع الاستهلاكي. إن عدم شراء العائلات للسلع يجعل متحصلاتها الدخلية (إيراداتها) تفوق نفقاتها. إذن العائلات تمثل أعوان ذات فائض مالي (Agents à Excédents).

3- **الحكومة:** طبعا للحكومة ميزانية عامة تحدد من خلالها نفقاتها وإيراداتها، إذا كانت الإيرادات تساوي النفقات فالميزانية متوازنة، أما إذا كانت الإرادات أكبر من النفقات فيحصل فائض، أي عون فائض، في حالة العكس يكون هناك عجز، أي عون عجز.

إن الاهتمام سيكون في القطاع المحلي، أما فيما يخص القطاع الخارجي فلا نتعرض له، وفيما يلي نتعرض بمزيد من التفصيل لكل من أعوان الفائض وأعوان العجز.

الفرع الثاني: أعوان العجز المالي

أو أعوان الحاجة للتمويل وهذا لزيادة نفقاتهم عن إيراداتهم، هذه الحاجة تمثل عجز والذي يمكن تمويله خارجيا بطريقتين[1]:

- إما بإصدار الأوراق المالية وبيعها للجمهور أو العائلات؛
- إما بالاقتراض من مؤسسات أخرى.

إن الأوراق المالية المصدرة من طرف أعوان العجز أو المؤسسات تدعى أوراق مالية أولية، أو الأصول المالية المباشرة (Titres Primaires). وهذا للاستدانة – حالة الورقة المالية هي السندات – من أصحاب الفوائض المالية (الحصول على التمويل)، تمثل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) المصدرة في الناحية المحاسبية خصوم للمؤسسات وقطاع الأعمال.

أصول	خصوم
	أوراق مالية
	أسهم وسندات

الفرع الثالث: أعوان الفائض المالي

أو ما يعرف بأعوان القدرة على التمويل الذين يبحثون عن توظيفات لفوائضهم المالية، من ضمنها العائلات[2]، فأصحاب الفائض يشترون الأصول المباشرة المصدرة من قبل أصحاب العجز، فهي إذن من الناحية المحاسبية تمثل أصول لهم (أصحاب الفائض).

---

[1]- Dominique Plihon, Les Banques, Nouveaux Enjeux, Nouvelles Stratégies (La Documentation Française, Paris, 1998, P.41.

[2]- Jean Louis Besson, Marche, Banques et Politique Monétaire en Europe, (Presses Universitaires de Grenoble, 2003), P. 9.

أصول	خصوم
أوراق مالية	

من خلال ما سبق يظهر أن أصحاب العجز المالي والذين يرغبون في الحصول على الموارد المالية يمكن تسميتهم بالمستثمرين أو المقترضين (Les Emprunteurs)، أي الباحثين عن الأموال لمشاريعهم الاستثمارية، في حين يظهر أصحاب الفائض كمدخرين يبحثون عن توظيف مواردهم المالية أو كمقرضين (Les Prêteurs).

إذن ففي أي اقتصاد نجد مجموعتين متناظرتين من حيث الحاجة والقدرة على التمويل، المقرضون والمقترضون.

المطلب الثاني: مصادر التمويل

الفرع الأول: تعريف التمويل

يرى محب خلة توفيق أن للتمويل معنيين، فالتمويل Financing ويقصد به الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط، وهو بذلك يمثل جانب من اهتمامات وظيفة الإدارة المالية في منظمات الأعمال، والتمويل Finance، ويقصد به الدراسة الأكاديمية للأصول العلمية لعلوم التمويل والتي تضم العديد من مجالات المعرفة مثل: نظرية التمويل Theory Of Finance، إدارة المؤسسات المالية Management Of Financial Institutions، الأسواق المالية والنقدية Capital And Money Markets، أسواق العقارات Real Estate، التأمين Insurance بأنواعه المختلفة، التمويل الدولي International Finance، الاستثمارات Investments.

يمكن تعريف التمويل بأنه "عملية تجميع مبالغ مالية وجعلها في حوزة المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة[1]".

وتتجلى الوظيفة المالية في الحصول على موارد مالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها على الاستخدامات المختلفة ومراقبة تدفق الموارد المالية في عمليات المؤسسة[2].

الفرع الثاني: تصنيف مصادر التمويل

للتعرف على كيفية التقاء أصحاب القدرة على التمويل (المقرضون) مع أصحاب الحاجة للتمويل (المقترضون) لابد من التطرق لمصادر تمويل المؤسسات والتي تتحدد فيما يلي[3]:

- **التمويل الذاتي:** باستعمال الأرباح المحتجزة والمتجمعة من السنوات السابقة، وهذا ما يعرف برفع رأس المال داخليا، كما يمكن استعمال مخصصات الاهتلاكات.
- **رفع رأس المال:** وهذا بإصدار الأسهم وزيادة المساهمين لحصتهم في المؤسسة.

---

[1] - Eli Cohen, Gestion Financière de L'entreprise et de Développement Financier, Edition EDICEF-Canada, 1991, P.190.

[2] - فرد ويستون، يوجين برجام، التمويل الإداري، ترجمة عدنان داغستاني، الجزء الأول، دار المريخ للنشر، 1993، ص 25.

[3] - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 130.

• **الديون:** وهذا إما بالإقراض من البنوك والمؤسسات المالية مباشرة، أو عن طريق إصدار منتجات تمثل دينا على المؤسسة وهي السندات.

نشير إلى أنه توجد أساليب حديثة في التمويل، والتي من بينها التمويل عن طريق الاستئجار Lease Financing. برى محمد أيمن عزت الميداني أنه: بإمكان الشركات أن تحصل على الخدمات الاقتصادية التي يقدمها أصل ثابت من دون أن تشتري هذا الأصل. ويكون ذلك عن طريق استئجار Leasing هذا الأصل لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجار Lease Payments ثابتة تدفع دوريا. والأنواع المختلفة للاستئجار التمويلي حسب محمد أيمن عزت الميداني هي كالتالي[1]:

- **الاستئجار التشغيلي Operating Lease**: الذي يقدم التجهيزات وخدمات الصيانة للمستأجر لذلك يسمى بعقد استئجار خدمات Service Lease يلتزم المؤجر بتقديم خدمات الصيانة للتجهيزات (سيارات شاحنات، الكمبيوتر..)، وتكون تكلفة الصيانة محسوبة في دفعة الإيجار الدورية. إضافة إلى أن تكاليف التأمين والضرائب المستحقة (حالة إيجار العقارات) يكون أيضا المؤجر هو المسؤول عنها. يمكن إلغاء هذا النوع من الاستئجار قبل انتهاء فترة العقد. (هناك غرامات على هذه العملية، وهناك مرونة تميز هذا النوع في التخلص من التجهيزات المستأجرة وأعبائها عند زوال الحاجة لخدماتها أو عندما تصبح باطلة تقنيا).

- **الاستئجار التمويلي Financial Lease**: يتميز بأنه يتطلب إطفاء كامل Fully Amortized لقيمة الأصل خلال فترة العقد، لذلك يسمى أيضا بالاستئجار الرأسمالي Capital Lease، يعطي هذا النوع من الاستئجار خيارا للمستأجر بتجديد العقد لفترة إضافية أو لشراء التجهيزات، كذلك فإن المستأجر هو الذي يتكفل بخدمات الصيانة وتكاليف التأمين والضرائب العقارية، ولا يمكن إلغاء هذا العقد إلا إذا سددت كامل دفعات الإيجار المتبقية دفعة واحدة.

- **البيع وإعادة الاستئجار Sale And Leaseback**: هذا النوع يتطلب إطفاء كامل لقيمة الأصل، يتم هذا النوع عندما تمتلك الشركة أرضا أو عقارا أو تجهيزات معينة وتقوم ببيعها إلى مؤسسة تمويلية (مصرفا تجاريا، مصرفا إسلاميا، أو شركة تأجير متخصصة)، وفي الوقت نفسه تتعاقد هذه المؤسسة على استئجار الأصل منها للاستمرار في استعماله. في هذا النوع من الاستئجار الشركة البائعة (المستأجرة) تحصل على تدفق نقدي كبير يساوي ثمن الأصل الذي تم بيعه، وتحتفظ بالأصل في الوقت نفسه لاستعماله. كل هذا يمنح المؤسسة سيولة نقدية كبيرة يمكن استعمالها لتمويل استثمارات أو لسداد الديون.

- **الاستئجار المباشر Direct Leasing**: والذي فيه تقوم الشركة المستأجرة بتحديد الأصل الذي ترغب بالحصول عليه وتتفاوض مع الشركة الصانعة حول السعر ومواعيد التسليم. بعد ذلك تقوم الشركة المستأجرة بعمل ترتيبات مع مؤسسة تمويلية أو شركة تأجير متخصصة لشراء الآلة من الشركة الصانعة. هذا النوع من العقود يتطلب إطفاء كامل لقيمة الأصل وتحقيق عائد مناسب للمؤجر (يعتبر نوعا من أنواع الاستئجار التمويلي، يتحمل المستأجر نفقات الصيانة والتأمين والضرائب العقارية إن وجدت).

---

[1]- محمد أيمن عزة الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الرابعة، 2004، ص 512-516 بتصرف.

- **الاستئجار المقرون برافعة تمويل Leveraged Leasing** وجد لتمويل الموجودات التي تتطلب إنفاقات رأسمالية كبيرة. من خصائصه وجود ثلاث أطراف في العقد المستأجر، المؤجر صاحب الملكية، الجهة المصرفية. يقوم المؤجر (مصرفا تجاريا، شركة تأجير متخصصة، مؤسسة تمويلية تعمل لصالحها في التأجير...) بشراء الأصل المطلوب من قبل المستأجر ويموله جزئيا (40% مثلا) من أمواله الخاصة، ويمول الباقي (60%) بقرض مضمون طويل الأجل من مؤسسة تمويلية مقرضة (مصرف تجاري أو إسلامي، شركة تأمين، مؤسسة تقاعد وتأمينات اجتماعية...) هذه الأخيرة تقدم قرضا مضمونا طويل الأجل يوفر التمويل لـ 60 إلى 80% من قيمة الأصل. إن ضمان القرض يتمثل في رهن الأصل لصالح الجهة المقرضة، بالإضافة إلى الـ 20 إلى 40% من قيمة الأصل التي تبقى كهامش أمان.

أيضا يوجد ما يسمى بالتمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر والتي هي مؤسسات متخصصة في مجال التمويل، وهي من أهم وسائل التدعيم المالي والفني للمشروعات الجديدة الناشئة، لما تتميز به من قدرة عالية على التعامل مع المخاطر بأسلوب سليم.

يرى محب خلة توفيق أن[1]: شركات رأس المال المخاطر تقوم بعدة أنشطة استثمارية تتسم بارتفاع درجة المخاطر والعوائد المتوقعة منها وترتكز فكرة هذه الشركات على قيامها بالمشاركة في تأسيس مشروعات أو شركات جديدة عالية المخاطر، أو مشروعات قائمة ومتعثرة لا تحقق العائد المستهدف إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو تدني في الأساليب التقنية الحديثة أو غيرها من الأسباب، فتقوم شركة رأس المال المخاطر بتقديم المساندات المالية أو الفنية أو الإدارية لتحسين فعالية تلك المشروعات ورفع عوائدها الاستثمارية، الأمر الذي يسهل معه أن تصدر أوراقا مالية لزيادة رأسمالها أو للاقتراض.

فيما يلي يتم تناول الطريقتين (رفع رأس المال، الديون) لأنهما يتضمنان عملية إصدار أصول أولية، في حين أن التمويل الذاتي رغم أهميته يبقى محدودا نوعا ما، وهذا لضخامة الاستثمارات وعدم كفاية الأموال الذاتية، بمعنى آخر سوف نركز على مصادر التمويل الخارجي لأهميتها المتزايدة في الاقتصاد. إن عملية التمويل الخارجي لوحدات العجز (المقترضون) من قبل وحدات الفائض (المقرضون)، تتم بطريقتين مختلفتين[2]:

- **التمويل المباشر (La Finance Directe)**: ويتحقق بعملية أو صفقة ثنائية الطرفين بين المقرض والمقترض. عادة ما تكون في السوق بإصدار الأصول المالية المباشرة.
- **التمويل غير المباشر (la Finance Indirecte)**: وهذا بتدخل أو إدماج طرف ثالث بين المقرض والمقترض. هذا الطرف يدعى بالوسيط المالي **(Un Intermédiaire)**.

يلاحظ أن في التمويل المباشر تكون العلاقة مباشرة مابين المقرضين والمقترضين النهائيين، أي العلاقة ما بين الأعوان غير المالية المقرضة والمقترضة تكون في السوق المالي مباشرة، في حين نجد التمويل غير المباشر يتم بواسطة وسيط (الوسطاء الماليون). وفيما يلي يتم تتبع العمليتين وأهمية كل عملية وإجراءاتها.

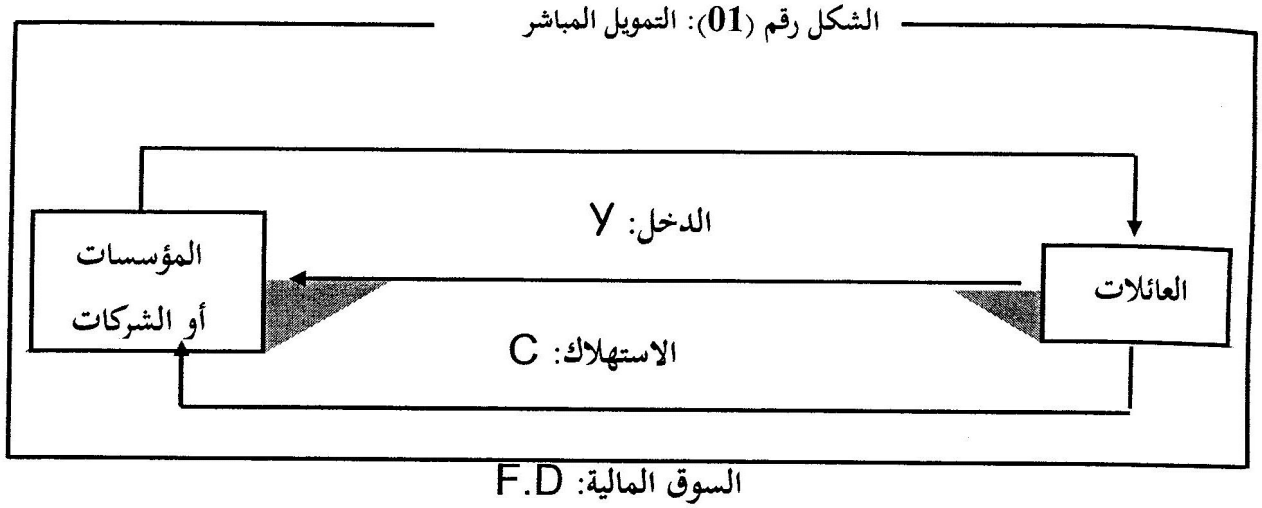
---

[1] – محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 73.

[2] - Xavier Greffe et autre, Encyclopédie Economique, (Economica, Paris, 1990). P15.

الفرع الثالث: التمويل المباشر. ليكن لدينا المخطط التالي:

الشكل رقم (01): التمويل المباشر



Source : Jean François Goux, Economie Monétaire et Financière Théories, Institutions Politiques (3ème Edition, Paris, Economica 1998), P.79.

نلاحظ من الشكل أعلاه:

- أن المؤسسات تنتج السلع الاستهلاكية والاستثمارية وتوزع تدفق نقدي (دخل) Y.
- أن العائلات تستلم المداخيل الموزعة من طرف مؤسسات الأعمال، وتقوم بإنفاق جزء منها على السلع الاستهلاكية وادخار الجزء المتبقي، هذا الادخار يعاد تحويله للمؤسسات حتى تتمكن من شراء السلع الإنتاجية، ومن هنا تبرز أهمية التمويل المباشر[1]:

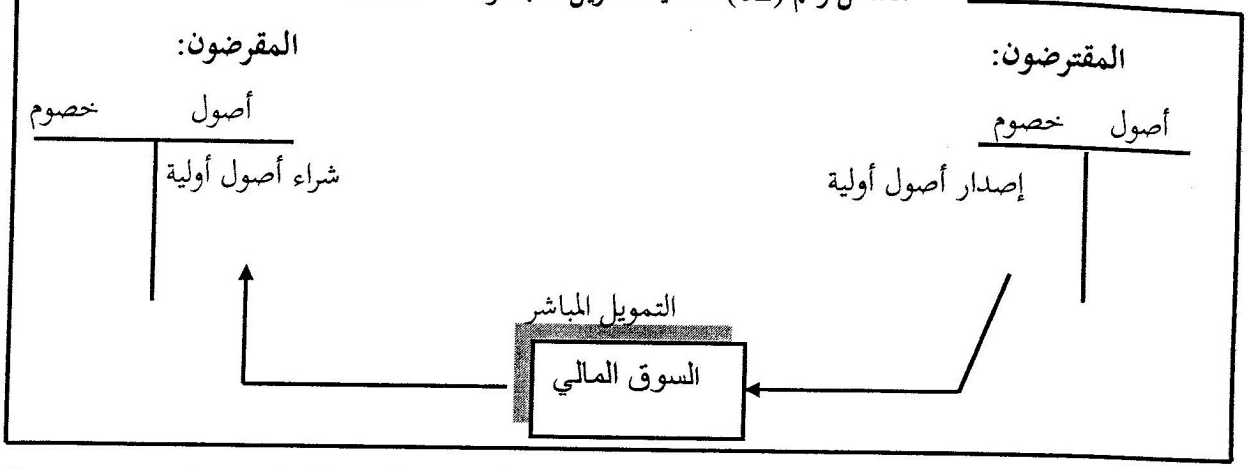
✓ بدون توظيف الادخار من قبل المؤسسات سيبقى جزء من السلع الاستثمارية (التي لا تستهلكها العائلات) للدورة الإنتاجية بدون تسويق.

✓ من دون التوظيف المباشر للادخار، تبقى المؤسسات توزع دخول أكبر مما تحصل من إيرادات، بمعنى أن مجموع تكاليفها أعلى من إيراداتها، مما يؤدي إلى انخفاض مستوى نشاطها، وبالتالي من أجل المحافظة على مستوى معين للنشاط الاقتصادي يكون من الضروري إعادة مدخرات كل دورة إنتاجية إلى الدورة الإنتاجية الجديدة، وهذا ما يضمنه التمويل المباشر.

إذن نظرا لحاجة أعوان العجز للتمويل، تقوم بإصدار أوراق مالية أولية والتي تمثل محاسبيا جانبا من خصومها هذه الخصوم تشترى من قبل أصحاب الفائض (لغرض توظيف مدخراتهم)، والتي تمثل محاسبيا جانبا من أصولهم. كل هذا طبعا يتم في السوق المالي، وهذا ما يوضحه المخطط التالي:

[1] - Michelle de Mourgues, Economie Monétaire, Institution et Mécanismes, (Paris, Edition Dalloz, 1975), P.77.

الشكل رقم (02): عملية التمويل المباشر



Source : Jean François Goux, Economie Monétaire et Financière Théories, Institutions Politiques (3ème Edition, Paris, Economica 1998), P.79.

إذن فالأصول المباشرة الأولية هي عبارة عن إصدارات وحدات العجز للحصول على التمويل من وحدات الفائض (أسهم وسندات)، وبالتالي فالتمويل المباشر مرتبط بإصدار الأصول الأولية.

أصول أولية ← سوق مالي ← تمويل مباشر

Finance Directe → Titres Primaires → Marché Financier

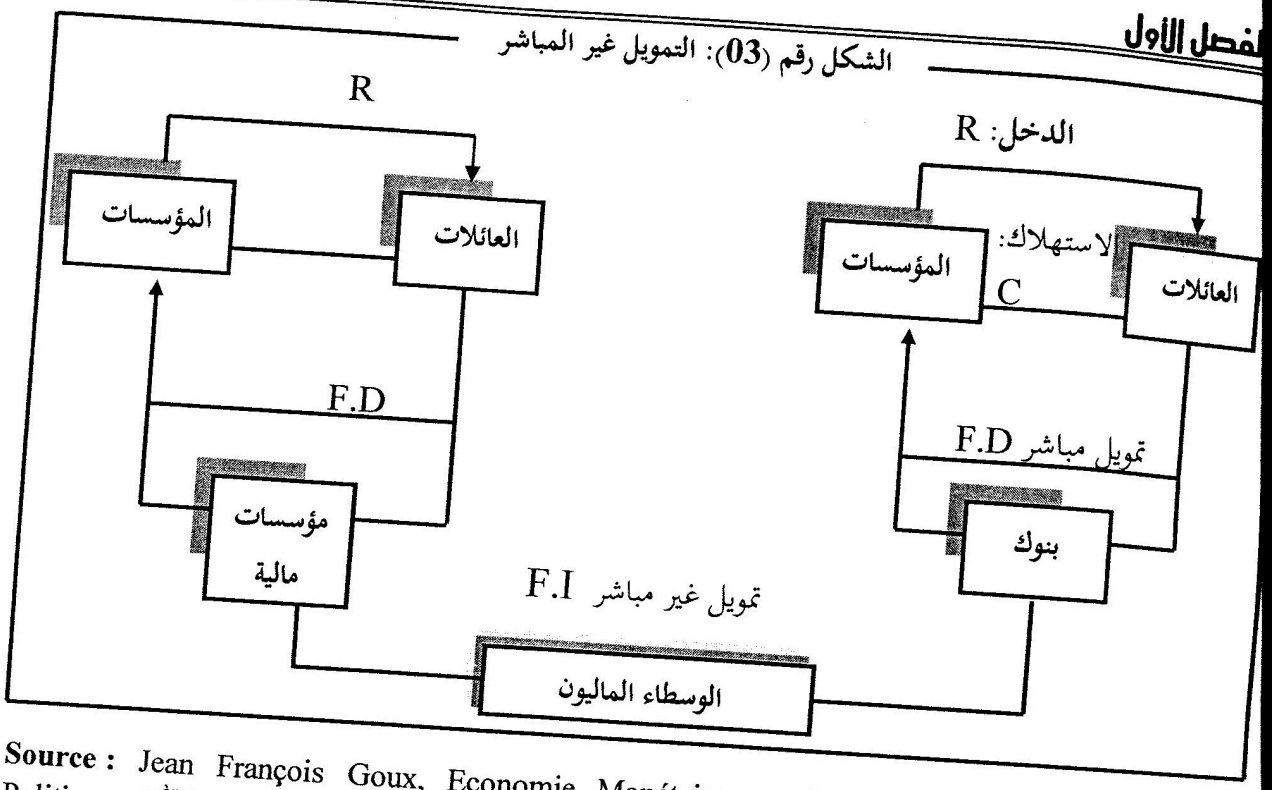
الفرع الرابع: التمويل غير المباشر

إن التمويل غير المباشر يتم عن طريق الوساطة المالية، والتي يبرز وجود ها طرفان أساسيان هما:

- **اصحاب الفائض المالي:** هم أولئك الذين تفوق مداخليهم مجموع نفقاتهم، وتبعا لذلك فهم يمثلون الطرف الذي له القدرة على التمويل، وأهدافهم هي محاولة البحث في أفضل التوظيفات لهذه الفوائـــض.
- **اصحاب العجز المالي:** وهؤلاء على عكس الطرف الأول تفوق نفقاتهم مجموع المداخيل التي يحصلون عليها وبالتالي فهم في حاجة مستمرة إلى أموال لتغطية عجزهم، ولذلك فهم يمثلون الطرف الذي له حاجة إلى التمويل.

فمنطلق التمويل غير المباشر يرجع إلى كون العائلات لا تقوم بتوظيف كل مدخراتها بصفة مباشرة، حيث أن جزء منه يودع لدى البنوك (ودائع جارية)، والمؤسسات المالية الأخرى (ودائع ادخارية)، وهذا ما يوضحه المخطط الموالي.

الشكل رقم (03): التمويل غير المباشر



Source : Jean François Goux, Economie Monétaire et Financière Théories, Institutions Politiques (3ème Edition, Paris, Economica 1998), P.80.

نلاحظ من الشكل أعلاه أن الوسطاء الماليون صنفان: وسطاء ماليون بنكيون، ووسطاء ماليون غير بنكيون.

إذن الفرق بين التمويل المباشر والتمويل غير المباشر، هو وجود الوسطاء في الثاني، فما هو دور الوسطاء ؟

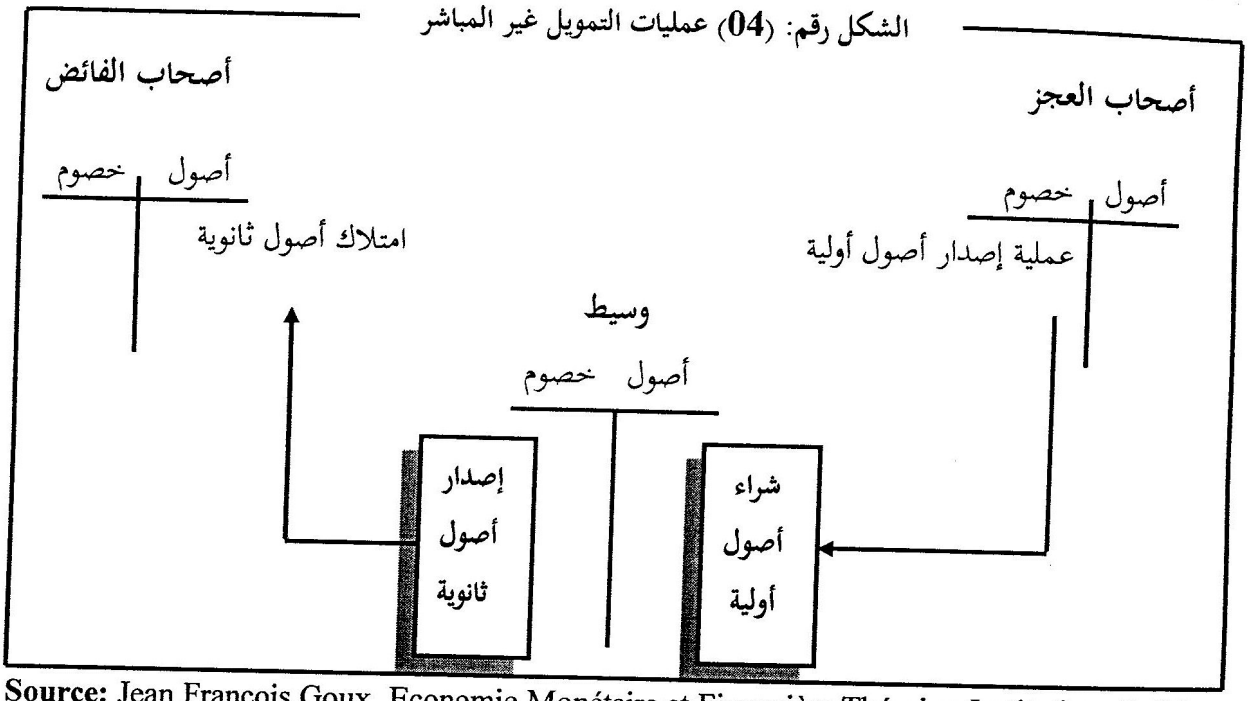
يتمثل دور الوسطاء في جمع موارد أعوان الفائض (مدخراتهم السائلة) وإعادة ضخها للباحثين عنها، حيث يقوم أصحاب العجز(المقترضون) بإصدار أوراق أولية تتميز بارتفاع مخاطرها، طول أجلها وقلة سيولتها والتي يقوم بشرائها الوسطاء، في المقابل يقوم الوسطاء بجمع أموال أصحاب الفوائض، وهذا بإصدار أصول غير مباشرة (ثانوية) تكون قليلة المخاطر وأكثر سيولة من الأصول الأولية، وهذا ما يجعل توافق التمويل غير المباشر مع متطلبات المدخرين[1]. فالوسيط المالي له القدرة على شراء مثلا سندات أو منح قروض لمؤسسة ما (السندات والقروض تمثل أصول أولية) عن طريق الموارد المتحصل عليها بفتحه حسابات تحت الطلب (بنوك)، أو لأجل (مؤسسات مالية أخرى) لصالح الزبائن (العائلات أو المدخرين)، هذه الحسابات تشكل أصول غير مباشرة تكون أقل خطرا من الأصول الأولية المصدرة من قبل الأعوان غير المالية، وبالتالي يمكن إظهار ميزانية أي وسيط مالي كما يلي:

أصول	خصوم
أصول أولية	أصول ثانوية
عملية شراء	عملية إصدار

[1] - Xavier Bradley, Christian des Camps, Monnaie, Banque, Financement, (Paries, Edition, Dalloz, 2005), P.5.

ومنه يمكن أن نعرف التمويل غير المباشر بأنه: عبارة عن إصدار أصول ثانوية من قبل الوسطاء الماليون للحصول على مدخرات أصحاب الفوائض، وتحويلها لأصحاب العجز. إذ أن العملية تتم كما يوضحها المخطط التالي:

الشكل رقم: (04) عمليات التمويل غير المباشر



Source: Jean François Goux, Economie Monétaire et Financière Théories, Institutions Politiques (3ème Edition, Paris, Economica 1998), P.79

ومنه فإن من المخطط السابق يتضح أن دور الوسيط المالي هو تحويل نوعية الأصول بين المقرضين والمقترضين (أصحاب العجز والفائض). إذن التمويل غير المباشر مرتبط بالأصول الثانوية.

وسيط مالي ← أصول ثانوية ← تمويل غير مباشر

من خلال ما سبق يتجلى أن عملية تمويل الاقتصاد تتم بطريقتين: إما عن طريق الوساطة المالية، وإما عبر السوق المالي. فالتمويل غير المباشر يبدو إلى حد ما واضحا لأنه يتم بواسطة الوساطة المالية سواء بنكية أو غير بنكية. أما فيما يخص التمويل المباشر، والذي يحدث عبر السوق المالي، فيتم بالاتصال المباشر بين المدخرين والمشترين.

نظرا إلى صعوبة إيجاد المبالغ المطلوبة من قبل المستثمر، وأمام محدودية هذه الطريقة، يستعين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز بالمؤسسات المالية العاملة في السوق المالي، والتي تدعى بوسطاء السوق المالي المتخصصة في تقديم الاستشارات والمعلومات التي من شأنها تقريب وجهات النظر بين الطرفين وإشباع حاجاتهم المختلفة، مما يعني أن التمويل المباشر بمعنى الكلمة يبقى إلى حد ما نسبيا، حيث لا يمكن تصور في الحالة العملية التقاء الطرفين مباشرة دون تدخل وسيط، وهذا راجع لصعوبة وضخامة المعاملات في الأسواق المالية.

المطلب الثالث: اقتصاد الاستدانة واقتصاد الأسواق المالية

تعود أصل التفرقة في نظم التمويل بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية إلى الاقتصادي هيكس*، وهذا سنة 1974م في كتابه المعنون" الأزمة في الاقتصاد الكينزي"، وفيه وضح الاختلاف ما بين المؤسسات (أصحاب العجز)، التي باستطاعتها إشباع حاجاتها من السيولة بواسطة حيازة أصول سائلة وسهلة (قطاع السوق) وبين التي تلجأ إلى القروض البنكية (القطاع البنكي)[1].

الفرع الأول: معايير التفرقة بين النموذجين

هناك عدة معايير تسمح بالتفرقة بين النموذجين، في اقتصاد الاستدانة تتم عملية التكييف والتعديل بين القدرة والحاجة للتمويل بعلاقة غير مباشرة، أي بواسطة وسيط مالي سواء بنكي أو غير بنكي، أي حالة التمويل غير المباشر، أما في اقتصاد الأسواق المالية فالعملية تتم بعلاقة مباشرة دون إهمال وسطاء السوق في السوق المالية، أي حالة التمويل المباشر. إن أهم معايير الاختلاف بين النموذجين تحدد أساسا في:

أ- تحديد معدل الفائدة: في اقتصاد الاستدانة فإن معدل الفائدة شبه ثابت وغير مرن ومحدد إداريا (سعر فائدة موجه) من قبل السلطات النقدية، وهذا ما يجعل أسعار الفائدة ضعيفة من الناحية الاسمية، وسلبية من الناحية الحقيقية ومحددة بطريقة بعيدة عن قوى السوق [2]، وهذا للأسباب التالية:

- عدم وجود أسواق مالية متطورة وتنافسية، إضافة إلى سيطرة الدولة على النظام البنكي مما يسمح لها بتحديد معدل فائدة يتماشى مع سياستها الاقتصادية، وهذا ما يجعل عرض النقود والطلب عليه لا يتم بصفة حرة؛
- وجود المؤسسات المالية في حالة احتكارية وتزايد حجم ومجال تدخل الدولة في أعمال البنوك وخاصة البنك المركزي، مما يؤدي إلى ضعف وانعدام استقلالية هذا الأخير، وخضوعه عمليا للخزينة العامة، وبالتالي تصبح السياسة النقدية تابعة للسياسة المالية.

أما في الأسواق المالية، فسعر الفائدة يكون مرن ومحدد بقوى العرض والطلب داخل السوق نظرا للأسباب التالية[3]:

- وجود أسواق مالية نشطة مما يعمق المسافة بينها وبين المؤسسات المالية فيما يخص جلب المدخرات، هذا ما يؤدي إلى وجود أسعار فائدة متغيرة ومحددة بقوى العرض والطلب؛
- ارتباط الاستثمارات بربحيتها، فالاستثمارات التي لا تحقق معدل ربحية يفوق تكاليفها، لا يمكن إنجازها لأنها لن تجد من يُمولها، وهذا لانعدام التمويل الإداري.

---

* - جون ريتشارد هيكس John Richard Hicks، عالم اقتصاد إنكليزي وأحد أبرز الاقتصاديين المؤثرين في القرن العشرين، قدم إسهامات رائدة لنظرية التوازن الاقتصادي العامة General Economic Equilibrium Theory ولنظرية الرفاهية Welfare Theory، حاز جائزة نوبل للعلوم الاقتصادية مناصفة مع الأمريكي كينيث آرو Kenneth Arrow لأن لجنة منح الجائزة لم تتمكن من اختيار أيهما أفضل. ولد في ليمنغتون سبا Leamington Spa وتلقى تعليمه في كلية كليفتون Clifton ما بين (1917. 1922) وكلية بالليول Balliol في أكسفورد 1922. 1926.

[1] - Chouiter, Economie d'endettement et Economie de Marches des Capitaux, (Magazine : Maliya, Revue de l'école Nationale des Impôts N°1, Octobre 2001), P.21.

[2] - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 ، ص263.

[3] - محمد الشريف إلمان، محاضرات في نظرية الاقتصاد الكلي، دوال الاقتصاد الكلية الأساسية، القطاع النقدي، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،2003، ص 124.

خلاصة لمعيار سعر الفائدة نجد أنه مبني أساسا على التفرقة بين سياسة الكبح المالي (Répression Financière) وسياسة التحرير المالي (Libération Financière) ذلك كما يلي:

- نظام مالي مسير وموجه إداريا، كبح مالي، يدعم اقتصاد الاستدانة؛
- نظام مالي متحرر خاضع لقوى السوق، تحرير مالي، يدعم اقتصاد الأسواق المالية.

ب- اتجاه العلاقة بين الكتلة النقدية والقاعدة النقدية: قبل التعرض لهذا المعيار، لابد من معرفة مختلف مصادر خلق النقود، هذه الأخيرة تبنى أساسا على التمييز بين أعوان العجز غير المالية، سواء مؤسسات القطاع الاقتصادي أو الدولة، فالنقد المصدر بسبب تمويل عجز المؤسسات، أي مقابل استدانة المؤسسات، يدعى بالنقد الداخلي (Monnaie Interne) في حين أن النقد المصدر في مقابل استدانة الدولة هو نقد خارجي (Monnaie Externe)، إن المجموع (النقد الداخلي+ النقد الخارجي) يعرف بالنقد الخام[1].

أما فيما يخص اتجاه العلاقة بين الكتلة النقدية والقاعدة النقدية، فتكون متعاكسة حسب نوع الاقتصاد[2]:

- في اقتصاد الأسواق المالية، المؤسسات المالية البنكية تقرض إذا كانت تملك أو لديها قاعدة نقدية (نقدا واحتياطا) في البنك المركزي، ولهذا فإن اتجاه العلاقة يكون من القاعدة النقدية إلى الكتلة النقدية، آلية المضاعف. (Mécanisme du Multiplicateur)

القاعدة النقدية ⟵ الكتلة النقدية

- في اقتصاد القروض، المؤسسات المالية البنكية تجد سهولة في الحصول على السيولة (النقد القانوني) من البنك المركزي لتلبية حاجاتها (إعادة التمويل)، ولهذا تقوم بتحديد حجم القروض التي تستطيع منحها، وعلى أساس ذلك تبحث عن السيولة اللازمة لتغطية هذه القروض (نموذج مقسم القروض. (Diviseur de Crédit) أي أن اتجاه العلاقة يكون من الكتلة النقدية إلي القاعدة النقدية .

الكتلة النقدية ⟵ القاعدة النقدية

وعلى هذا الأساس تكون في اقتصاد القروض، البنوك مدينة للبنك المركزي، هذا الأخير مجبر أن يكون المصدر الأخير للإقراض، أما في اقتصاد الأسواق المالية البنك المركزي هو مصدر أخير للإقراض غير مجبر.

بعد التعرض لهذه المعايير والتي على أساسها يتم التفرقة بين نماذج التمويل سواء اقتصاد القروض أو اقتصاد الأسواق المالية، يمكن استخلاص أهم مميزات وخصائص كل منها.

---

[1] - Michelle de Mourgues, op. cit, P.77.

[2] - رياض لمزاودة، تحليل علاقة النظام المالي بالنمو الاقتصادي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية – فرع اقتصاديات المالية، النقود والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2005-2006، ص 20.

حسب المعايير السابقة تتضح مميزات وخصائص كل نموذج[1]:

اولا: نموذج اقتصاد السوق، أول ما يميز النموذج هو وجود سوق مالية ونقدية مرنة، واسعة ومتطورة، تتم بواسطتها إشباع حاجات الأعوان الاقتصادية للتمويل والسيولة.

ثانيا: وجود ادخار خاص وعفوي (Epargne Spontanée) في هذا النوع من الاقتصاد يستطيع أصحاب العجز إصدار أصول أولية لتمويل استثماراتهم، يكتتب فيها (شراء وبيع) أصحاب الفوائض (المدخرون). ومن أهم الخصائص والمميزات:

- سيطرة التمويل المباشر عبر السوق المالية، وهذا لا يعني أن البنوك لا تتدخل في عملية التمويل الخارجي لأعوان العجز، وإنما لها دور ثانوي في هذه العملية، أي أن التمويل الأساسي يتم عبر السوق المالية، والبنوك لها دور ثانوي إضافي (التمويل الإضافي)؛

- البنوك والمؤسسات المالية الأخرى تتحصل على السيولة عن طريق بيع أوراق الدين في السوق النقدية، وتلجأ إلا في حالات استثنائية إلى البنك المركزي لغرض إعادة التمويل (مصدر أخير للإقراض غير مجبر)، هذا الأخير (البنك المركزي) يتدخل في السوق النقدية بطريقة غير مباشرة عبر تقنية السوق المفتوحة (Open Market) كبائع أو مشتري لسندات الخزينة لتعديل ومراقبة سيولة السوق[2]، وبالتالي فالتعديل النقدي يتم أساسا عبر هذه التقنية التي تسمح له من ممارسة الرقابة، والتحكم في القاعدة النقدية وبالتالي فعالية أكبر للسياسة النقدية؛

- ما يميز كذلك هذا النموذج هو المديونية الكبيرة للخزينة العامة، نظرا لوجود عجز هام ودائم في ميزانية الدولة. تمويل هذا العجز يتم عن طريق إصدار سندات الخزينة [3]؛

- خلق النقود يكون أساسيا من النوع الخارجي، أي أن القروض للدولة هي من أهم مقابلات الكتلة النقدية في هذا النموذج (نتيجة المديونية الكبيرة للدولة).

ثالثا: نموذج اقتصاد الاستدانة، في هذا النموذج توجد استدانة ذات طابقين، حيث أن المؤسسات (أصحاب العجز) مدينة اتجاه البنوك التجارية، هذه الأخيرة تكون بدورها مدينة اتجاه البنك المركزي الممول الأخير للاقتصاد. في هذا النموذج، إن القروض البنكية تعوض قلة الادخار الخاص (ضعف معدلات الفائدة الحقيقية، وضعف الأسواق المالية والنقدية)، كما تعوض البنوك التجارية ضعف السوق المالية والنقدية وعلى هذا الأساس تتحدد الخصائص التالية:

- سيطرة التمويل غير المباشر بواسطة الوسطاء الماليين وخاصة البنوك التجارية، وبالتالي فإن دور الأسواق المالية في عملية التمويل يعتبر ثانوي مقارنة بحجم القروض البنكية؛

---

[1] - رياض لمزاودة، مرجع سابق، ص21.

[2] - محمد الشريف إلمان، مرجع سابق، ص 192.

[3] - Jean François Goux, op. cit, P.125.

- السوق النقدية سوق ضيقة ومنحصرة فيما بين البنوك، حيث أن بنية النظام البنكي في هذا النموذج تتكون أساسا من بنوك ذات فائض في السيولة، وبنوك ذات عجز في السيولة، وعلى أساس هذا اللاتوازن تقوم السوق النقدية. هذه الأخيرة لا تضمن إلا جزء من التعديل النقدي للنظام البنكي، مما يستدعي تدخل البنك المركزي بآلية إعادة التمويل (إعادة الخصم)، كما توجد تسهيلات كبيرة ممنوحة للبنك المركزي لغرض إعادة التمويل وبالتالي عدم استقلالية هذا الأخير (البنك المركزي)؛

- عادة ما تكون استدانة الخزينة العامة في اقتصاد الاستدانة أقل مما عليه في نموذج اقتصاد الأسواق المالية، هذا العجز يغطي عن طريق التسبيقات التي يقدمها البنك المركزي للخزينة.

- خلق النقود يكون أساسا من النقد الداخلي الذي تخلقه البنوك لتمويل الأعوان غير المالية، وبالتالي القروض التي تمنح للاقتصاد هي من أهم مقابلات الكتلة النقدية في هذا النموذج.

الفرع الثالث: جوهر الاختلاف بين النموذجين

من خلال ما سبق، نجد أن جوهر الاختلاف بين النموذجين يكمن في تدخل الدولة من عدمه، فمن جهة نجد اقتصاد الاستدانة عبارة عن صورة لقطاعات مالية تتدخل فيه الدولة بفرض إجراءات رقابية تحيد بأنظمتها المالية عند العمل وفق آليات السوق ولهذا تكون:

- معظم الأنشطة المالية مراقبة من قبل السلطات المالية؛

- جزء هام من النشاطات المالية تمر عبر الدولة بواسطة خزينتها العامة، وبالتالي تحيد إدارة المؤسسات المالية والبنكية في منح القروض وفق ثنائية العائد والمخاطرة؛

- معظم المؤسسات المالية والبنكية مملوكة للدولة، ولهذا يكون تأطير القروض من أهم السياسات النقدية لمراقبة العرض النقدي، وضمان تمويل الاقتصاد؛

- أسعار الفائدة محددة وموجهة إداريا، وبالتالي منح قروض تسهيلية للمؤسسات العامة وبمعدلات تمييزي (Taux Préférentiels) غير خاضعة لقوى السوق[1]، وهذا ما يضعف المنافسة بين مؤسسات النظام المالي.

- إن اقتصاد الاستدانة هو اقتصاد إداري موجه، ذو نظام مالي يعاني من سياسة الكبح المالي، هذه الأخيرة تجعل الدائرة المالية غير مستقلة، وغير خاضعة لقوى السوق، مما يؤدي إلى ظهور الآثار السلبية للتمويل البنكي نتيجة الإفراط في عملية خلق النقود الكتابية* (منح القروض) لتمويل الاقتصاد الوطني.

---

[1] - Dominique plihon, La monnaie et ses Mécanismes, (Casbah Edition 2004), P.53.

* - النقود الكتابية: ويسمى هذا النوع من النقود بالنقود المصرفية أو نقود الودائع، وتمثل الإيداعات التي تتخذ أشكال حسابات مصرفية جارية (تحت الطلب) لدى البنوك التجارية. تتكون النقود الكتابية من الأرصدة الدائنة لحسابات الأفراد لدى البنوك التجارية ومراكز البريد والتي يمكن سحبها أو تداولها باستعمال الشيكات أو فقط بكتابة خطية بالتحويل من حساب جاري لشخص ما إلى حساب جاري لشخص آخر، ولهذا فهي تعرف كذلك باسم النقود الخطية أو نقود الودائع. إذن هي عبارة عن التزام من البنوك التجارية ومراكز الصكوك البريدية بدفع مبالغ معينة من النقود القانونية لصالح مختلف الأعوان الاقتصاديين عند الطلب، وهي تشمل جميع الودائع الجارية.

المبحث الثالث: الوساطة المالية (Intermédiation Financière)

في عالم النقود والأعمال، هناك حاجة مستمرة إلى تداول الأموال بمبالغ تختلف حسب طبيعة الأعمال وحجمها، وتسمح الحركة المستمرة للنشاط لبعض الأطراف بالحصول على فائض مالي، وتسبب لأطراف أخرى ظهور عجز مالي، فالأجراء والعائلات بصفة خاصة، عندما يحصلون على دخولهم عند نهاية كل شهر، فإنهم ينفقون جزء منها ويحتفظون بالجزء الآخر، إما احتياطا من المستقبل وإما استفادة من الفرص التي يتيحها السوق. ماذا يفعل هؤلاء وغيرهم من الذين يحققون فائضا ماليا بهذا الفائض الموجود بحوزتهم؟ هل يحتفظون به في بيوتهم؟ هل يقومون بإقراضه مباشرة إلى أولئك الذين يعانون من عجز مالي؟ هذا احتمال وارد[1].

المطلب الأول: مفهوم وأهمية الوساطة المالية

سنحاول من خلال هذا المطلب إعطاء بعض التعاريف للوساطة المالية، إضافة إلى ذكر أهميتها.

الفرع الأول: تعريف الوساطة المالية

من المعروف أن البنوك تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد، وتقرضها إلى المحتاجين للتمويل لاسيما المؤسسات، بسعر فائدة أعلى، لتغطية مصاريف التسيير، وتحقيق أرباح من وراء ذلك، من هنا بدأت فكرة الوساطة المالية (Intermédiation Financière) بين المدخرين والمستثمرين[2].

وتعرف الوساطة المالية بأنها: " تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخارات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة، والقيام بمنح قروض إلى أطراف أخرى، وبهذه الطريقة فهي تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية وأهدافهما المستقبلية. فالذين يقدمون الأموال هم أصحاب فائض التمويل والذين يأخذون الأموال هم أصحاب الحاجة إلى التمويل والوساطة المالية هي الهيئات التي تربط بينهما، فهي تجمع فوائض التمويل من جهة وتقديمها في شكل قروض إلى أصحاب العجز المالي[3] " .

من خلال التعريفين السابقين يتضح أن الوساطة المالية: هي ذلك النظام المالي الذي يسود فيه التمويل غير المباشر، حيث يتدخل وسيط مالي بين وحدات الفائض ووحدات العجز، والذي عادة ما يكون البنك، فيقوم بجمع المدخرات من وحدات الفائض ليتم توظيفها لوحدات العجز، بأسعار فائدة محددة محققا من وراء قيامه بهذه العملية أرباحا.

والشكل الموالي يمثل نظام الوساطة المالية:

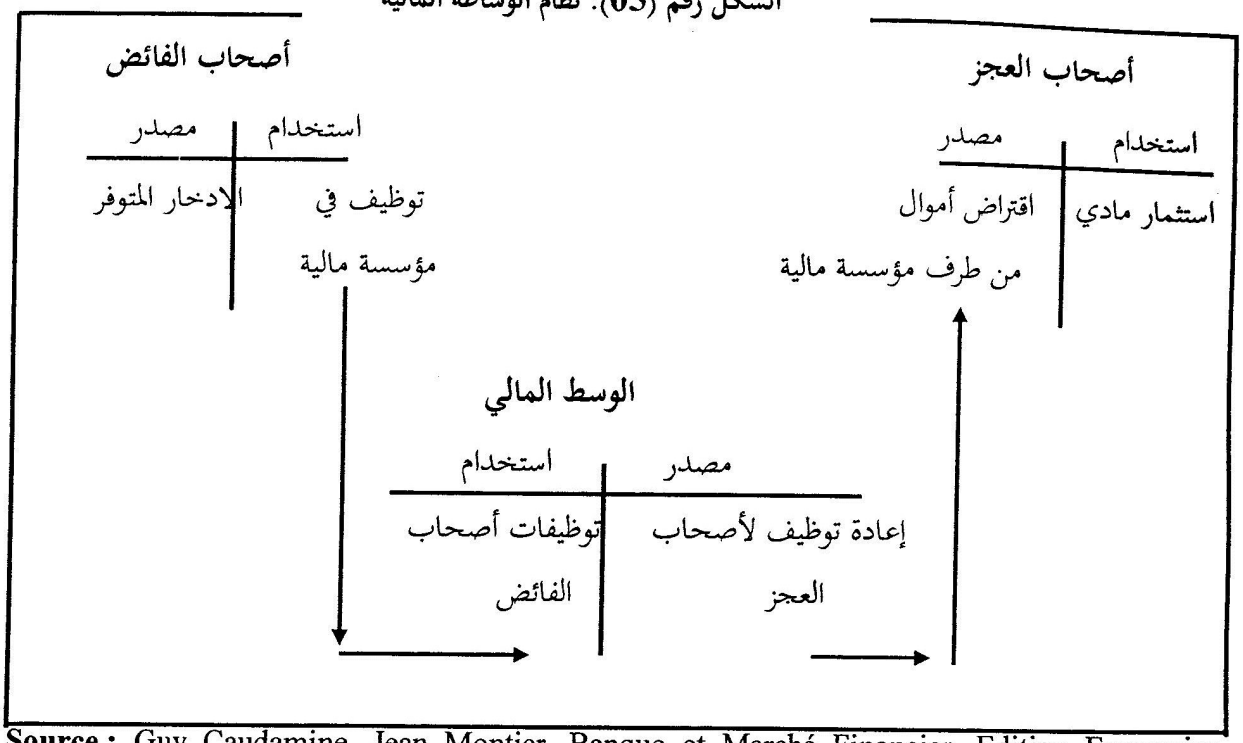
---

[1] – الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 5.

[2] – جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، مرجع سابق، 2002، ص 8.

[3] – الطاهر لطرش، نفس المرجع، 2004، ص 7.

الشكل رقم (05): نظام الوساطة المالية



Source : Guy Caudamine, Jean Montier, Banque et Marché Financier, Edition Economica, Paris, France, 1998, P.231.

فمن خلال الشكل يتضح لنا دور الوسيط المالي في الجمع بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض، من أجل تمويل وحدات العجز، والتي تتمثل عادة في المشروعات الاستثمارية.

الفرع الثاني: أهمية وجود الوساطة المالية لأصحاب الفائض، ولأصحاب العجز المالي

إن وجود الوساطة المالية في اقتصاد اليوم يعد ضرورة حيوية، ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم، ولكن لكونها قد سمحت بإيجاد حلول للعديد من المشكلات المرتبطة بالتمويل، وفي الحقيقة يمكن تسجيل أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف علاقة التمويل.

1- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

- مصداقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيرها فحسب، ولكن بصفة رئيسة نظرًا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي إذا مأمونة الحفظ، وهذا ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشر؛
- يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسة المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات؛
- يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، ولما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها اتجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم مبالغ صغيرة مقارنة بما يحتفظ به في حوزتها- يعفى وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقرضين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا

الجهات التي يودعون فيها أموالهم- فالوساطة المالية بحكم طبيعة نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت.

2- **أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب العجز المالي:** غير أن الوساطة المالية لا توفر مثل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي فقط، بل تسدي خدمات أخرى إلى أصحاب العجز المالي، وليس مبالغا إذا قلنا أن هؤلاء هم المبرر الأول لوجود الوساطة المالية، ولا معنى في الواقع لهذه الوساطة المالية إذا لم يكن هناك من يطلب خدماتها. يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية:

- توفر الوساطة المالية الأموال اللازمة بشكل كافي، وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة، وبما أن هناك تيارات من الودائع، فإن الأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب؛

- يجنب وجود الوساطة المالية المقرض مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة، فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم،كما أن وجود الوساطة المالية يسمح - وهذا أمر مهم جدا - بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشر تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر المالية، وبمدة تجميد الأموال، ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية والاستفادة من طفرة الحجم من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل في علاقة التمويل المباشر.

الفرع الثالث: أهمية وجود الوساطة المالية للوساطة المالية ذاتها وللاقتصاد ككل.

إذا كانت الوساطة المالية تؤدي كل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي، وأصحاب العجز المالي، ماذا تستفيد من وراء ذالك؟ في الواقع لا تقوم الوساطة المالية بذلك من دون مقابل، وإنما تستفيد من الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- تستفيد أولا من الفائدة على القروض، وتعتبر هذه الفائدة من المداخيل التي تعظم عائداتها، بل لعلها الدخل الوحيد الذي تحققه أو الذي تقوم عليه نشاطاتها؛

- استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية، ويجب أن نعلم أن هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء، حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنع منح فوائد على هذا النوع من الودائع ؛

- يسمح الحصول على ودائع الوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض، وذلك بإنشاء نقود الودائع، ويعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من الودائع، وهو بطبيعة الحال أمر يزيد من إمكانياتها في زيادة الأرباح.

أ- أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة للاقتصاد ككل: وإذا كانت الوساطة المالية سمحت لأصحاب الفائض المالي، وأصحاب العجز المالي بتفادي الكثير من المصاعب المرتبطة بعلاقة التمويل المباشر، والاستفادة من العديد من

المزايا المترتبة عن الانتقال إلى علاقة التمويل غير المباشر، فإن الاقتصاد بدوره يستفيد من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب:

- تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، إن وجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة المالية وحدها لقدرتها على إلغاء هذا التناقض بإمكانها أن تسمح بتفادي كل هذه المشكلات؛

- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة، وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة؛

- إن النتيجة الثالثة من وجود الوساطة المالية، هي مرتبطة بالنتيجة السابقة، وتتمثل في تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة، ولكن القدرة على التعبئة ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.

المطلب الثاني: أنواع الوساطة المالية

لقد بدأت فكرة الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين، والتي امتازت بها البنوك أول الأمر، غير أن مفهوم الوساطة المالية قد اتسع في اتجاهين على الأقل.

الأول: هو أن الوسطاء أصبحوا يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة،كشراء المنتجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم وسندات وغيرها وتحقيق أرباح من وراء ذلك، أكثر من ذلك فقد أصبح الوسطاء يصدرون كذلك أوراق مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح.

الثاني: هو قيام مؤسسات عديدة أخرى بهذه الوظيفة التي كانت محتكرة من طرف البنوك، لقد تم حصر ستة فصائل من المؤسسات البنكية وغير البنكية وهي[1]:

1- **البنوك:** بما في ذلك البنوك المركزية التي تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يتوفرون على سيولة فائضة وإعادة إقراضها إلى أعوان اقتصاديين آخرين هم في حاجة إلى تمويل، خاصة المؤسسات.

2- **صناديق الادخار والاحتياط:** التي تأخذ العديد من الأشكال مثل الصندوق الوطني للادخار والاحتياط، فعل الرغم من تخصص هذا الأخير في ميدان السكن إلا أننا نرى أنه من الممكن أن يقوم بتوظيف فوائضه المالية سواء في شراء أدوات مالية لو وجدت سوق لذلك، أو إقراضها إلى طالبي رؤوس الأموال.

3- **المؤسسات المالية المتخصصة:** التي تقوم بإصدار أسهم وسندات طويلة الأجل للحصول على الأموال المستعملة في الإقراض للغير، لاسيما المؤسسات والجمهور، والحصول على عائد من وراء ذلك.

4- **الشركات المالية:** التي عادة ما تتخصص في تمويل عمليات البيع الآجلة والإقراض العقاري، فهي أيضا تحصل على معظم الأموال من إصدار السندات.

---

[1]- محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة، مرجع سابق، الجزء الأول، 2002، ص 8-10.

5- **هيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية:** والتي تتكون أساسا من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، والصناديق المشتركة للتوظيف، وتقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المتجمعة لديها من إصدار الأوراق المالية تسيير الحوافظ المالية، ونشاطات مالية أخرى.

6- **شركات التامين:** التي تجمع الأموال ممن يقومون بتأمين ممتلكاتهم، وكذا التأمين على الحياة، عادة ما تكون لهذه الشركات فوائض مالية هامة توظفها في الأوراق المالية العقارات، وتقرض جزءا منها للشركات.

إذا لم تبق وظيفة الوساطة المالية من مهمة البنوك وحدها، كما لم تقتصر هذه الوظيفة على جمع المدخرات وإقراضها للمحتاجين لمصادر التمويل، بل توسع مفهوم الوساطة في الأنظمة المالية المعاصرة ليشمل نشاطات أخرى كإصدار المنتجات المالية، وتوظيف الفوائض تحت أشكال مختلفة، وبالتالي يمكن أن نقسم الوسطاء الماليين إلى ثلاثة وسطاء وهم:

- **مؤسسات إيداع:** مؤسسات مالية تقبل ودائع وتعطي قروضا (البنوك).
- **مؤسسات إيداع تعاقدي:** مؤسسات مالية تحصل على الأموال على فترات ثابتة وعلى أسس تعاقدية (شركات التأمين، صناديق تعاقدية...).
- **وسطاء إستثمار:** وهم شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار.

✓ **شركات إستثمار:** تحصل على الأموال من خلال إصدار أسهم وأدوات دين، وتستخدمها في إعطاء قروض للمستهلكين والشركات الصغيرة.

✓ **صناديق إستثمار:** تحصل على الأموال من خلال بيع وحدات (حصص ملكية) وتستخدمها في تكوين محافظ مالية من أسهم وسندات.

الفرع الأول: المؤسسات ذات الطبيعة الخاصة

1- **البنك المركزي:** إن الوظيفة العامة للبنك المركزي مرتبطة بالنقد والقروض، ولهذا يقوم بالوظائف التالية:

أ- وظائف مرتبطة بالسياسة النقدية: أي أنه مسئول عن إعداد وتنفيذ السياسة النقدية، وهذا للمحافظة على استقرار العملة داخليا (السياسة النقدية) وخارجيا (سياسة الصرف)؛

ب- الوظائف المرتبطة بالنقد وبانظمة الدفع، أي القيام بـ [1]:

- إصدار النقد القانوني؛
- دوره كبنك للبنوك، عادة ما تلجأ البنوك إلى الإقراض من البنك المركزي في الحالات الطارئة والحرجة؛
- وظائف أخرى منها مراقبة مؤسسات القرض والمحافظة على استقرار النظام المالي؛
- دوره كبنك للدولة، وهذا بتسيير حسابات الخزينة العامة؛

إذن للبنك المركزي حق إصدار النقد القانوني (Légal) أو المركزي (Central) الذي له قوة إبراء غير محدودة، داخل الإقليم الوطني.

---

[1] - ناصر سليمان، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، مكتبة الريام، الجزائر، 2006، ص 96.

تتمثل زبائن البنك المركزي في البنوك والخزينة العامة، والتي من خلالها تشبع حاجات الأعوان المالية بالأوراق النقـدية القانونية.

2- **الخزينة العامة:** هي الممثلة المالية للحكومة، فهي تقوم بتنظيم الميزانية العامة للدولة، والإشراف على تنفيذها سنويا، وبالتالي فهي الجهة المسئولة عن تنفيذ السياسة المالية للدولة [1]. تقوم الخزينة العامة بدور نقدي ومالي.

الأول: يتمثل في إصدارها وسائل للدفع متمثلة في القطع النقدية، والتي تقوم ببيعها للبنك المركزي مقابل الحصول على قيمتها من النقد الكتابي.

الثاني: مساهمتها في تمويل الاقتصاد الوطني عن طريق الاستثمارات العامة المسطرة في ميزانية الدولة. إضافة إلى إصـــــدارها سندات قصيرة الأجل تتمتع بالسيولة الكبيرة تعرف بسندات الخزينة Les Bons du Trésor.

الفرع الثاني: المؤسسات المالية البنكية

هي مؤسسات مالية يتمثل دورها في ثلاث وظائف أساسية[2]:

- تجميع مواردها المالية من أصحاب الفوائض؛
- منح وتوزيع القروض لأصحاب العجز؛
- خلق وتسير وسائل الدفع.

هذه المؤسسات تنقسم إلى نوعين: البنوك التجارية، والبنوك المتخصصة.

1- **البنوك التجارية:** تمثل الموارد الذاتية للبنوك التجارية نسبة صغيرة من المجموع الكلي لمواردها المالية، حيث تمثل الودائع تحت الطلب (وهي من الموارد الخارجية) النسبة الأكبر. تختص البنوك التجارية بمنح القروض للمؤسسات وبقدرتها على خلق النقد الكتابي أو الائتماني، وهذا عن طريق الودائع المشتقة الناتجة عن فتح حسابات الودائع تحت الطلب لفائدة الأعوان الاقتصادية غير المالية. فهناك وظائف حديثة للبنوك التجارية نذكر منها:

- إدارة الأعمال والممتلكات للعملاء؛
- تقديم الاستشارات الاقتصادية والمالية؛
- خدمات البطاقة الائتمانية؛
- تسهيل عملية الاكتتاب العام بالأسهم والسندات؛
- بيع وشراء العملات الأجنبية.

2- **البنوك المتخصصة:** هي مؤسسات قرض ذات طبيعة خاصة تنشأ من قبل الدولة (ملك للدولة). تتمثل المهمة التقليدية لهذه البنوك في استعمال مواردها المالية في تمويل قطاعات أهمها[3]:

- تمويل العقارات؛
- تمويل الإدارات العمومية؛

---

[1]- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000، ص 3.

[2]- David Begg, Stanley Fischer, Rudiger Dorn Bushadaptation Française: Bernard Bernier et Henri louis, Macroéconomie, (Paris, 2ème Edition Dunod, 2002, P.129.

[3]- عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 63.

- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

إذن تقوم هذه البنوك بعمليات ائتمانية متوسطة وطويلة الأجل في نشاط اقتصادي معين يعكس تسميتها كالبنوك العقارية، الزراعية والصناعية، أو قد يرجع التخصص إلى مقابلة حاجات ائتمانية من نوع خاص كما هو الحال بالنسبة لبنوك الاستثمار والأعمال.

تعرف المؤسسات المالية البنكية في النظام المالي كبنوك من الدرجة الثانية بعد البنك المركزي، للدور الذي تلعبه في تمويل الاقتصاد، وخاصة البنوك التجارية القادرة على خلق النقد الكتابي المتمثل في الودائع تحت الطلب لفائدة الأعوان غير المالية، أما فيما يخص البنوك المتخصصة فهي تساهم في مقابلة الطلب على الاقتراض وتقديم الخدمات المالية دون القدرة على خلق النقد.

إن النقد القانوني المتمثل في: الأوراق النقدية، القطع النقدية (Billet et Pièces) والودائع تحت الطلب أي النقد الكتابي، يعرف بالموجودات النقدية (Les Disponibilités Monétaires) هو ما يصطلح عليه بالمجمع النقدي (M_1)، هذا الأخير يعرف بأنه عبارة عن وسائل الدفع التي بحوزة الأعوان غير المالية المقيمة، وهي (أي وسائل الدفع) كاملة السيولة، وهو المعنى الضيق للنقود، كما تعرف البنوك التجارية والبنك المركزي والخزينة العامة بالمؤسسات صانعة السيولة.

الفرع الثالث: المؤسسات المالية غير البنكية

وهي مؤسسات أو شركات الوساطة المالية التي تعمل على تعبئة المدخرات الوطنية، وتوجهها نحو المجالات الاستثمارية، فهي تعمل على زيادة حجم الائتمان (القروض) في الاقتصاد الوطني بالقدر الذي تتوفر عليه من أموال. أي ليس لها القدرة على خلق النقود الكتابية[1].

من أهم هذه المؤسسات توجد صناديق التوفير والاحتياط، صناديق الضمان الاجتماعي والمعاشات، شركات الاستثمار، وشركات التأمين.

1- صناديق التوفير والاحتياط: وهي تختص في مجال السكن وقطاع التشييد، بالإضافة إلى توظيف فوائضها المالية إما في السوق المالي أو إقراضها لطالبي رؤوس الأموال[2]، في المقابل تقوم بفتح حسابات ادخارية لصالح الأعوان غير المالية تعود عليهم بفوائد تعرف كذلك ببنوك الادخار.

2- شركات التامين العام: ولها دور مزدوج، فإلى جانب قيامها بتقديم خدمات التأمين المتنوعة لمن يطلبها مقابل حصولها على أقساط التأمين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في مجالات استثمارية مختلفة، وتنقسم شركات التأمين إلى قسمين هامين هما:

أ- شركات التامين على الحياة: وهي تعتبر بمثابة وسيط مالي ضمني، فمن جهة تقوم بتحصيل أقساط التأمين من المؤمن لهم، ومن جهة أخرى تقوم بإقراض هذه المبالغ إلى مؤسسات الأعمال.

---

[1]- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 2005، ص 12.

[2]- ناصر سليمان، مرجع سابق، 2006، ص 164.

ب- شركات التامين العام: وهو ما يعرف بالتأمين على الممتلكات، عادة ما تكون مدته سنة، ولهذا يطلق عليه بالتأمين قصير الأجل، في حين يطلق على التأمين على الحياة بالتأمين طويل الأجل[1].

3- **شركات الاستثمار:** هي مؤسسات مالية تتميز بأن جميع مواردها المالية متشكلة من إصدار أسهم، سندات وشهادات استثمار. هذه الموارد المتجمعة يعاد توظيفها في محافظ مالية تتكون من الأوراق المالية ذات التداول العام في السوق المالية. وتعرف شركات الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بشركات الاستثمار المدار (Companies Investment Managed)، أما في فرنسا فتعرف بهيئات التوظيف للقيم المنقولة[2] (Les Organismes de Placement Collectif des Valeurs Mobilières).

أ- شركات الاستثمار المدار: تقوم بتوظيف الأموال المتحصل عليها من المدخرين في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، كما تضمن تسييرا أمثلا للأوراق المالية، وهي تنقسم إلى قسمين[3].

- شركات استثمار ذات النهاية المغلقة (Closed – end) أي أن عدد الأسهم المصدرة والمباعة للجمهور التي يتعامل عليها في السوق المالية يكون ثابتا.
- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة (Open – end) تدير هذه الشركات عددا من الصناديق التي تدعى بالصناديق المشتركة، والتي تكون نهايتها مفتوحة، بمعنى أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محددة.

ب- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: وهي تنقسم إلى شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وصناديق التوظيف المشترك، تتميز هذه الهيئات بالتسيير الجماعي للقيم المنقولة لصالح حسابات زبائنها[4]. تعتبر شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، شركات استثمار مفتوحة، لأن المدخرين لهم الحرية التامة في شراء وبيع شهادات الاستثمار، بينما صناديق التوظيف المشترك بمثابة صناديق مغلقة.

---

[1]- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة ،الإسكندرية ، 2003، ص122.

[2] - Bernard et Colli, Dictionnaire Economique et Financière, Edition du Seuil, Paris, 1989, P.845.

[3]- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 102.

4 - David Begg et autre, op. cit, P.202.

المطلب الثالث: الوساطة المالية في بورصة الأوراق المالية

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 الجزئية هو تناول الوساطة الاستثمارية، وهي التي ليس لها الحق في إصدار أو بيع أي أصول مالية للحصول على احتياجاتها من الأموال اكتفاءا بدورها كحلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق 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 الأوراق المالية بنفسه أو بشكل مباشر، الأمر الذي يستوجب لجوئه إلى وسيط معتمد ومصرح له بالتعامل في الأوراق المالية داخل بورصة الأوراق المالية وهو ما يطلق عليه (سمسار البورصة). وبصفة عامة يمكن حصر مؤسسات هذا النوع من الوساطة في السوق المالي في ثلاثة أنواع. يشكل كل نوع نشاط مستقل له مؤسساته وإدارته على النحو التالي[1]:

- سماسرة الأوراق المالية Security Brokers.
- تجار الأوراق المالية Dealers.
- بنوك الاستثمار Investment Banks.

ويمكن للوسيط أن يلعب أيضا بالإضافة إلى دوره كسمسار دور صانع السوق Market Maker وأيضا دور المتعهد لتغطية إصدار معين Underwriter 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، وفيما يلي نشير بقدر من التفصيل لهذه الأدوار وتلك الكيانات.

الفرع الأول: سماسرة الأوراق المالية (Licensed Brokers)

ويعتبر السمسار وسيط بين المستثمرين والبائعين للأوراق المالية ويؤدي دوره لقاء عمولة يحصل عليها نظير هذه الخدمات، وهنا يتعين التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة المتكاملة Full-Service Brokerage في هذا المجال. حيث توفر بيوت السمسرة في البورصات العالمية مجموعة من الخدمات فضلا عن خدمة شراء وبيع الأوراق المالية مثل:

- توفير المعلومات المالية الحديثة عن الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها من خلال تقارير الخبراء والمتخصصين في مجالات الاستثمارات المالية؛
- النصح والمشورة للعملاء فيما يتعلق بقرارات الاستثمار، وقد يصل الأمر إلى حد إدارة محفظة العميل الاستثمارية؛
- القيام نيابة عن العملاء بأداء العديد من الأنشطة مثل تسجيل الكوبونات وتسجيل اسم المشتري الجديد لدى الشركات، الاكتتاب نيابة عن العملاء، ومتابعة استهلاك السندات...إلى آخر هذه الأنشطة؛

[1]- محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 68-74 بتصرف.

- فتح حسابات جارية للعملاء وتقديم تسهيلات ائتمانية لهم لتمويل شراء المزيد من الأوراق المالية وهو ما يعرف بالشراء بالهامش، وأيضا البيع على المكشوف، وذلك بالطبع في ضوء ما تسمح به السلطات الرقابية لضمان عدم الاهتزاز المالي لمثل هذه البيوت.

الفرع الثاني: تجار الأوراق المالية

ويمكن في هذا المجال التمييز بين:

1- **الأنشطة التقليدية:** والتي تأخذ شكل التجارة المباشرة في الأوراق المالية باعتبارها أحد السلع حيث يقوم هؤلاء التجار بالاتصال بالبائعين والمشترين مستهدفين من ذلك بيع وشراء الأوراق المالية لحساب أنفسهم، حيث يقوموا ببيع الأوراق المالية بأعلى سعر مقارنة بثمن شرائها الأمر الذي ينجم عنه هامش ربح يتمثل في الفرق بين سعري الشراء والبيع، والتجار في هذا الصدد يتحملون مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية نظرا لتعاملهم فيها لحسابهم.

2- **الأنشطة المستحدثة:** تأخذ شكل شركات متخصصة في مجالات ترتبط بإصدار وتتداول الأوراق المالية مثل:

- **شركات ترويج وضمان الاكتتاب في الأوراق المالية:** ويتركز مجال نشاطها في ضمان تلقي الاكتتاب في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمنظمات الأخرى، والترويج والتسويق لتلك الأوراق المالية وتغطية الاكتتاب فيها، ومثل هذه الشركات تعد أحد السمات المميزة لأسواق المال في الدول المتقدمة لقيامها بدور الوسيط بين الشركات (المنظمات) والمستثمرين الماليين، فهي مؤسسات مالية لازمة لبناء وتقوية البنية الأساسية للتقدم والنمو المالي والاقتصادي، إذ أنها تعمل على تحديد قنوات الاستثمار الأفضل، وكذلك تحديد نسبة رأس المال الذي يطرح للاكتتاب وتوقيت إصدار الطروحات وتوقع معدلات العائد على الأسهم والسندات.
- **شركات راس المال المخاطر:** تقوم شركة رأس المال المخاطر بتقديم المساندات المالية أو الفنية أو الإدارية لتحسين فعالية المشاركة في تأسيس مشروعات أو شركات جديدة عالية المخاطر ورفع عوائدها الاستثمارية.
- **شركات توريق الحقوق المالية:** ويعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها تحويل الحقوق المالية الغير قابلة للتداول والمضمونة بأصول مثل ديون الجهاز المصرفي إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص، بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.
- **الشركات العاملة في مجال تاسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو تقوم بزيادة رؤوس أموالها:** وكما هو واضح من المسمى، فإن مثل هذه الشركات تهتم بمباشرة نشاط تأسيس الشركات تمهيدا لقيامها بإصدار الأوراق المالية، وغالبا ما تشترك في رأس مال هذه الشركات.

3- **بنوك الاستثمار:** ويعد بنك الاستثمار بمثابة بنك متخصص أساسا في التعامل في الأوراق المالية، وهو واسع الانتشار في الولايات المتحدة الأمريكية، وهذه البنوك لا تقبل الودائع بهدف إعادة إقراضها كما هو الحال في البنوك التجارية، وإنما تعمل فقط في سوق الأوراق المالية خاصة سوق الإصدار. أهم وظائف بنوك الاستثمار تتمثل في:

- **التعامل في الأوراق المالية:** حيث تقوم بنوك الاستثمار بشراء الأوراق المالية المصدرة تمهيدا لإعادة بيعها لصغار المستثمرين.
- **القيام بوظيفة بيوت السمسرة:** حيث تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية في الأسواق الثانوية نيابة عن العملاء.

• **القيام بوظيفة وكيل المكتتبين** Underwriter: حيث تقوم بتسويق الأوراق المالية المصدرة لتوفير التمويل طويل الأجل للشركات المصدرة.

• **القيام بوظيفة صانع السوق** Market Maker: ويؤدي في ذلك مهام على درجة كبيرة من الأهمية في السوق المالي يكمن أهمها:

✓ **توفير السيولة اللازمة للسوق المالي:** وذلك عن طريق ممارسة دور نشط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

✓ **المحافظة على إستقرار كل من الأسعار وحجم التعامل داخل السوق:** وذلك من خلال ممارسته لدور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، ودور البائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يلعب صانع السوق دورا هاما في المحافظة على التوازن المنشود للسوق.

المبحث الرابع: اللاوساطة المالية (Désintermédiation financière)

إن المؤسسات تنتج السلع الاستهلاكية والاستثمارية، وتوزع تدفق نقدي الذي هو عبارة عن (دخل)، ومن جهة أخرى فإن العائلات تستلم المداخيل الموزعة من طرف مؤسسات الأعمال وتقوم بإنفاق جزء منها على السلع الاستهلاكية وادخار الجزء المتبقي، هذا الادخار يعاد تحويله للمؤسسات حتى تتمكن هذه الأخيرة من شراء السلع الإنتاجية، وبالتالي نظرا لحاجة أعوان العجز للتمويل تقوم بإصدار أوراق أولية، والتي تمثل محاسبيا جانب من خصومها، هذه الأصول تشتري من قبل أصحاب الفائض (لغرض توظيف مدخراتهم)، والتي تمثل محاسبيا جانب من أصولهم، هذه العملية طبعا تتم في السوق المالي.

المطلب الأول: اللاوساطة المالية ودورها الاقتصادي

تكتسي اللاوساطة المالية (السوق المالي) أهمية بالغة في الاقتصاديات الحديثة، باعتبارها من أهم وسائل تمويل عمليات التنمية الاقتصادية في القطاع العام أو الخاص، خاصة بعد تراجع الدور الريادي للبنوك في عملية التمويل.

الفرع الأول: تعريف اللاوساطة المالية [السوق المالية] (Financial market)

هناك العديد من التعاريف التي وردت بخصوص السوق المالية يمكن ذكر أهمها:

فقد تم تعريف السوق المالية بأنها:" آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، وبذلك فإن السوق التمويلية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية، وتملك القدرة على الاستثمار[1] ".

كما تعرف السوق المالية على أنها:" الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمنها السوق[2] ".

---

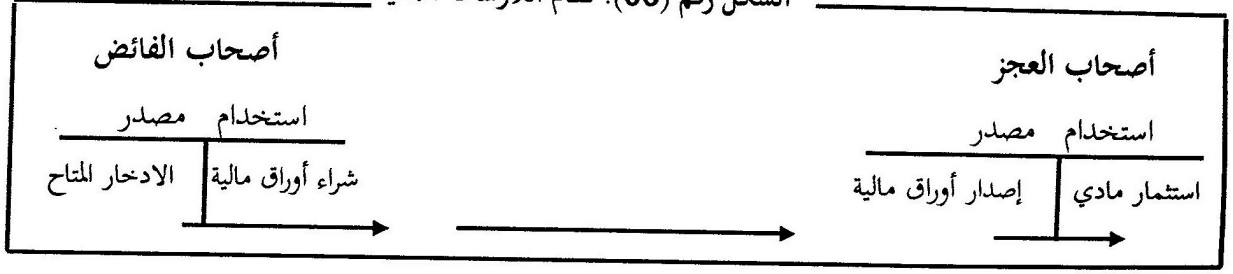
[1] – عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجمعية، الإسكندرية، 2005، ص 3.

[2] – محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص 23.

وتعرف أيضا السوق المالية بأنها:" مكان التقاء عرض الأموال (مدخرين) بالطلب عليها (مستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال[1] ".

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص تعريف اللاوساطة المالية بأنها: ذلك النظام الذي يسود فيه التمويل المباشر، حيث تؤسس علاقة مباشرة بين وحدات العجز ووحدات الفائض من خلال السوق المالي، فوحدات العجز تحصل على تمويلها من خلال إصدار أوراق مالية تباع في السوق المالي، دون المرور بوساطة البنوك والمؤسسات المالية المختصة الأخرى، ووحدات الفائض تلجأ مباشرة إلى هذا السوق لتوظيف أموالها بواسطة شراء الأوراق المالية المصدرة من طرف وحدات العجز، أي دون المرور بوساطة مالية. وعليه فإنه ومن خلال السوق المالي وبواسطة ميكانيزمات العرض والطلب على الأموال تنشأ علاقة مباشرة بين وحدات العجز ووحدات الفائض كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (06): نظام اللاوساطة المالية



Source: Guy Caudamine, Jean Montier, Banque et Marché Financier, Edition Economica, Paris, France, 1998, P .230.

الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية، وهذا ما يطلق عليه Allocation Resources. وانعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبشكل أدق على التطور في الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذا السوق أطلق عليه سوق الأوراق المالية. فمرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل هي[2]:

المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية وغيرها من المشاريع، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، وأدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها وقد ترتب على ذلك عواقب وخيمة.

---

[1] – صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص20.

[2] – جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صنعاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 16-19 بتصرف.

المرحلة الثانية: تميزت هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد البنك المركزي.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط الأجل والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية، وبنوك التنمية والاستثمار...الخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

المرحلة الرابعة: في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة: في هذه المرحلة اندمجت الأسواق المالية مع الأسواق النقدية، واندمجت الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأوراق المالية والأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

وبعد هذه المقدمة البسيطة عن التطور التاريخي للأسواق المالية يمكننا القول بأن السوق المالي تستند على المرتكزات التالية:

- السوق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات والقروض العقارية.
- السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي تتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات الاتصال الفعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.

الفرع الثالث: الدور الاقتصادي للأسواق المالية

يمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية كأداة لتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة في النقاط التالية[1]:

1- **التوجيه السليم للمواد الاقتصادية بالبلد:** يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية من خلال تفاعل البائعين والمشترين بالسوق، وحسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة، فتتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين، وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية لتغطية نفقاتها الاستثمارية بناءا على سعر التوازن بالسوق، وبالتالي تبقى في الاقتصاد الاستثمارات التي تحقق رغبات المدخرين، وتخرج منه الاستثمارات التي تقل عوائدها عن مستوى رغبات المدخرين من فوائد وأرباح.

ولا يمكن لمؤسسات الأعمال أن تحقق عوائد مرتفعة إلا إذا كانت سلعها وخدماتها وأهداف نشاطاتها تخدم حاجات ورغبات أفراد المجتمع (المستهلكين)، لذلك فإن آلية عمل الأسواق المالية تساهم في توجيه الاقتصاد بما يحقق غاياته في إشباع رغبات المجتمع.

---

[1]- أحمد بورلس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2002-2003، ص 83-85.

وبهذا تعتبر الأسواق المالية آلية من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، ومن خلال أداء السوق المالية لهذا الدور فإنها تعتبر مصدر تمويلي إنمائي محلي، مما يؤدي نسبيا إلى تناقص احتياجات التنمية للتمويل الخارجي الذي يتصف بأنه تمويل ذو أعباء باهظة يجلب معه تدخلات إدارية وسياسة خارجية.

3- توفير السيولة في الاقتصاد: قد تمر الشركات بظروف تشجعها على اللجوء للأسواق المالية التي توفر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة، هذا بالإضافة إلى أنه، وعن طريق السوق المالي، يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى عمل ذلك، أما في الحالة العكسية وفي حالة غياب الأسواق المالية سيضطر حامل السند إلى انتظار موعد استحقاقه، ويضطر حامل السهم إلى الانتظار حتى تحل أو تصفى الشركة طوعا أو جبرا وتتحول إلى سيولة.

4- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في الأسواق: ليس هناك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشترين أو البائعين، فالأسواق توفر الوقت على المتعاملين بالسوق، فهي تعلن دائما عن الاكتتابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية، موفرة على المتعاملين عناء وتكلفة البحث لتقرير البيع أو الشراء. إضافة إلى ذلك توفر الأسواق المالية الثقة والأمان للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة، مما يجعل المتعامل يثق بالأسعار دون الحاجة إلى جمع المعلومات عن التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة واللازمة لتقييم وضع الشركة، وبالتالي فإن الأسواق المالية تمثل سلطة رقابية غير رسمية على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق.

5- تشجيع قيام الاستثمارات الكبيرة: يعتبر هذا الدور من أهم مقومات الاقتصاديات المتطورة، لأن وجود الصناعات الاستخراجية والثقيلة التي تعتمد على أساليب تكنولوجية حديثة ومعقدة، تتطلب أحجاما ضخمة من الأموال، هذه الأموال التي لا يمكن توفرها إلا من خلال تضامن أفراد المجتمع، فبالإضافة إلى كون الأسواق المالية توفر هذه الأموال بجمعها من المدخرين لصالح هذه الاستثمارات، فإنها أيضا تقوم بتوزيع المخاطر، والتي يتعذر تجنبها، على أكبر عدد ممكن من المساهمين أو المقرضين.

6- توفير أدوات مالية متعددة: إن الأدوات المالية التي توفرها الأسواق المالية متعددة ومتباينة في مستوى مخاطرها بما يجعلها تتجاوب مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة، فهناك البعض من أفراد المجتمع والذين يتسمون بالمغامرة تجدهم يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى لو تطلب ذلك تحمل مخاطر كبيرة، ولهذا فهم يفضلون الأسهم على السندات، والعكس بالنسبة للبعض الآخر(المحافظين).

7- مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ: تمثل السوق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل البنوك، الشركات، المشروعات المدخرين...الخ. الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد القومي وتسهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة.

الفرع الرابع: أهمية الأسواق المالية:

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة أسباب يمكن إيجازها فيما يلي[1]:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة. وفي هذه الحالة وبدلا من إلتجاء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وأعباء خدمتها، وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب وخيمة، ولذلك فإنها تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، في صورة إصدارات مالية لتستطيع تمويل عملياتها التنموية من خلال إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع والاكتتاب فيها.
- تراجع البنوك التجارية عن التمويل المتوسط والطويل الأجل والذي لا يتناسب مع طبيعة الموارد (الودائع) التي تتعامل في إطارها البنوك، ومن ثم فإن البنوك التجارية عادة ما تكتفي بتمويل القروض قصيرة الأجل تجنبا للدخول في مخاطر التمويل المتوسط والطويل الأجل، وسعيا وراء تحقيق الأرباح الوفيرة والسريعة بأقل مخاطرة ممكنة.
- تسهم الأسواق المالية في تشجيع الأفراد والمؤسسات على استثمار مدخراتهم ورؤوس الأموال المتاحة لديهم، نظرا لما يتمتع به التعامل في الأوراق المالية من مرونة تفوق الاستثمارات الأخرى مثل إنشاء الشركات أو تملك العقارات والأراضي...، وترجع هذه المرونة لعدد من الأسباب مثل:
  - ✓ إمكانية استثمار أي مبالغ صغرت أو كبرت ولأي مدة زمنية.
  - ✓ إمكانية تنويع الاستثمار في عدة أوعية مثل سندات حكومية وأسهم شركات مختلفة وهكذا.
  - ✓ لا يتطلب هذا الاستثمار خبرات فنية وإدارية متعلقة بالمشروع ذاته.
- تسهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات التي تستخدم في تنفيذ المشروعات الضخمة التي يعجز عن إنشائها رجال الأعمال بمفردهم، ولا شك أن مثل هذه المشروعات تستوعب العديد من الأيدي العاملة وتسهم في تنمية الدخل القومي.
- يسهم السوق المالي في منح التمويل اللازم بشروط مناسبة وبتكاليف أقل مما هو سائد في الجهاز المصرفي المحلي أو البنوك الدولية أو القروض الخارجية، وفي نفس الوقت فهي تفتح المجال لتجميع المدخرات لإعادة استخدامها في المجال الاستثماري من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشروعات جديدة أو لزيادة نشاط قائم ويتم ذلك من خلال إصدارات الأسهم والسندات.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل، مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما يعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق وبما يعود عليهم بأرباح عالية وبمخاطر قليلة خاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.

---

[1] ـ محب خلة توفيق، مرجع سابق، 2011، ص 55-56.

المطلب الثاني: مكونات السوق المالية

الفرع الأول: التقسيمات المختلفة للسوق المالية

تعمل سوق المال Financial Market على حشد وتعبئة الموارد المالية. إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية. أي أن أسواق المال تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتملك القدرة على الاستثمار[1]. ومن التقسيمات المعروفة لسوق المال نذكر ما يلي[2]:

يقسم البعض سوق المال إلى ثلاثة أسواق لكل منها خصائصه وسياسته وهي: سوق النقد Money Market، وسوق رأس المال Capital Market، وسوق الأوراق المالية Securties Market، ويخضع هذا التقسيم إلى تحفضين أساسيين هما:

1- أن بعض المؤسسات المالية يدخل نشاطها تحت سقف أكثر من نوع واحد من تلك الأسواق، الأمر الذي يعني عدم الانفصال بين تلك الأسواق نتيجة لاعتماد أحد الأسواق على مؤسسات سوق آخر.

2- أنه بالرغم من أن لكل سوق سياسته إلا أنه يتم التنسيق بين هذه السياسات في الإطار الذي تستهدف السياسة الاقتصادية تطبيقه.

ثمة تقسيم آخر لسوق المال، حيث يقسمه البعض إلى قسمين فقط هما سوق النقد وسوق رأس المال وينقسم الأخير بدوره إلى سوقين:

- سوق رأس المال الذي تتم عملياته عن غير طريق الأوراق المالية (سوق الاقتراض المباشر) Non Securuties Capital Market.
- سوق الأوراق المالية.

ويتم في سوق النقد التعامل في أوعية ائتمانية قصيرة الأجل لا تزيد عن سنة، وتتميز تلك الأوعية بانخفاض درجة المخاطر فيها، ومن أهمها ودائع التوفير، والودائع لأجل، وشهادات الإيداع، والقبولات المصرفية* (الكمبيالات المصرفية)، والأوراق التجارية وغيرها من الأدوات قصيرة الأجل. وأهم المؤسسات التي تعمل في سوق النقد هي البنك المركزي والبنوك التجارية. وتمثل سوق رأس المال بصفة عامة مجال التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل، ويعمل في هذه السوق بنوك الاستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والادخار، وذلك عندما تقوم تلك الجهات بإقراض الغير بنفسها. ويمثل العنصر الأخير من سوق المال سوق الأوراق المالية، حيث يتم من خلاله تداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، سواء عند إصدارها الأول أو عند تداولها بعد ذلك.

---

[1] - Fredric S. Miskin, Financial Markets, Institutions and Money, New York: Harper Collins Publisher, 1995, P 23.

[2] - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، 2005، 3-4.

* - القبولات المصرفية تعهد كتابي من المقترض بإعادة سداد المبلغ الذي اقترضه من البنك، هذا التعهد يمكن الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق، أو يمكن بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لطرف آخر. وفي كل مرة يحصل المشتري على خصم (معدل الفائدة على الاستثمار في الكمبيالة). عند تاريخ الاستحقاق يمكن لحامل التعهد استرداد قيمته من المقترض الأصلي أو الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد في البداية.

ثمة تقسيم ثالث لأسواق المال حيث تقسم إلى: سوق القروض وسوق الأوراق المالية. وتمثل القروض وسيلة مباشرة تتم عن طريق التفاوض المباشر، يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض وفقا لشروط محددة في العقد المبرم بينهما. بينما تمثل سوق الأوراق المالية سوق مفتوحة غير شخصية، حيث لا يكون كل من المقرض والمقترض معروف كل منهما للآخر، ويتم التعامل من خلال التجار والسماسرة.

حسب حسين بني هاني السوق المالي مكون من سوق رأس المال، وسوق نقدي. وسوق رأس المال ينقسم بدوره إلى[1]: أسواق حاضرة أو فورية Spot or Eash Market، وأسواق العقود المستقبلية Future Contracts. Markets، وحسب محب خلة توفيق أن الأسس التي اتبعت لتصنيف الأوراق المالية هي[2]:

- حسب إجراء إصدار الأوراق المالية أو تداولها في سوق الأوراق المالية Securities Capital Market وعليه تقسم الأسواق إلى سوق أولية وسوق ثانوية.
- حسب الحقوق والالتزامات المترتبة على الأدوات المالية المتداولة، ويمكن تقسيم الأسواق إلى أسواق للديون وأخرى للملكية.
- حسب أسلوب التمويل، وتأخذ الأسواق المالية شكل القروض والأوراق المالية.
- حسب آجال التمويل وأغراضه، وتقسم إلى أسواق للنقد وأخرى لرأس المال.

ومن خلال ما سبق سوف نتناول التقسيم الذي يجزئ السوق المالية إلى سوقين لكل منها خصائصه وسياسته وهي[3]: السوق النقدية، سوق رأس المال.

الفرع الثاني: السوق النقدية (Money Market)

تقوم المؤسسات بتحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل لمواجهة الطلب عليها يطلق عليها اسم السوق النقدية، هذه الأخيرة تعتبر جزء مهم من السوق التمويلية وتتخصص في الأدوات شديدة السيولة والقصيرة الأجل.

ولتوضيح ذلك، سيتم تناول السوق النقدية من خلال توضيح ما يلي: تعريف السوق النقدية، مكونات السوق النقدية، أهمية السوق النقدية.

1- تعريف السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية بأنها:" السوق التي يتم فيها التعامل في أوعية قصيرة الأجل لا تزيد عن السنة، وتتميز تلك الأوعية بانخفاض درجة المخاطرة فيها، وأهم المؤسسات التي تعمل في السوق النقدية هي البنك المركزي والبنوك التجارية[4] ".

---

[1]- حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 14.

[2]- محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 79-80.

[3]- الجودي ساطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال علي الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية ،المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006، ص 06.

[4]- عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، 2005، ص 4.

كما تعرف بأنها:" سوق مفتوحة تنافسية، تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي لا تتجاوز فترات استثماراتها غالبا سنة واحدة. وبالتالي فإن تسمية السوق المعنية بهذه الأدوات جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى سيولة[1] ".

وتعرف كذلك السوق النقدية بـ:" السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل، وهي غير محدودة بمكان، بل تتم العمليات فيها باستعمال الهاتف، الفاكس، التلكس أو نهايات أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال، أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى أو غيره من الهياكل[2] ".

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن السوق النقدية هي تلك السوق التي يتم فيها تبادل رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ولا تتوفر على مكان محدد بذاته، بل يتم التعامل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وباستخدام مختلف وسائل الاتصال.

2- **مكونات السوق النقدية:** تتكون السوق النقدية من سوقين أساسيين هما:

أ- سوق ما بين البنوك: وهي تنظيم يجتمع فيه المهنيين، ويتم فيه التقاء عرض وطلب السيولة البنكية، ولا يتدخل البنك المركزي في هذه السوق إلا عند ظهور اختلالات كبيرة في إحداث التوازن، ويبقى دوره هو تنظيم هذه السوق ومراقبتها[3].

وتجدر الإشارة إلى أن هذه السوق تعمل كل يوم عن طريق الهاتف أو التلكس مع التأكيد الكتابي، حيث تتم العمليات عن طريق حسابات لدى البنك المركزي، وبالتالي سوق للنقود المركزية فقط (أي النقود بالمفهوم الضيق)، وبما أن هذه السوق مخصصة للمؤسسات المالية، فإنه لا يسمح التدخل إلا للمؤسسات المتمثلة في: البنك المركزي والمؤسسات المالية البنكية والشبه البنكية، والخزينة العامة.

ب- السوق المفتوحة: وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة (رؤوس أموال قصيرة الأجل) لكي يقدمونها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أذونات الخزينة* وسندات الخزينة العمومية المتداولة، وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية، إضافة إلى شهادات الإيداع[4].

وتجدر الإشارة إلى أن هذه السوق تمكن البنوك على الخصوص من تسوية سيولتها، لهذا فإن سوق ما بين البنوك تعتبر أكثر نشاطا، باعتبارها تأخذ حيز كبير من نشاط السوق النقدية.

---

[1]- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2003، ص69.

[2]- محفوظ جبار،سلسلة التعريف بالبورصة، مرجع سابق، الجزء الأول، 2002، ص 65.

[3]- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، 1999، ص 43.

*- أذونات الخزينة: وهي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة أو من يمثلها لغرض تمويل العجز في موازنة الدولة، حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي القصير الأجل، تتراوح مدتها بين 03 أشهر وسنة واحدة، وقد أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الاستخدام في غالبية الدول حتى المتقدمة منها، علما أن أول من اقترح فكرة استخدام أذونات الخزينة عام 1889 لتمويل الحكومة هو الاقتصادي الأمريكي باجوهت Bagehot.

[4]- محمد براق، نفس المرجع، ص 43.

3- أهمية السوق النقدية: تكمن أهمية السوق النقدية فيما يلي[1]:

- توفر أدوات يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد والمؤسسات على حد سواء في مستوي سيولتهم، فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب، يمكنهم من خلال السوق النقدية استثمار أموالهم في أدواتها قصيرة الأجل مقابل عائد، على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم المستقبلية، كما تلجأ البنوك والمؤسسات المالية لشراء أدوات السوق النقدية مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع، أو عقد قروض جديدة؛
- تتمكن السلطات النقدية (المسئولة عن إدارة العرض النقدي) من تنفيذ معظم عملياتها في السوق النقدية، ومن خلال تلك العمليات يمكنها تحقيق العديد من العمليات الاقتصادية، والتي من أهمها تحقيق الاستقرار النقدي.

وتتجلى أهمية السوق النقدية من خلال ما يلي[2]:

- تأمين السيولة النقدية ووسائل الدفع؛
- توفير التمويل قصير الأجل بالنسبة لاحتياجات الأنشطة الاقتصادية الخاصة بالاستغلال؛
- تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي فوجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، والسوق النقدية وحدها قادرة على إلغاء هذا التناقض؛
- توفير احتياجات الأفراد من القروض الاستهلاكية؛
- توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة؛
- مجابهة الزيادات الطارئة في النفقات العامة عن الإيرادات العامة للدولة، وهذا بإصدار أذونات الخزينة العامة التي تعتبر من أهم أدوات السوق النقدية؛
- تغطية احتياجات قطاع التجارة من الضمانات البنكية اللازمة والاعتمادات المستندية المفتوحة لدى البنوك التجارية؛
- تمكين البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على عمليات الإقراض.

كذلك لسوق النقد أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد القومي للأسباب التالية[3]:

- توفر أدوات يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد والمؤسسات مركز سيولتهم، إذ تمثل السيولة أهمية خاصة لكل من الأفراد والمؤسسات على حد سواء. فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكنهم من خلال سوق النقد استثمار أموالهم في أدوات قصيرة مقابل عائد، على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم

---

[1]- عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، 2005، ص 04.
[2]- محمد البنا، أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعملية، مؤسسة زهراء الشرق، بيروت، 1996، ص 103.
[3]- عاطف وليم أندراوس، نفس المرجع، ص 4.

المستقبلة. كما تلجأ البنوك والمؤسسات المالية لشراء أدوات سوق النقد مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة.

- تتمكن السلطات النقدية (المسؤولة عن إدارة العرض النقدي) من تنفيذ معظم عملياتها في سوق النقد، ومن خلال تلك العمليات يمكنها من تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية.

الفرع الثالث: سوق رأس المال (Capital Market)

1- تعريف سوق رأس المال: تعرف سوق رأس المال بأنها:" تلك السوق المتخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية[1] ".

وتعرف سوق رأس المال أيضا بأنها:" السوق التي يتم التعامل بها بالأوراق المالية طويلة الأجل، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة[2] ".

ومن خلال التعريفين السابقين يتضح أن سوق رأس المال تمتاز بأنها:

- سوق للأوراق المالية طويلة الأجل؛
- سوق جملة وتجزئة في نفس الوقت، حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم؛
- المتعاملون في سوق رأس المال هم: الجمهور والشركات والبنوك والحكومة أو أحد هيئاتها؛
- تعد سوق رأس المال كمعيار لصحة اقتصاد السوق، وهي تعكس الركود أو الرخاء في هذا الاقتصاد.

2- أقسام سوق رأس المال: تنقسم سوق رأس المال حسب الأداة أو الوسيلة المستخدمة في التعامل إلى سوقين هما[3]: سوق الإقراض طويل الأجل، وسوق الأوراق المالية.

أ- سوق الاقراض طويل الاجل: وهي تلك السوق التي تهتم بالقروض طويلة ومتوسطة الأجل والتي تفوق فترة استحقاقها الخمس سنوات، ويمكن التمييز بين ثلاثة أشكال من القروض التي تهتم بها هذه السوق وهي[4]:

- **المساعدات المالية:** يمكن للدولة أن تلعب دورا رائدا في مساعدة قطاع المؤسسات، وذلك من خلال تنظيم ومراقبة عمل وأنشطة المؤسسات والهيئات المالية والمصرفية ومنها سوق رؤوس الأموال، وتستطيع مساعدة هذا القطاع أيضا من خلال تخفيض معدلات الأوعية المتعلقة بالاقتطاعات الجبائية، ويكون الغرض من هذه الإعانات وغيرها هو تحفيز المستثمرين على رفع وتيرة النمو. وقد تكون المساعدات المالية الممنوحة من طرف الدولة أو هيئات دولية وإقليمية على شكل قروض ميسرة يتم عقدها حسب قواعد وشروط تكون أخف من تلك الموجودة عادة في الأسواق

1- معروف هوشيار، مرجع سابق، 2003، ص 68.
2- رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثانية، 2002، ص 124.
3- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، الطبعة الثانية، 2002، ص17.
4- محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص73-75.

التمويلية، ويتميز هذا النوع من القروض الميسرة على احتواءه لفترات سماح أو مدة السداد التي تكون غالبا طويلة. كما تنخفض فيها معدلات الفائدة مقارنة بغيرها من المعدلات العادية.

• **القروض طويلة الأجل:** وهي تلك القروض التي تفوق فترة استحقاقها عن سبع سنوات، ويكون الغرض الأساسي منها توفير موارد مالية كبيرة لقطاع المؤسسات من أجل تمويل مشروعاتها الاقتصادية الكبيرة، ويتم منح مثل هذه القروض من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية طويلة الأجل، والتي قد تفرض جملة من الشروط على المؤسسات المستفيدة منها:

- إمكانية فرض معدلات فائدة مرتفعة نسبيا؛
- إمكانية طلب ضمانات مادية أو شخصية لقاء منح القرض؛
- مراقبة كيفية استخدام القرض الممنوح، وإمكانية فحص مخططات الإنتاج.

• **القروض السندية:** وهي الأموال المقترضة الموجهة للتمويل طويل الأجل، وهذا القرض ينقسم إلى أجزاء متغيرة ومتساوية في القيمة، ويطلق على كل منها اسم سند، وبموجب هذا الأسلوب، أي إصدار سندات وطرحها للتداول يقوم الأفراد بشرائها ويصبح بذلك حملة السندات مقرضين بمقدار ما لديهم من سندات، وهكذا يحصل هؤلاء على فوائد سنوية من المؤسسة التي أصدرتها بمعدلات معينة ومبينة فيها. وعليه فإن القروض السندية تعتبر شكل من أشكال القروض طويلة الأجل، وذلك بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول بالبيع والشراء، حيث تمثل حق دائنية على المؤسسة المصدرة لها.

ب- سوق الأوراق المالية: تعتبر سوق الأوراق المالية جزءا هاما من سوق رأس المال، وسوف يتم تناول هذه السوق بشيء من التفصيل نظرا لأهميته في تنمية الاستثمار في الأوراق المالية.

• **تعريف سوق الأوراق المالية:** تعرف بأنها:" المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارة مالية تمثل النظام الذي من خلاله تعمل السوق التمويلية، ويحقق الصلة بين البائع والمشتري لأصول مالية واستثمارية، أو تحويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى، ويحكم هذا النظام العرف السائر في السوق المالية ونمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال والقوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالية، وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية[1] ".

وتعرف أيضا بأنها:" عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية طويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها[2] ".

وتعرف كذلك بأنها:" السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف (بالبورصة)، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة

---

[1] - محمد عثمان إسماعيل، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998، ص، 477.

[2] - عبد الباسط وفا محمد حسنى، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص 25.

الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية[1] ".

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح أن سوق الأوراق المالية تمتاز بأنها: ذلك المكان والإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتريها، وهو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراءا، فهي سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات.

• **مكونات سوق الأوراق المالية:** تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين رئيسيين هما:

- السوق الأولية (سوق الإصدارات الجديدة)؛

- السوق الثانوية (سوق التداول).

1- السوق الأولية (Primary Market): يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات في السوق الأولية، حيث تطرح الحكومة السندات وأذون الخزانة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية. والجدير بالذكر أنه يوجد طريقتين لطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام في السوق الأولية هما: الطـــرح للتداول العام Public Placement والطرح للتداول الخاص Private Placement.

حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق في حالة الطرح العام، بينما تطرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص وغالبا ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين[2].

ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية[3].

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي[4]:

أ- مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرف الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

• النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات؛

• الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين؛

• التسويق وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمستثمرين، ولا يتم التسويق إلا بعد تسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تتأكد من توافر الشروط القانونية.....الخ.

---

[1]- ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، 1998، ص 6-7.

[2]- عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 7.

[3] - Shall Helly.C, Introduction to financial Management, MC Graw-Hill, New Work, 1998, P.27.

[4]- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 70.

في هذا الشأن يرى مائير كوهين أن[1]: السوق الأولية تتناول كل المشكلات المعيارية للتمويل. حيث يتضمن التمويل أخطارا، ولإدارة هذه المخاطر يحتاج موردو التمويل إلى الحصول على معلومات وتشغيلها، إجراء تعاقد مع المستقبل (المقترض) ومراقبة التطابق في التنفيذ. ظهرت مؤسسات عديدة لتناول هذه الحاجات في أوقات مختلفة وبلدان مختلفة، واستخدمت طرقا مختلفة لبيع إصدارات الأوراق المالية الجديدة إلى المستثمرين، قد يبيع المصدر مباشرة إلى المستثمرين وقد يدفع للسمسار عمولة توزيع الإصدار الجديد، أو قد يبيع كل الإصدار إلى ضامن اكتتاب، الذي يعيد بيعها إلى الجمهور. قد يحدث التوزيع إلى الأفراد المستثمرين من خلال شبكات من سماسرة التجزئة، أو من خلال المؤسسات المالية (أساسا البنوك)، عن طريق الإعلانات العامة، أو حتى بواسطة أفراد قوى بيعيه من الباب إلى الباب.

اليوم في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان معظم الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية للشركات تباع من خلال ضامني الاكتتاب، وتوزع من خلال شبكات من السماسرة. ضامنو الاكتتاب ملتزمون بممارسة بذل الجهود الواعية للكشف عن الحقائق المرتبطة بالأوراق المالية وجعلها واضحة أمام المستثمرين. يقدم ضامنو الاكتتاب خدمات متنوعة للمصدرين. إنهم ينصحون المصدر بنوع الأوراق المالية التي يصدرها. تتفاوض الشركة ضامنة الاكتتاب على السعر مع المصدر، وبعد ذلك تشتري إجمالي الإصدار بذلك السعر، بنية إعادة بيعه بسعر أعلى إلى الجمهور بعد شراء الإصدار، يبيع ضامنو الاكتتاب الورقة المالية إلى المستثمرين، تأخذ هذه العملية وقتا وتتضمن خطرا. غالبا يلزم ضامنو الاكتتاب أنفسهم بإعادة شراء الأوراق المالية التي باعوها إلى المستثمرين في حالة حاجة المستثمرين إلى سيولة وبسعر السوق. يجعل كل هذا الأوراق المالية أكثر جاذبية وأكثر سهولة عند الرغبة في بيعها.

من هم ضامنو الاكتتاب؟ في الغالب الأعم هم شركات الأوراق المالية، ومع ذلك، بدأت البنوك تدخل حديثا هذه الدائرة من الأعمال.

ب- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل،كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الخبرة التسويقية قد تكون غير متوافرة.

2- السوق الثانوية (Secondary Market): إذا أقدمت على تمويل شركة ما بشراء سنداتها، فليس هناك التزام على الشركة بإعادة الأموال إليك قبل تاريخ الاستحقاق. إذا كان تمويلك في صورة شراء أسهم، فليس هناك التزام بإعادة أموالك بالمرة. ومن ثمة الطريقة الوحيدة التي تستطيع من خلالها تحويل هذه الأوراق المالية إلى أموال الآن هي أن تبيعها إلى شخص ما آخر على استعداد أن يحتفظ بها. يقال على الأوراق التي تسمح لك بذلك أنها (قابلة للنقل). إنها السوق الثانوية التي تسمح لك بإلغاء توريدك التمويلي ببيع ما قد اشتريته من أوراق مالية إلى شخص

[1] مائير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2007، ص 21-24

آخر. تنشأ الأسواق الثانوية من السماسرة والمضاربين. السماسرة يجمعون المشترين والبائعين معا دون أن يكونوا هم أنفسهم طرفا في البيع أو الشراء، المضاربون يضعون الأسعار التي يكونوا على استعداد للشراء والبيع على أساسها[1].

السوق الثانوية هي:" تلك السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وتبعا لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها[2] ".

وهو السوق الذي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وبعبارة أخرى فإن هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل. وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا قيل بأن السوق الأولي يستمد فاعليته من السوق الثانوي ويمارس عمليات البيع والشراء في هذا السوق مجموعة من الوسطاء[3].

من التعاريف السابقة يمكن القول بأن السوق الثانوية تدعى بسوق التداول وهي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، بحيث عن طريق السوق الثانوي يتحصلون على السيولة. ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين[4]:

ا- أسواق منظمة (Organized Securities Exchanges): وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام...الخ.

ب- الأسواق غير المنظمة (Unorganized Markets): وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكن عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات. السوق غير المنظمة بها نوعان من الأسواق:

1- **السوق الثالث (Third Market):** وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

1- مالكير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، مرجع سابق، ص 28.
2- عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 8.
3- حسين بني هاني، مرجع سابق، 2002، ص 16.
4- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص7-11، بتصرف.

يمثل السوق الثالث[1] The Third Market قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق (أعضاء الأسواق المنظمة ليس لهم الحق في تنفيذ تعاملات خارج السوق على أسهم مقيدة بها). وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة Continuous Markets، وهي على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت. وكما هو واضح فإنها تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات Pension Funds ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير. إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق المالية التي تتداولها تلك السوق، هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث.

2- **السوق الرابع (Fourth Market):** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

ويقصد بالسوق الرابع[2] The Fourth Market المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب. هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله. بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، ومن ثمة فإن أتعابه تقل تماما عن عمولة السمسرة، كما قد يحصل عليها صفقة بصفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.

إلى جانب الأسواق التي سبق الإشارة إليها، هناك أسواق أخرى يخلقها بطريق مباشر أو غير مباشر السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم، من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها، ويمارس النشاط في هذه الأسواق سماسرة الخصم*، وتجار الطلبيات الكبيرة**.

---

[1] - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية ، 1999، ص 78-79.

[2] - منير ابراهيم هندي، ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 80.

* - سمسار الخصم: هو السمسار الذي يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه والتي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراء البيع والشراء. ويتناسب مقدار العمولة التي يحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التي يقدمها، ويعد هذا النوع من السماسرة ملائما للمستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون الحاجة لسمسار يساعدهم في الاختيار أو في توقيت القرار.

** - تجار الطلبيات الكبيرة: هم أولئك التجار الذين يتعاملون بيعا وشراءا في طلبيات لا يقل حجم كل منها عن 10000 سهم، ولا يمنع أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر، وعادة ما تتم تلك الصفقات بواسطة سماسرة متخصصين في هذا النوع من الصفقات يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة. وبالطبع لابد وأن يتوافر لتلك البيوت رأس المال الكافي للاستثمار في تلك الصفقات الضخمة.

يرى جمال جويدان الجمل أن سوق الأوراق المالية (السوق الحاضرة والفورية) تتكون إضافة الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة من ما يسمى بالأسواق الاحتكارية التي تتمثل في[1]: وزارة المالية أو البنك المركزي في دولة معينة، حيث يتحقق أن التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة المالية.

الفرع الرابع: سوق العملات الأجنبية، سوق العقود المستقبلية[2]

1- **أسواق العقود المستقبلية (Future Contracts Markets):** هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية والأصول المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة (هامش) من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.

2- **سوق العملات الدولية (Currencies Markets):** هي الأسواق التي تنفذ من خلالها عمليات بيع وشراء العملات ولا يوجد لها مكان محدد، لأن عمليات البيع والشراء تدار بين البنوك والصيارفة بواسطة أجهزة تداول الكترونية متطورة، مرتبطة بالأقمار الصناعية، تم تصميمها من قبل شركات الخدمات المالية، وقد تم إنشاء هذه الأسواق بهدف تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير.

وهي السوق التي يتم بها تداول العملات ومهما كانت تلك العملات المتداولة فإن كانت عملات أجنبية مقابل عملة محلية وطنية. يسمى هذا السوق سوق العملات الأجنبية، وتعرف بأنها[3]: موجودات هذه الدولة من العملات الأخرى والتي تشمل الودائع لأجل، بالإضافة إلى السندات الحكومية والذهب وحقوق السحب الخاصة، إلا أنها تشمل بالإضافة إلى الموجودات من الدول الأخرى أي التزامات مالية على الدول، والهيئات المحلية واللامحلية يمكن تحويلها إلى نقود جاهزة في سوق العملات الأجنبية، وأهم ما يعرف بأسواق العملات الأجنبية أو الحرة. التعامل الذي يتم في أسواق العملات يتناول عدة أنواع منها: الحوالات الخارجية، شيكات المسافرين، النقد الأجنبي الودائع تحت الطلب، الودائع لأجل، شهادات الإيداع، سندات اليورو قصيرة الأجل وسندات اليورو طويلة الأجل. وفي الأخير يمكن توضيح هيكل السوق المالي من خلال الشكل التالي:

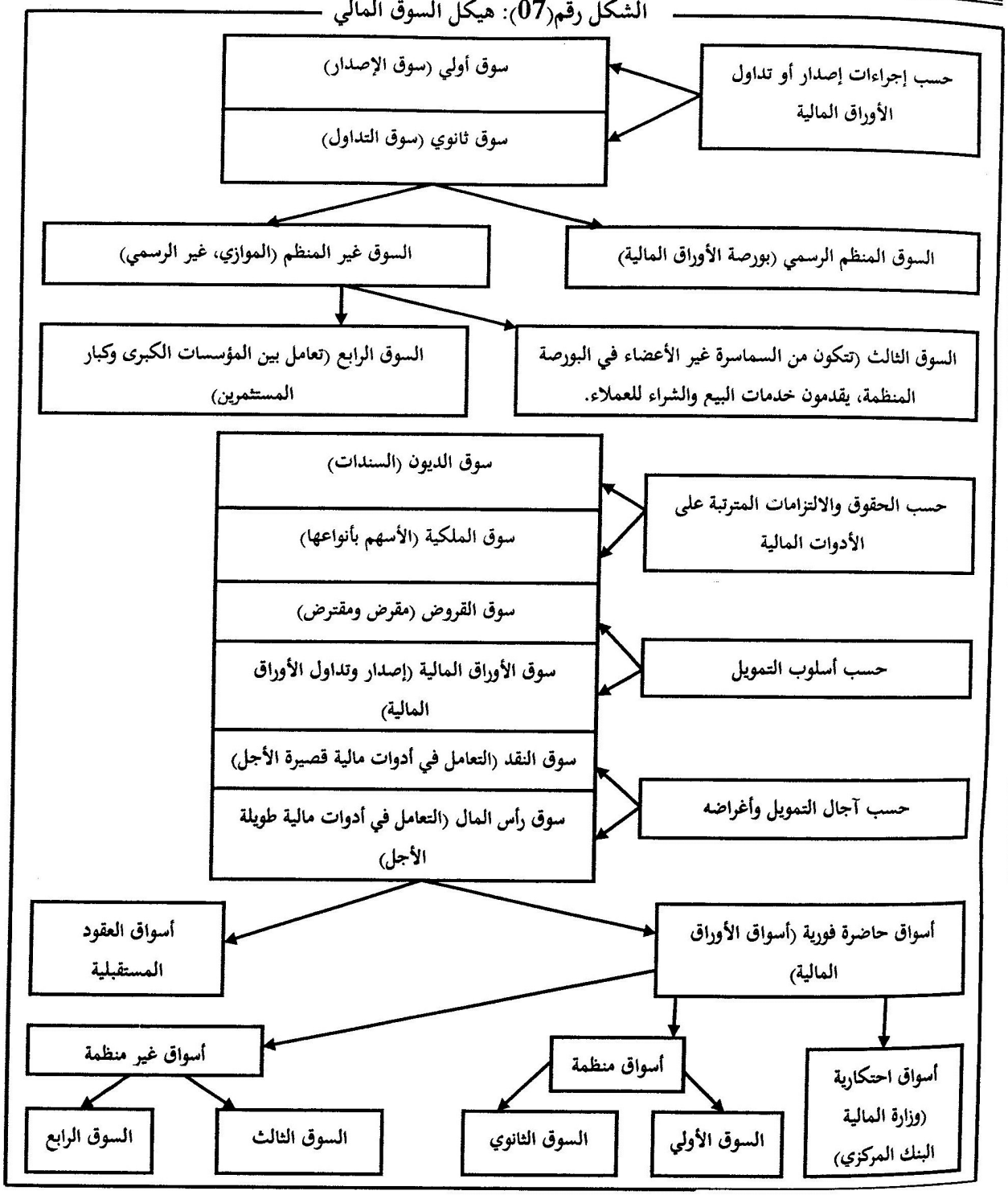
---

[1] – جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صنعاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 30.

[2] – حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 18-19.

[3] – جمال جويدان الجمل، نفس المرجع، ص 36.

الشكل رقم(07): هيكل السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحث.

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين: خصائص سوق الأوراق المالية، وظائف سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها[1]:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في شؤون المال؛
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، إن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع، بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية وهي[2]:

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل تحتمل مخاطر سعريه، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا [3]؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

---

[1] - جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص 56.

[2] - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص 32.

[3] - J.Pilverdier, Tereyt, Le Marché Boursier, Economica, 1998, P.10.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالي

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية[1]:

1- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي؛

2- سوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء؛

3- تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية[2]، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر؛

4- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة، تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها[3]؛

5- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية[4]، تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار. إن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يختزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل النمو الاقتصادي بالزيادة.

- تعد أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية، هي مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية؛

1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005 - 2006، ص46.

2 - A.Choinel, et G, Rouyer, Les Marchés Financiers Structures Et Acteurs, Revue Banque, Paris, 2ème Edition 1997.P.35.

3- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص45.

4- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999، ص48.

- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:

- **كفاءة التسعيرة:** بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة؛
- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات؛
- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات ؛
- **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات اللا أخلاقية التي تعمد إليها بعض الأطراف.

- أداة لتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قياداتها أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها؛

- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق؛

- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك؛

- أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا، وذلك عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية؛

- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها، لن تكون مرضية، لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حامليها من ضمان سيولة أموالهم، من خلال تحويل هذه الأوراق إلى سيولة نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر أو عناء، وذلك عند إتمام بيعها في الأسواق المالية (البورصات).

الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية والدورة الانتاجية[1]

التحركات الرئيسة في أسعار الأسهم سببها الاتجاهات الأساسية في انفعالات جموع المستثمرين، وهذه الانفعالات في حد ذاتها عبارة عن انعكاس للمستوى المتوقع في معدلات نمو الأرباح المستقبلية للشركات وموقف المستثمرين تجاهها.

وهناك علاقة ثابتة بين التحركات الأولية في سوق الأوراق المالية والتحركات الدورية في الاقتصاد، ففي أغلب الأحيان تكون أوضاع ربحية الشركات جزءا لا يتجزأ من الدورة التجارية، فإذا فرض وكانت سوق الأوراق المالية متأثرة بالقوى الاقتصادية الأساسية فقط، فإن مهمة تحديد التغيرات في التحركات الأولية للسوق تكون سهلة نسبيا، غير أن الأمر ليس كذلك من الناحية العملية وهذا راجع إلى عدة عوامل كما يلي:

- أن التغيرات في اتجاه الاقتصاد يمكن أن تأخذ بعض الوقت في كشفها، وخلال هذه الفترة فإن بعض الاعتبارات النفسية مثل التطورات السياسية، أو عوامل داخلية صرفة مثل موجة مضاربات الشراء أو ضغوط بيع معينة قد تؤثر على سوق رأس المال، وينتج عنها تجمعات وردود أفعال خادعة تصل إلى مابين 5%، 10% أو أكثر من حجم سوق الأوراق المالية.
- عادة ما تسبق تغيرات السوق تغيرات في الاقتصاد بنحو 6 إلى 9 شهور، ويمكن أحيانا أن تزيد الفترة البينية أو تقل عن ذلك إلى حد كبير، إلا أنه أحيانا يحدث العكس، ففي خلال فترة 1921، 1929 حدث تحول في الاقتصاد قبل السوق.
- يحدث أحيانا عندما يكون الانتعاش الاقتصادي في منتصف دورته أن تثار الشكوك بشأن استمراره، وحينما تكون هذه الشكوك مصحوبة بتطورات سياسية أو غيرها من التطورات المعاكسة، فإن ذلك يكون مصحوبا بتصحيحات حادة ومشوشة إلى حد ما.
- بالرغم من احتمال حدوث زيادة في الأرباح فإن مواقف المستثمرين تجاه تلك الأرباح يمكن أن تتغير، فعلى سبيل المثال في ربيع عام 1946 توقف مؤشر داو جونز للشركات الصناعية عند مضاعف سعر للأرباح نحو 22 مرة، إلا أنه بحلول 1947 فإن مضاعف السعر للأرباح وصل إلى 9.5 مرة فقط والذي تم قياسه على أساس أرباح عام 1947 والتي تضاعفت فيه الأرباح تقريبا، إلا أنه شهد انخفاض أسعار الأوراق المالية وأيضا مضاعف السعر/ الربحية.

[1]- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية: ما هي الأوراق المالية التي يجب أن نشتريها أو بيعها؟ ما هو التوقيت الملائم للقيام بذلك؟ الدار الجامعية، 2002 ص 162-163.

المطلب الرابع: سوق الأوراق المالية [بورصة القيم المنقولة] الجزائرية

الفرع الأول: البورصة، نشأتها وتطورها، شروط التسجيل فيها

1- **تعريف البورصة:** يمكن تعريف البورصة على أنها[1]:" مكان للتبادل، تشمل العمل (بورصة العمل)، والتجارة (بورصة البضائع والمواد الأولية)، ولكنها تطلق عادة على مكان تداول القيم المنقولة (بورصة القيم المنقولة) الأسهم والسندات...الخ ".

ويمكن أيضا اعتبار البورصة[2]:" ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجين لرؤوس الأموال، من أصحاب المؤسسات، الجماعات المحلية والدولة (بقصد إنشاء وتوسيع المشاريع)، والمستثمرين الذين استطاعوا أن يجمعوا ويجندوا الادخار بقصد توظيفه في شراء الأسهم والسندات. وأهم هؤلاء المستثمرين: الأفراد، المستثمرون المؤسسون*، البنوك وتجمعات التوظيف المشترك**، وكذا المؤسسات التي عادة ما تكون طالبة لرؤوس الأموال ولكن قد توظف بدورها أموالا في الأوراق المالية ".

كما يمكن اعتبار البورصة بأنها[3]:" نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق، أو لأصل مالي معين، فهي تمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة، أو الشركات العاملة في هذا المجال ".

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن البورصة، مكان تبادل ولقاء بين العرض والطلب، (البائعين والمشترين) على رؤوس الأموال طويلة الأجل والمتمثلة في القيم المتداولة، خاصة الأسهم والسندات.

2- **نشاة وتطور البورصة وشروط التسجيل فيها:**

أ- نشاة وتطور البورصة: لقد ظهرت البورصة في القرن الثامن عشر خلال المراحل الأولى لتراكم رأس المال، وكانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية التي اعتبرت أهم العوامل المساعدة على تراكم رأس المال...،كما أن التعامل بالأوراق المالية بدوره يمكن من تجميع ثروات هائلة لدى المضاربين في البورصة. خلال مرحلة الرأسمالية تطور نشاط البورصة...، ولكن حتى منتصف الستينيات من القرن التاسع عشر بقي دورها غير كبير. كان التعامل في البورصة في بداية الأمر محصورا بالسندات، القروض العامة...، لكن مع تطور وانتشار الشركات المساهمة في الثلث الأخير من القرن التاسع عشر، تزايدت أهمية ودور البورصات مع تزايد إصدار الأوراق المالية، هذا بالرغم من أن التعامل في معظمه كان يتم بالأسهم والسندات الحكومية أو التابعة للشركات الحكومية[4].

إن انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض، خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول

---

[1]- Olivier Picon, La Bourse (Ses Mécanismes, Gérer son Portefeuille, Réussir ses Placements), 14ème édition Encyclopédie DELMACE, 2002, P.12.

[2]- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، مرجع سابق، 2002 ، ص45.

* - يتكون المستثمرون المؤسسون أساسا من: شركات التأمين، صناديق التوفير والاحتياط، صناديق المعاشات والنقابات والبنوك وغيرها من المؤسسات.

** - تجمعات التوظيف المشترك تتكون أساسا من: نوادي الاستثمار، الصناديق المشتركة للتوظيف، وشركات الاستثمار.

[3]- أحمد بورا س، مرجع سابق، 2002-2003، ص 94.

[4]- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005، ص216-217.

الكبرى، كفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصة الأوراق المالية. ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1824 بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصة الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه اســـم: (Royal Exchange)، وفي أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام 1821 في نفس الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو: وول ستريت[1].

وقد ازداد عدد البورصات في العالم وازداد نشاطها، ويصل عددها في أمريكا إلى أربعة عشر بورصة، أهمها بورصة نيويورك التي تقدر قيمة الأسهم فيها بحوالي 1.500 مليار دولار، وفي بريطانيا اندمجت كل الأسواق المالية منذ عام 1973 في جهاز واحد، وهو بورصة لندن التي تقدر قيمة الأسهم فيها بمليار دولار، وفي اليابان تعمل ثماني بورصات أهمها بورصة طوكيو، حيث تستأثر بـ75 % من مجموع المضاربات، والتي تقدر قيمة أسهمها بأكثر من مليارين من الدولارات، وفي ألمانيا توجد ثماني بورصات أيضا تقع بورصة فرنكفورت في مقدمتها، حيث تحقق 44 % من مجمل الأعمال، وفي فرنسا توجد سبع بورصات أهمها بورصة جنيف وبال وزيوريخ[2].

ب- شروط التسجيل في البورصة: عادة ما تضع البورصات شروطا لتسجيل الأوراق التي تصدرها الشركات المختلفة، وذلك للسماح بتداولها فيها، وتختلف هذه الشروط بطبيعة الحال من دولة إلى أخرى حسب ظروفها وأهدافها التي تسعى إليها، وللتسجيل في بورصة نيويورك مثلا هناك خمسة شروط أساسية هي[3]:

- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار، وأن لا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين لذلك العام؛
- أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار؛
- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار؛
- أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار؛
- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 1000 سهم أو أكثر.

بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، هناك بعض الشروط الأخرى المكملة هي:

- أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي؛
- أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها؛
- أن تنتمي المؤسسة لصناعة لديها فرص للتوسع والنمو، أو لديها فرص للمحافظة على مركزها في السوق.

وبمجرد قبول وتسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاما على الشركة أن تقوم بالتالي:

✓ الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة؛

✓ نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها؛

✓ نشر حساباتها الختامية سنويا.

---

[1] – عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2004، ص 266.

[2] – على محي الدين القرهداغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، الطبعة الأولى، 2002، ص 112.

[3] – منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1994، ص 481-512.

الفرع الثاني: كفاءة البورصة، الأطراف المتدخلة في البورصة

1- كفاءة البورصة:

تعرف كفاءة سوق المال بأنها[1]:" تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه، وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة ".

وبالمفهوم السابق، فإن كفاءة السوق المالي ليست مرادفا لنشاطه، لأن نشاط السوق ليس مرتبطا بالأسعار السائدة فيه، وإنما مرتبط بحجم التداول.

ولكي يكون السوق المالي كفؤا لابد من توافر شرطين على الأقل هما:

- أن تعكس الأسعار السائدة في السوق، وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه المنشورة وغير المنشورة؛
- أن تعكس تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة.

أ- خصائص السوق الكفء: يتميز السوق الكفء بالخصائص التالية[2]:

- **المنافسة الكاملة في السوق وبمعنى عدالة السوق**، أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبير وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار؛
- **كفاءة التشغيل:** لابد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خطأ في التسعير، ويجب أن تكون تكاليف المعاملات معقولة لكل صفقة بضرائب معقولة...، ليسمح لها بالدخول في أسواق المنافس، ومن زيادة الكفاءات الاستثمارية وجود أدوات لضبط حركة الأسعار في السوق كوجود المتخصصين مثلا؛
- **كفاءة السعر:** ومعناها هو السعر المناسب والمنافس، أي أن يبقى سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي، وليس على أساس الإشاعات، ليكون هناك مجال للمنافسة الفعلية؛
- **توفر الحماية من المخاطر**، سواء التجارية أو غير التجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر؛
- **يجب أن يكون هدف المتعاملين في السوق هو**، تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل.

ب- أنواع كفاءة سوق المال: وهناك نوعين[3]:

- **الكفاءة الكاملة:** وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

✓ عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها (أي قابلية الأوراق المالية للتجزئة)؛

✓ توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة؛

---

[1]- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005، ص 35.

[2]- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 41-42.

[3]- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص 26-29.

✓ وجود عدد كبير جدا من المتعاملين، بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛

✓ تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

هذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات...الخ. وهذه تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها، وهذا الأمر الشائع مهما بلغت درجة تطور السوق المالية.

- **الكفاءة الاقتصادية:** وتستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية...، وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفء للأوراق المالية، هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة، يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.

ج- مستويات الكفاءة في السوق: يقسم الباحثون كفاءة المستوى التنافسي للأسواق إلى ثلاث مستويات: حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا (مدى وطبيعة العلاقة القائمة بين الأسعار المتداولة فيها من جهة والمعلومات المتاحة للمتعاملين عن الشركات المدرجة من جهة أخرى)، وقد قام كل من "هاري موربرت" و "بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات[1]:

• **فرض الكفاءة الضعيفة:** يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمته السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية، وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

• **فرض الكفاءة شبه القوية:** تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية، بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها، سواء تمثلت تلك المعلومات في الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

• **فرض الكفاءة القوية:** فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق، هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما

[1]- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة الجزائر- السنة الجامعية 2003/2002، ص 60-75.

يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف، يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

2- الأطراف المتدخلة في البورصة

أ- الوسطاء: يعتبر الوسطاء من بين المتدخلين في البورصة، فهم يكونون عمودها الفقري، إذ يقومون بتنشيطها بملاقات البائعين والمشترين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم، وينقسم الوسطاء في البورصة إلى نوعين أساسيين، الأول يتكون من الوسطاء الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها لصالح هؤلاء المتعاملين مقابل عمولة محددة من قبل سلطات البورصة، ويعرف هذا النوع باسم Brokers، وأما النوع الثاني فيتكون من الذين يقومون بالاتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص، ويعرف هذا النوع باسم Dealers .

أما في البورصة الفرنسية فقد كان يقوم بهذا الدور وكلاء الصرف المعروفـــون باسم Agent de Change الذين انظموا بعد سنة 1988 إلى شركات عرفت بشركات البورصة Société de Bourse والتي احتفظت بمهمة احتكار تداول الأوراق المالية حتى جانفي 1992، ولكن منذ ذلك التاريخ أصبحت مؤسسات أخرى تشاركها تلك المهمة، وتتولى شركات البورصة هذه عملية إتمام الصفقات حتى نهايتها، أي حتى تسليم الأوراق للمستثمرين وتسليم المبالغ للبائعين، ولا تضمن نتيجة تلك الصفقات لأي طرف[1].

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة، فبالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجال البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصات، سواء كانوا مستثمرين، أو جمهور، أو مؤسسات استثمارية أو مؤسسات تبحث عن التمويل، وعليه فقد قاموا بإنشاء مراكز البحوث لإتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات عنها، وخاصة تلك الشركات المكتتبة لديهم، كما يتابعون باهتمام كافة التطورات التي قد تمس قطاع معين أو صناعة ما، مما قد يؤثر على قرارات الاستثمار.

ومن هنا فإن وجود الوسطاء يساعد على تنشيط السوق من جهة، وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة ثانية، فهناك المئات وربما الآلاف من البدائل الاستثمارية بخصائص متنوعة ومخاطر وعوائد مختلفة، وأنه من مهام الوسطاء مساعدة المستثمرين على تكوين حوافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة.

ب- الجمهور: يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار، ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطور هائل منذ نهاية السبعينيات وخاصة خلال عشرية الثمانينيات، ويرجع هذا التطور الكبير إلى موجة الخوصصة وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص، والتي اعتمدتها أوروبا آنذاك، كما كان للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة عدد المدخرين، ومن أمثلة ذلك التشريع الخاص في حساب الادخار في الأسهم، الإعفاءات الضريبية للقيم المضافة للثروات المتنازل عليها، بشرط أن لا تفوق حد معين، وغيرها من

---

[1]- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 94-95.

الإعفاءات والتشجيعات الضريبية، أضف إلى ذلك تشجيع خطة شراء العمال لأسهم الشركات التي يعملون بها. حيث عرفت فرنسا مثلا تطور معتبر في مستوى الادخار المالي حتى بلغ عدد المدخرين في القطاع العائلي الفرنسي حوالي 9.5 مليون مساهم، في حين أنه لم يتجاوز 2.5 مليون سنة 1980[1].

ج- المستثمرون المؤسساتيون: تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع، وشركات الاستثمار، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة، حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل، لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية.

يلعب المستثمرون المؤسساتيون دورا فعالا في تنشيط البورصة، وفي تمويل الاقتصاد وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد، مما جعلهم يمتصون مدخرات ضخمة يقومون بضخها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى، ومن هنا فإنه يمكن القول أن للمستثمرين التأسيسيين ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة، التي تتجه من وضعية اقتصاد السوق إلى وضعية اقتصاد السوق المالي[2].

د- الدولة، المؤسسات الصناعية والتجارية: تتمثل هذه الأخيرة في[3]:

- **الدولة:** تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات، إن هذه الإصدارات (السندات الحكومية) تعتبر من أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى مثل هذه الإصدارات، من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية، أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي، أومن أجل التحكم في معدلات التضخم.

- **المؤسسات الصناعية والتجارية:** تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصورة عامة، فهي تلجأ لتلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية، بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع، ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل، هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها. وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل اللازم من البورصة يجب أن تكون مدرجة أو مسجلة في البورصة وإذ لم تكن كذلك يجب أن تدخل للبورصة، وهناك شروط يجب أن تتوفر في المؤسسة المرشحة للتسجيل في البورصة خاصة فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها، نسبة رأس المال المتخلى عنه للجمهور، والنتائج المسجلة في السنوات الأخيرة وغيرها من الشروط، طبعا هذه الشروط تختلف من بلد إلى آخر .

هذا بالإضافة إلى أن المؤسسات الصناعية والتجارية الحديثة، لم يبق لجوئها إلى البورصة مقتصرا فقط على إمكانية الحصول على التمويلات اللازمة لسيرها وتوسعها، عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، بل أصبحت تتدخل في البورصة عن طريق توظيف إمكانياتها المالية في أي مجال يمكن أن يجلب لها عوائد معتبرة. ولعل الشركات

---

[1]- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 13-14.

[2]- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص95-96.

[3]- المرجع نفسه، ص 96-97.

اليابانية أحسن مثال على ذلك، حيث عمدت هذه الشركات على توظيف فوائضها المالية في الأسواق المالية عن طريق شراء الأدوات المالية المختلفة بمبالغ ضخمة، إلى درجة أنها أصبحت من حملة الأوراق المالية المهمين جدا في البورصات اليابانية.

لقد أدى التوجه الكثيف للشركات الصناعية والتجارية اليابانية نحو البورصة والأسواق المالية بصفة عامة والاستثمار في الحوافظ المالية إلى ظهور ما يعرف في اليابان بـ(Zaitek) تعبر هذه الكلمة عن النشاطات المالية التي تقوم بها تلك الشركات، حيث أصبحت هذه الشركات تستثمر بكثرة في البورصات والأسواق المالية، إلى درجة أن طغت هذه العمليات التي تقوم بها على نشاطها الرئيسي.

الفرع الثالث: نشأة بورصة الجزائر، و الهياكل المكونة لها

انطلاقا من الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 والتي دخلت حيز التنفيذ سنة 1988، بدأ التفكير بصورة جدية في إنشاء بورصة الجزائر بغرض البحث عن طرق أخرى للتمويل (دون اللجوء إلى القروض المصرفية)، وذلك وفقا لقانون النقد والقرض رقم 90- 10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 والذي يفرض على الخواص والعموميين تمويل استثماراتهم دون اللجوء إلى القروض المصرفية.

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر ظهرت على ضوء العديد من النصوص القانونية نذكر منها[1]:

- المرسوم رقم 90- 102 المؤرخ في 27 مارس 1990: ينص على نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية.
- المرسوم التنفيذي رقم 91- 169 المؤرخ في 28 ماي 1991: لتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91- 170 المؤرخ في 28 ماي 1991: لتحديد أشكال وأنواع القيم المتداولة، وشروط إصدارها.
- المرسوم التنفيذي رقم 91- 171 المؤرخ في 28 ماي 1991: لتحديد لجنة البورصة.
- المرسوم رقم 93- 08 المؤرخ في أفريل 1993: ينص على خضوع المؤسسات لقواعد القانون التجاري، مع إمكانية إشهار إفلاسها ويتضمن كذلك شرح للأحكام المتعلقة بشركات المساهمة.
- المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993: أقر هذا المرسوم بإنشاء بورصة القيم المنقولة، والتي كانت تسمى من قبل شركة القيم المنقولة (SVM) Société des valeurs mobilières، هي شركة مساهمة رأس مالها 320000دج تأسست بفضل صناديق المساهمة الثمانية أو ما يسمى حاليا بالشركات القابضة Les Holding (صناديق: الموارد الغذائية الفلاحية، مناجم الفحم والري، التجهيز، البناء، الكيمياء البتروكيمياء الصيدلية، الاتصال الالكترونية والإعلام الآلي، الصناعات المختلفة، الخدمات)، يديرها مجلس مكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد الصناديق. في شهر فيفري 1992 تم رفع رأس مالها إلى 932000دج، وتم تغيير اسمها

[1]- أنظر في الموقعين التاليين: للاطلاع على المراسيم والقوانين، الأنظمة والقرارات، والنشرات المختلفة، (تم الاطلاع على الموقعين بتاريخ 2014/07/31).
- http://www.cosob.org/.
- http://www.sgbv.dz/index.php?lang=fr.

إلى بورصة القيم المنقولة، مكانها الوحيد الجزائر العاصمة تعقد فيه الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من الحكومة أو من شركات المساهمة. كما أقر هذا المرسوم بتبعية الهيئتين التاليتين للبورصة:

• لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse: هي سلطة ضبط سوق القيم المنقولة، وهي مستقلة ماليا وتتمتع بالشخصية المعنوية، تتولى حماية المستثمرين في القيم المنقولة أو في أي منتوج مالي آخر يترتب عليه اللجوء العلني للادخار، السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها (مراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة*)، كما تقوم بتنظيم سير هيئات السوق وهي: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمؤتمن على السندات[1]. وحسب المادة الخامسة من هذا المرسوم لا يجوز إجراء أي عملية إلا داخل المقصورة، وعن طريق الوسطاء بعد اعتمادهم من طرف اللجنة.

شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي شركة ذات أسهم يبلغ رأسمالها 475.200.000 دينار يتوزع إلى حصص متساوية بين البنوك العمومية المعتمدة بصفتهم وسطاء في عمليات البورصة. وفي الواقع، فإنه منذ إنشاء شركة تسيير بورصة القيم، ما فتئ الرأسمال يشهد الكثير من حالات الارتفاع، إذ قفز من 24 مليون دينار في سنة 1997إلى 475.200.000 دينار في سنة 2010 ثم إلى 477.200.000دج في سنة 2012[2] وذلك بعد أن تمت تسوية العديد من الزيادات المختلفة في الرأسمال والموافقة على القانون الأساسي من قِبل وزارة المالية. (آخر زيادة كانت بعد دخول بنك BNP Paribas EL Djazair بحصة تقدر بـ2.000.000دج، وبهذا تحصل هذا البنك على الاعتماد.

وتتولى شركة تسيير بورصة القيم التي تم إنشاؤها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتشكلت في 5 ماي سنة 1997، المهام الرئيسية الآتية:

• تنظيم جلسات التسعير وتسيير منظومة التفاوض،

• التنظيم العملي للإدخال في بورصة القيم المنقولة،

• نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة والنشرة الرسمية للتسعرة (BOC).

- المرسوم التنفيذي رقم 94- 176 المؤرخ في جوان 1993: حدد فئات الأشخاص المعنوية أو المؤسسات التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم البورصة كوسطاء وهم البنوك وشركات التأمين.

- أدرج القانون 95- 22 المؤرخ في 26 أوت 1995 الرجوع إلى ميكانيزمات البورصة كأسلوب للخوصصة.

- كما نجد أنّ الأمر 96- 08 بتاريخ 10 جانفي 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فلقد عرف قواعد تشكيل وتشغيل تلك الهيئات. (Fonds Communs de Placement (FCP), Les

---

* - إن التوظيف الجماعي موجه للأفراد والمؤسسات التي تريد تسيير يومي لأصولها وبذلك، فإن هيئات التوظيف هي وسيلة لتحريك السوق المالية وتسهيل التمويل واستقطاب المدخرات الضرورية للاستثمارات المنتجة، فالتوظيف الجماعي يجنب المدخر التسيير الذاتي للحوافظ المالية (بسبب عدم إلمامه بالنشاط المالي في البورصة)، وبالتالي التوظيف الجماعي يحقق السيولة الأمن والمردودية. التوظيف الجماعي في بورصة الجزائر تجسد بصدور المرسوم رقم 96-08 في 10 جانفي 1996. ويتكون من شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP).

[1] - دليل بورصة الجزائر، تم تحميله بتاريخ 2014/07/31 من موقع: http://www.cosob.org/publications/guides/publications-fiches-arabe.pdf

[2] - Rapport Annuel 2013, Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), P.53.

Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières(OPCVM), Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV)).

ومع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء* Intermédiaires En Opérations de Bourse (IOB) في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث خلال سنة 2013 الوسطاء الماليون هم كالتالي:

الجدول رقم (01): توزيع وسطاء المعاملات في بورصة الجزائر لسنة 2013

الوسيط	BADR	BEA	BNA	BDL	CPA	CNEP	BNP	المجموع(عضو)
العضوية	01	02	02	01	02	05	03	16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Rapport Annuel 2013, P.46.

وتم إعداد مجموعة من الأنظمة تتمثل في:

- النظام رقم 96- 02 المتعلق بطبيعة المعلومات التي يتم نشرها عن الشركات التي تدخل البورصة.
- النظام رقم 97- 01 القائم على مساهمة الوسطاء في العمليات البورصية.
- النظام رقم 97- 02 شروط الأعوان المؤهلين للمفاوضات حول القيم المتداولة.
- النظام رقم 97- 03 تسيير بورصة الأوراق المالية.
- النظام رقم 97- 04 الخاص بهيئات التوظيف في القيم المتداولة.
- النظام رقم 97- 05 اتفاقيات العمل بين الوسطاء و العملاء في البورصة.
- النظام رقم 97- 01 المحدد لكيفية اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية.
- كما أنّ القانون رقم 03- 04 بتاريخ 7 فيفري 2004 قد أتى بما يلي:

أ- أضفى على لجنة تنظيم ومراقبة البورصة الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.

ب- وسع نطاق نشاط وسطاء البورصة ليشمل عدة مجالات مثل تقديم النصيحة للمستثمرين.

ج- أدخل المؤتمن المركـــزي (Algérie Clearing) ويســـمى بـ:الجزائرية للتسوية، كهيئة جديـدة للبورصة وهو عبارة عن شركة ذات أسهم يخضع قانونها الأساسي وتعيين مسيريها لموافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. ويكلف المؤتمن المركزي على السندات خصوصا بما يلي: فتح حسابات جارية للسندات وإدارتها لصالح ماسكي الحسابات (الحافظين والمنخرطين لديه، المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها)، وبذلك يقوم بمركزة حفظ السندات ويسهل نقلها بين الوسطاء الماليين بالقيام بتحويلات من حساب إلى حساب، تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، الفوائد الزيادة في رأس المال...)، إضافة إلى نشر المعلومات المتعلقة بالسوق. وتتنوع السندات المقبولة في عمليات المؤتمن

---

* - IOB: تتداول القيم المنقولة في البورصة عن طريق الوسطاء الذين يتم اعتمادهم بعد تقديم ضمانات (توفرهم على رأس مال محدد من طرف COSOB، التوفر على مستخدمين شرفاء ملزمون بالحفاظ على سر المهنة، ولديهم كفاءة لازمة...الخ. سابقـــا كانوا عبارة عن 5 شركات: الراشد المـــــالي Errached EL Mali المكون من (BEA, CNMA,CCR)، الشركة العامـة للتمويل Sogefi ويتكـــون من (CNEP, CPA, CAAT)، الشركة المالية للاستشارة والتوظيف Soficop والمكونة من (SAA, BNA, BDL، شركة التوظيف في القيم المنقولة Spdm والمكونة من (BADR, CAAR)، شركة UNION BANK وهي الوسيط الوحيد برأســمال خاص. يكلف الوسيط بتشغيل القيم المنقولة أو المنتجات المالية لحساب المرسل، التفاوض على الصفقات لحساب الزبائن، تقديم الاستشارة في مجال التوظيفات المالية، تسيير محفظة الزبائن، ضمان حسن انجاز العمليات المالية.

المركزي، ويتعلق الأمر خصوصا بالقيم المنقولة (الأسهم والسندات...) المسعرة أو غير المسعرة في البورصة، وقيم الخزينة، وسندات الدين القابلة للتداول، وحصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة...الخ[1]. ارتفع رأس مالها الاجتماعي إلى 240 مليون دج خلال سنة 2013 وتتكون من 8 مساهمين[2] (BNA 17.8%, BADR 17.8%, BDL 13.6%, CPA 8.59%, AURASSI 4.43%, SAIDAL 2.34%, CNEP 17.8%, BEA 17.8%)

- القرار المؤرخ في 24 جانفي 2012 الذي يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- القرار رقم 12- 01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012، حيث أنّ هذا القرار يسلط الضوء عن كيفيّة استفادة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من التمويل عن طريق البورصة.

إذا لو أردنا تقسيم نشأة بورصة الجزائر إلى مراحل نجدها تتكون على العموم من ثلاث مراحل: مرحلة تقريرية من (1990-1993)، مرحلة ابتدائية من (1993-1996)، مرحلة الانطلاقة الفعلية من (1996- إلى يومنا هذا).

الفرع الرابع: شروط إدراج المؤسسة في بورصة الجزائر

1- مقاييس القبول:

- يجب أن لا يقل رأس مالها عن 100 مليون دج؛
- أن تصدر 20% من رأس مالها الاجتماعي على الأقل في شكل قيم منقولة؛
- أن يكون لها عدد من المساهمين لا يقل عن 300 مساهم، يوم الإدخال؛
- يجب أن تقوم بنشر الوضعية المالية المصادق عليها للسنتين الأخيرتين قبل الدخول إلى البورصة؛
- تقديم مجموعة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- يجب أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباحا خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول للبورصة؛
- يجب أن تقدم المؤسسة تقريرا عن تقييم أصولها منجز من طرف خبير محاسبي (لا يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة)؛
- يجب أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية (المراجعة الداخلية) بالهيكل التنظيمي لها؛
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك؛
- يجب أن تكون السندات موزعة على 100 حائز على الأقل، يوم الإدخال؛
- لابد من تحديد قيمة كل سهم.

2- المساعي الواجب اتباعها: يجب أن تقدم الشركة طلب قبول لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، ويجب أن يشتمل هذا الملف على الوثائق القانونية والاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمة لجنة COSOB، المتعلقة بقبول القيم المنقولة في البورصة. كما يجب أن تختار الشركة وسيطا في عمليات البورصة، أو أكثر، لمساعدتها في تحضير ملف القبول. يجب أن تنشر الشركة مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة

[1] - دليل بورصة الجزائر، مرجع سابق، بدون رقم الصفحة.

[2] -Rapport Annuel, 2013, op. cit, P.56.

لجنة COSOB حسب الشروط المنصوص عليها في التنظيم المتعلق بالإعلام الذي يجب أن تنشره الشركة التي تلجأ علانية للادخار.

3- **تحيين شروط القبول لإعادة تنظيم جدول التسعرة الرسمية التي ستشمل ما يأتي:** قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالتشاور مع المتعاملين في الساحة المالية باتخاذ عدد معين من التدابير، وبادرت بنشاطات من شأنها تشجيع سوق القيم المنقولة، ويتعلق الأمر بما يأتي[1]:

1- **سوق رئيسية مخصصة للمؤسسات الكبرى التي تم تعديل شروط القبول بها على النحو الآتي:**

- يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها في التداول أن يكون لديها رأسمال محرر لا تقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار 500.000.000,00دج، وليس مائة مليون دينار 100.000.000,00دج فقط؛
- يجب أن يتم توزيع سندات الرأسمال الموزعة على الجمهور لدى عدد لا يقل عن مائة وخمسين 150 مساهما في أجل أقصاه يوم الإدخال، وليس ثلاثمائة (300) مساهم.

2- **وزيادة على هذا القسم الرئيسي، فإن بورصة الجزائر تفتح ما يأتي:**

- سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- سوق لتجمعات سندات الشبيهة للخزينة "بالجملة".
- وفي الأخير، تجدر الإشارة إلى أن سوق سندات الشركات المساهمة، والهيئات العمومية، وسندات دين الدولة وشروط قبول سندات الاستحقاق في التداول قد جرى تعديلها أيضا، وتم رفع رصيد باقي السندات المسعّرة إلى خمسمائة مليون دينار 500.000.000,00دج، بدل مائة مليون دينار 100.000.000,00دج، كما تم إلغاء الشرط الذي يقضي بوجود مائة 100 حائز في أجل أقصاه يوم دخولهم البورصة.

الفرع الخامس: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

1- **بالنسبة للشركات المصدرة للأسهم [التي تتعامل بالأسهم]:** الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال شهر جويلية من سنة 2014 والتي أصدرت أسهمها للتداول تتمثل في أربعة شركات فقط. شركة Alliance Assurance وهي التي تمارس عمليات التأمين على الحوادث، الأمراض، هيكل السيارات الحرائق، الأضرار التي تلحق بالممتلكات، والمسؤولية المدنية على السيارات، الحياة والوفاة..الخ، فهي تعتبر أول شركة في القطاع الخاص تدخل بورصة الجزائر. شركة EGH EL Aurassi مؤسسة تسيير نزل الأوراسي، مؤسسة NCA Rouiba المعمل الجزائري الجديد للمصبرات، مؤسسة SAIDAL المجمع الصناعي الصيدلاني العمومي.

والجدول الموالي يوضح كافة التفاصيل الخاصة بهذه المؤسسات المدرجة في بورصة القيم المنقولة الجزائرية.

[1]- التقرير السنوي 2010، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، ص 18.

الجدول رقم (02): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2014. (الشركات المصدرة للأسهم) Titre de Capital

الرمز	الشركة	رأس المال الاجتماعي (A)	تجزئة رأس المال الاجتماعي (عدد الأسهم المتداولة)	القيمة الاسمية للسهم(B)	الكمية المعروضة من الأسهم (الممنوحة)(C)	النسبة من رأس المال الاجتماعي D×100=(C×B)/A	سعر الإصدار لكل سهم	تاريخ بداية الاكتتاب	تاريخ بداية التداول في البورصة	الوسيط في عمليات البورصة	القيمة السوقية للسهم في 2014/07/31
ALL	ALLIANCE ASSURANCE	2.205.714.180	5.804.511	380دج	1.804.511	%31	830دج	نوفمبر 2010	مارس 2011	CPA (Crédit Populaire d'Algérie)	605دج
AUR	EGH EL AURASSI	1.500.000.000	6000.000	250دج	1.200.000	%20	400دج	جوان 1999	فيفري 2000	Errached El Mali (BEA, CNMA, CCR)	400دج
ROUI	NCA-ROUIBA	849.195.000	8.494.950	100دج	2.122.988	%25	400دج	أفريل 2013	جوان 2013	BNP Pariba el Djazair	400دج
SAI	SAIDAL	2.500.000.000	10.000.000	250دج	2.000.000	%20	800دج	فيفري 1999	سبتمبر 1999	SOGEFI (CNEP, CPA, CAAT)	550دج

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المنشورة بتاريخ 2014/07/31 في الموقع : http://www.sgbv.dz/?page-societe_cote&lang-fr

2- **الشركات المصدرة للسندات [التي تتعامل بالسندات]:** خلال شهر جويلية من سنة 2014 الشركة الوحيدة التي تتداول سنداتها في بورصة القيم المنقولة الجزائريـــــة هي مؤسسة Spa DAHLI والتي تعمل في مجال القطاع العقاري، والمجال السياحي كالفندقية والخدمات. رأس مالها الاجتماعي 2.360.140.000دج، القيمة الاسمية لسند دهلي 10000دج، مع أجل استحقاق يقدر بـ 7 سنوات بفائدة سنوية تقدر عن كل سنة بالترتيب (4%، 4.75%، 4.25%، 5.25%، 5.75%، 6.25%، 6.75%)، تاريخ إصدار السند هو 11 جانفي 2009. تاريخ الفوائد 11 جانفي من كل سنة، وبالتالي تاريخ استحقاق السند هو 11 جانفي 2016، أما فيما يخص تاريخ أول تسعير فهو مارس 2009[1].

نشير إلى أنه سابقا كان هناك العديد من السندات، ولكن آجال استحقاقها قد تمت فمثلا خلال سنة 2010 تم حلول أجل استحقاق 4 سندات (قروض سندية)، والتي تمثل سندات المؤسسات التالية: المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار، شركة الخطوط الجوية الجزائرية، المؤسسة الوطنية لأشغال الحفر، ومؤسسة سونلغاز. أي تم سحب هذه السندات من جدول التسعرة لبورصة الجزائر.

وخلال سنة 2011 تم استحقاق سند اتصالات الجزائر، والذي كانت مدته 5 سنوات برصيد إصدار 21.598.560.000دج، وكانت نسبة الفوائد على الترتيب كالتالي: (4%، 4%، 4.5%، 4.5%، 7.9%)، وكان تاريخ إصدار السند 17 أكتوبر 2006 واستحقاقه في 17 أكتوبر 2011، أما الدخول الرسمي لشركة اتصالات الجزائر إلى البورصة كان سنة 2006 (بداية تداول السند في البورصة).

أما فيما يخص سندات استحقاق سونلغاز (سونلغاز 2011). السند الأول كان استحقاقه في سنة 2011 كانت مدته 6 سنوات بمبلغ إصدار قدر بـ15.9 مليار دج، بفوائد كانت على الترتيب (3.5%، 3.75%، 4% 4.25%، 5%، 7%). تاريخ الإصدار كان في 25 ماي 2005 والاستحقاق في 25 ماي 2011، الدخول إلى البورصة كان في 29 ماي 2009. والسند الثاني لسونلغاز (سونلغاز 2014) كان استحقاقه في 1 جوان 2014، وتم إصداره في 1 جوان 2008 لمدة 6 سنوات أيضا. رصيد الإصدار 30 مليار دج، والفوائد كانت على الترتيب (3.75%، 4%، 4.5%، 5%، 5.5%، 5.6%) أما الدخول الرسمي إلى البورصة كان يوم 28 ماي 2008.

3- **سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة:** من خلال إنشاء قسم جديد للتداول، حيث تم تخصيص هذا القسم الجديد لقيم الدولة (السندات الشبيهة للخزينة)، أو ما يسمى بـ(المعاملات بالجملة) التي تستجيب في آن واحد لمتطلبات الخزينة العمومية في مجال الشفافية ولحاجات المستثمرين من المؤسسات، والتي يتم تحديد قواعد سيرها المتماشية مع خصوصيات سوق قيم الخزينة من طرف شركة تسيير بورصة القيم وتوافق عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وهكذا لن يجرِ تداول السندات الشبيهة للخزينة (المعاملات بالجملة) خارج الدفتر المركزي، بل في البورصة من خلال الاتفاق المباشر بين المتخصصين في قيم الخزينة[2].

---

[1] - http://www.sgbv.dz/?page=details_societe&id_soc=24&lang=fr. تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/07/31

[2] - التقرير السنوي 2010، مرجع سابق، ص 19.

ويتمثل الهـــدف المنشود من هذا الإجراء:

- **أولا:** في إعادة تفعيل سوق البورصة الوطنية عبر تزويدها بسندات سيادية على المديين المتوسط والطويل، ومن خلال التمكين أيضا بإعداد منحنى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة.
- **ثانيا:** كما أن إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة إلى البورصة سوف يسمح بلا شك للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة. الجدول التالي يوضح أيضا الأوراق المالية المدرجة في بورصة الجزائر والتي يتم التعامل بها حاليا (خلال سنة 2014)، والتي هي عبـــــــارة عن سندات الاستـــــحقاق الشبيهة للخزينة. Les Obligations Assimilables du Trésor (OAT)، ومأمونة [1]. ولقد بلغ عدد السندات التي تم تداولها في البورصة أو ما يسمى بـ(الخطوط المسعرة في البورصة) 27، سندا تتوزع هذه الخطوط (حسب الأصناف) على ثلاثة مراحل إنضاج:
  - سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة 7 سنوات: 7 خطوط؛
  - سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة 10 سنوات: 10 خطوط؛
  - سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة 15 سنوات: 10 خطوط.

وتبلغ قيمتها المحسومة الجارية مستوى 1004100000[2]دج، ما يعادل حجم 1000سند. ويجري تداول هذه السندات التي تصدرها الدولة عن طريق المناقصة على قيم الخزينة في السوق الأولية، في البورصة بمعدل ثلاث حصص في الأسبوع على يد متدخلين مؤهلين وفق طريقة التسعير المطبقة على السندات الأخرى، وهي تحديد السعر.

ويتمثل الهدف المنشود من هذه العملية في إعطاء عمق لسوق قيم الدولة، والمساهمة في إضفاء حركية جديدة على بورصة الجزائر. ويندرج إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة في البورصة ضمن إطار الإصلاحات المالية التي بادرت بها وزارة المالية بهدف تطوير سوق رؤوس الأموال التي تمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل المصرفي[3].

والجدول الموالي يوضح: سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة المتداولة في بورصة الجزائر خلال سنة2014 وتواريخ استحقاقها.

---

[1] - التقرير السنوي 2008، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، 30 أفريل 2009، ص 36.

[2] - http://www.sgbv.dz/?page=histo_boc_oat&lang=fr. تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/07/31

[3] - التقرير السنوي 2008، مرجع سابق، ص 36.

الجدول رقم (03): سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة المتداولة في بورصة الجزائر لسنة2014، وتواريخ استحقاقها

الصنف	الرمز	Code ISIN	Cours d'introduction	تاريخ الاصدار	تاريخ الاستحقاق	Encours 10$ DZD	معدل الفائدة
O.A.T 7 ans	O070115	DZ0000700124	104.44	02/01/2008	04/01/2015	6 000,00	4,00 %
O.A.T 7 ans	O070520	DZ0000700280	105.84	08/05/2013	12/05/2020	5 000,00	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100521	DZ0000700231	111.56	04/05/2011	05/05/2021	5 000,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100615	DZ000070058	107.94	22/06/2005	24/06/2015	10 500,00	4.50 %
O.A.T 10 ans	O100516	DZ0000700108	100.76	24/05/2006	25/05/2016	13 000,00	4.50 %
O.A.T 10 ans	O100117	DZ0000700082	104.69	17/01/2013	18/01/2017	16 201,00	4.50 %
O.A.T 15 ans	O150721	DZ0000700074	102.16	12/07/2006	12/07/2021	27 000,00	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150122	DZ0000700090	103.05	17/01/2007	17/01/2022	16 000,00	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150123	DZ0000700132	110.66	16/01/2008	16/01/2023	6 000,00	5,00 %
O.A.T 10 ans	O100318	DZ0000700140	113.64	12/03/2013	14/03/2018	1 999,00	4.50 %
O.A.T 7 ans	O070116	DZ0000700165	100.4	21/01/2009	24/01/2016	27 000,00	3,00 %
O.A.T 7 ans	O070317	DZ0000700199	108.25	03/03/2010	05/03/2017	15 000,00	3,00 %
O.A.T 7 ans	O070418	DZ0000700223	106.82	06/04/2011	08/04/2018	5 000,00	3,00 %
O.A.T 7 ans	O070319	DZ0000700256	104.48	21/03/2012	24/03/2019	10 000,00	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100219	DZ0000700173	108.43	18/02/2009	20/02/2019	28 900,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100320	DZ0000700207	111.37	17/03/2010	18/03/2020	14 999,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100422	DZ0000700264	108.85	18/04/2012	20/04/2022	15 000,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100623	DZ0000700298	108.93	05/06/2013	09/06/2023	5 000,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O151223	DZ0000700157	120.22	10/12/2008	11/12/2023	1 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150324	DZ0000700181	108.58	18/03/2009	18/03/2024	15 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150425	DZ0000700215	109.6	07/04/2010	07/04/2025	19 900,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150626	DZ0000700249	115.62	01/06/2011	01/06/2026	5 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150527	DZ0000700272	106.3	02/05/2012	03/05/2027	15 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150728	DZ0000700306	100.00	03/07/2013	07/07/2028	5 000,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070121	DZ0000700314	100.05	26/01/2014	26/01/2021	20 992,00	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100224	DZ0000700322	100.05	23/02/2014	23/02/2024	19 900,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O150329	DZ0000700330	100.10	23/03/2014	23/03/2029	22 127,00	3.75 %

المصدر: http://www.sgbv.dz/?page=oat&lang=fr تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/07/31.

الفرع السادس: الأوراق المالية المنتظر التعامل بها في بورصة الجزائر

1- السندات الإسلامية المسماة " الصكوك " في الجزائر:

يرى تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) أن[1]: دراسة موضوع" السندات الإسلامية " التي تُدعى "الصكوك " من طرف اللجنة يستجيب لرغبتها في تلبية جميع أصناف طلبات التمويل من جهة، وتلبية طلبات المهنيين المتخصصين في" الصيرفة الإسلامية " من جهة أخرى. ويتعلق الأمر بسند استثماري مظهّر بأصول منقسم إلى حصص ملكية يتم التنازل عنها لفائدة المكتتبين، وتتمثل مكافأة المكتتبين في إيراد متغير يستمدّ من نتائج الأصول.

ولا يعتبر هذا المنتج إذن سندا تقليديا ولا يترتب عليه بالتالي حق الدّين المستحق فقط، ولا بد من الإشارة إلى أن" الصكوك " تعرف ازدهارا كبيرا على المستوى العالمي وتمثل أدوات مالية موحدة النمط، ومطابقة للشريعة الإسلامية وللمبادئ التي يقوم عليها تحريم الربا. غير أنه على المستوى الوطني، لا يوجد لهذه " الصكوك " أي سند قانوني، وهي لا تمثل قيمة منقولة كما هو منصوص عليه في القانون التجاري، بل هي تستند إلى مرجعية مفهوم الملكية المقيدة دون حق الاستعمال، وبالتالي فهي غير مطابقة للمفهوم المحدد بموجب القانون المدني.

وتوصي اللجنة بالتالي بضرورة تعميق التفكير وتوسيعه على نطاق الساحة المالية بشأن الشروط التي تحكم مثل هذا النمط من العمليات، وذلك نظرا إلى غياب التغطية القانونية في الوقت الحاضر.

إلى يومنا هذا من سنة 2014 لم يتم تداول السندات الإسلامية (الصكوك) في بورصة الجزائر، والتي قد تكون فال خير على هذه البورصة. فتزيد من حركتها ونشاطها، وتكون مصدرا تمويليا للمؤسسات الاقتصادية، وبأقل تكلفة من مصادر التمويل الأخرى المتوفرة في بورصة الجزائر.

2- فتح صحن بورصة الجزائر امام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من خلال إنشاء قسم جديد للتداول تم تخصيصه لقيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أ- إنشاء سوق موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستجيب لحاجات دعم أهداف المخطط الخماسي 2010- 2014، من خلال:

- البيئة الملائمة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمثل في الشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- وجود مستثمرين من المؤسسات ومسيّري الأصول على إثر إنشاء البنوك لشركات الرأسمال الاستثماري؛
- تدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة، والعديد من المزايا التي يتيحها هذا القسم. ومن جهة أخرى، فإن إنشاء قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح هذه المؤسسات الكثير من المزايا:
  - ✓ التمويل المباشر الذي يكمّل التمويل البنكي؛
  - ✓ الحصول على موارد ثابتة يتم تخصيصها لتمويل الأصول طويلة الأجل في الميزانية؛
  - ✓ دخول مبسّط وبأقل التكاليف إلى البورصة؛
  - ✓ فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الرأسمال الاستثماري؛

---

[1]- التقرير السنوي 2010، مرجع سابق، ص 24-25.

✓ ضمان بقائها وديمومتها عن طريق تحويل السندات.

وتتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يُدعي المتعهد بالترقية في البورصة (Le Promoteur en Bourse)، والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق. وعملا على تطبيق ذلك فقد جرى إدراج ترتيب في النظام العام لبورصة القيم بهدف تحديد شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وتوضّح الأحكام الجديدة بأنه يتعين على الشركة التي تطلب إدخال سنداتها في التداول بالبورصة القيام بما يأتي[1]:

- أن تكون قد نشرت كشوفها المالية المصدّق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين. ولم تُصبح شروط الاستفادة والرأسمال الأدنى مطروحة؛
- أن تقوم بفتح رأسمالها في مستوى أدناه 10%، في أجل أقصاه يوم دخولها، ويمكن أن يتم ذلك من خلال رفع رأس المال، أو من خلال العرض العلني للبيع أو من خلال التوظيف الذي يسبق التسعير؛
- توزيع سنداتها إما على خمسين 50 مساهما، وإما على ثلاثة 3 مستثمرين من المؤسسات يمثلون على الأقل نسبة 10% من الرأسمال؛
- وفي النهاية، تعيين " متعهد بالترقية في البورصة " تتمثل مهمته في تقديم المشورة للشركة ومرافقتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية.

ب- تقديم المتعهد بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة:

ويتعلق الأمر في الواقع بمتعامل جديد في الساحة المالية الجزائرية تتمثل مهمته في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها على مستوى بورصة الجزائر. ويختلف وضعه القانوني عن وضع الوسيط في عمليات البورصة الذي تعتمده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لممارسة عدد معين من النشاطات (التداول، التوظيف المقابلة، تسيير الحافظة...). أما المتعهد بالترقية فإنه يعتبر شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، فهو يتدخل إلى جانب المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لمرافقتها في التحضير لتسعيرها في البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة. كما أنه يتصرف في واقع الأمر كمقدّم الخدمات الإعلامية في مجال التحليل والاستشارة وتدقيق الحسابات وفي المجال القانوني والمالية، وهو مختص في العمليات المتعلقة بالأصول طويلة الأمد. ويعتبر وجوده إلزاميا بالنسبة إلى كل مؤسسة صغيرة ومتوسطة مسعّرة في بورصة الجزائر. وهو يساهم في احترام المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لالتزاماتها بالشفافية تجاه السوق، ويقوم بمرافقتها في تنفيذ التزاماتها[2].

كما إن نشاط المتعهد بالترقية في البورصة من شأنه أن يعزز ثقة المستثمرين إذ يقوم أيضا بترقية السندات خارج البورصة، على مدى طول مسار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة. ويمكن أن يكون المتعهد بالترقية في البورصة بنكا أو مؤسسة مالية أو وسيطا في عمليات البورصة أو شركة تحليل واستشارات مالية وقانونية. وخلال سنة 2014

[1] - http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&mod=44&lang=fr. تم الاطلاع على بتاريخ 2014/08/01

[2] - التقرير السنوي 2010، مرجع سابق، ص 20.

كان عدد المتعهدون بالترقية في بورصة الجزائر 9 وهم[1] : (BADR, BDL, BEA, BNA, BNP Paribas El Djazaïr, CNEP Banque, CPA, SPA Grant Thornton, SARL RMG Consulting)

ويتعين على شركات الاستشارات والتحليل الراغبة في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر أن يتم تعريفها، والاعتراف بها وتسجيلها ضمن قائمة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على أساس خبرة هذه الشركات في مجال تمويل المؤسسات.

ويتم تحديد العلاقات التي تحكم المتعهد الذي تختاره المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وهذه المؤسسة بموجب اتفاقية تُبرم طبقا للنموذج الذي تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإعداده. ويمكن أن ينقض أحد الطرفين هذه الاتفاقية، وفي هذه الحالة، يمكن أن تغير المؤسسة المتعهد بالترقية في البورصة بعد إعلام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والحصول على موافقتها. ويكون المتعهد بالترقية في البورصة مسؤولا خصوصا عن بقاء سند المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة باستمرار ضمن جدول التسعرة، وعن سيولته بفضل تزويد الساحة المالية بالمعلومات المستمرة والموثوقة والملائمة. وإذا ما حصل انقطاع لمسار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة، فإن المتعهد بالترقية في البورصة يمكن أن يتحمل مسؤولية ذلك ويمكن شطب اسمه من القائمة على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

[1] - http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&smod=26. تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/08/01

خـــلاصة الفصـــل الأول

الإدارة المالية هي أحد أهم إدارات أي مشروع (تجاري، صناعي، خدمي). هدفها في أي مشروع هو الحصول على الأموال وتوظيفها لتعظيم قيمة المنشأة أو المشروع. تقوم الإدارة المالية بالتنبؤ والتخطيط، وتساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرئيسية وتمويلها، التنسيق والرقابة، وتتعامل مع الأسواق المالية وتساعد على إدارة الخطر. وذلك لخدمة الملاك وتعمل على استمرار المنشأة، وتخدم الدائنين، العاملون والمجتمع والاقتصاد ككل.

يتكون النظام الاقتصادي أساسا من الأسواق المالية، الشركات، الأفراد، رجال الأعمال والدولة وهذه الأخيرة هي التي تكوّن هذا النظام وتنظم وتضبط عملياته وتراقبها. يؤدي النظام المالي وظائف اقتصادية متنوعة تتمثل أهمها في نقل وتحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، ونفرق عادة بين نوعين من نماذج نضم التمويل:

- اقتصاد الاستدانة: والذي تقابله الوساطة المالية البنكية أي التمويل الغير مباشر للاقتصاد، والتي تتمثل في تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة تمويل غير مباشرة.
- اقتصاد الأسواق المالية: والذي تقابله الوساطة المباشرة أو السوق المالي، أين تصدر وتتداول القيم المنقولة (الأسهم والسندات) طويلة الأجل، والتي تهتم عادة بتمويل الاستثمارات.

هناك علاقة وثيقة بين التمويلين، فالأسواق المالية المتطورة ذات الخصائص التالية: المردودية العالية، درجة السيولة والأمان المرتفعة، تنوع المنتجات المالية وبذالك تنوع المخاطر، أدت بالبنوك للتكيف مع الوضع الجديد، أي الانتقال من الدائرة البنكية ذات المردودية المنخفضة إلى الدائرة المالية، أي الدخول في البورصة والتي تعتبر أكثر مردودية، وهذا التغيير في إستراتجية البنوك أدى إلى تغيير هيكل أصولها وخصومها، بحيث أصبحت تتدخل في الأسواق المالية وتؤثر على نشاطها.

يعتبر السوق المالي آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية، ويتم هذا التحويل من خلال إصدار أوراق مالية تباع في السوق المالي. ينقسم السوق المالي إلى: السوق الأولية (سوق الإصدار)، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تم طرحها لأول مرة للاكتتاب، فهي حلقة وصل بين المستثمرين والمؤسسات. أما السوق الثانوية (سوق التداول)، فهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، فهي توفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار.

وعلى ذكر الأسواق المالية فإن مساهمة سوق المال الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر تبقى متواضعة، وهذا بسبب تواضع مستويات نشاط الأسواق الأولية والثانوية، والتي بدورها حققت نتائج غير كافية منذ بداية بورصة الجزائر وإلى غاية يومنا هذا. فبالرغم من الجهود المبذولة، مثال ذلك فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإدراج سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة إلا أن حجم التداول يبقى ضعيفا، إضافة إلى أن عدد الشركات المدرجة في البورصة ضئيل جدا.

الفصل: الثاني

المبحث الأول: الهندسة المالية

يسود الاعتقاد أن الهندسة المالية يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها منشآت الأعمال، فالهندسة المالية لا يقتصر دورها فقط على تخفيض تكاليف المؤسسات الاقتصادية، بل تذهب إلى أبعد من دلك، فهي تطور وتبتكر منتجات مالية جديدة، وتقدم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه المؤسسات الاقتصادية، إنها ظهرت لأول مرة للوجود لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المنشآت، فهي تقدم العديد من الابتكارات لتلبية حاجات المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات، في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر المالية.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية

نتناول في هذا المطلب مفهوم الهندسة المالية، وكذا نشأتها وتطورها، وظواهر وأسباب بروزها من أجل الوصول إلى التعريف الدقيق لهذه الأخيرة، والإلمام بتاريخ تطورها.

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية

من شأن الهندسة المالية تقديم أدوات مالية مبتكرة وكذا المساعدة على بناء محافظ مالية وتطوير استراتيجيات. غير أنه يمكن لهذه الأدوات المالية والتدفقات النقدية أن تتأثر بالضرائب، القوانين والضوابط وكذا العلاقات بين المساهمين[1].

وعرفت الهندسة المالية بأنها التحول النهائي للمنتج المالي (الموجود) لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دوراً في تغير أوضاع السوق المالي[2].

ولقد عرفت الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE*) الهندسة المالية بأنها عملية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة، ولاستغلال الفرص المالية. فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات[3].

الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه قد يبدو حديثا نسبيا من حيث المصطلح والتخصص. يعرف بعض الباحثين الهندسة المالية بأنها[4]: التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصيانة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل. وهو بذلك يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة[5]:

- ابتكار أدوات مالية جديدة، مثل بطاقات الائتمان.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.

---

[1] - Perry H.beaumont, Financial Engineering Principles, John wiley, Canada, 2004, P.241.

[2] - Fabozzi, F. J., Bond Markets: Analysis and Strategies, 3rd end, Prentice – Hall International, 1996, P.3.

* - (IAFE): International Association of Financial Engineers.

[3] - قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 2، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 10.

[4] - Finnerty, J. D, Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, Financial Management, Vol. 17, no. 4, 1988, P.56-59.

[5] - سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظريات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، نسخة منقحة (ربيع الأول 1425هـ-أبريل 2004)، بيت المشورة للتدريب، الكويت، ص 5.

• ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلاؤم الظروف المحيطة بالمشروع.

والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. ولذا فلابد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق مالا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيه.

إذا نظرنا إلى الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية فيمكن القول بأن: مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبليات...، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات[1].

أما من وجهة علاقة الهندسة المالية بالمؤسسة ورأس مالها فيمكن القول أن: الهندسة المالية منهج لفهم طبيعة المؤسسات وبيئتها، ثم تطويرها لخدمة رأس المال بأوسع معانيه[2]. فهي تشير إلى جميع العمليات على رأس المال الاجتماعي المتعلقة بإنشائه، احتجازه وتوزيعه، وتنظيمه وتحويله[3].

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج ما يلي: أن الهندسة المالية هي ذلك الابتكار والإبداع المالي، والتي تتضمن الأدوات والعمليات المالية وتقدم حلول للمشكلات المالية، والهندسة المالية تصميم وتطوير لأدوات وآليات مالية، إذن الهندسة المالية فن يمكن ممارسته إذا توفرت المعرفة في مجال الإدارة المالية، فالتأجير التمويلي والتشغيلي، وبيع الأصول ثم إعادة تأجيرها، السهم الممتاز وتقسيم الأسهم، والتوزيعات في صورة أسهم، كل هذه يعتبر هندسة مالية. كما تتضمن الهندسة المالية عدة أنواع من الأنشطة: (ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان، ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف، كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارية الالكترونية، ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلاؤم الظروف المحيطة بالمشروع). والابتكار يعني أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

ومن كل ما سبق ذكره نتوصل إلى أن الهندسة المالية هي إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر.

---

[1] - Liew Soon Bin, **Hierarchical Volume Visualization for Financial Data,** School of Computer Engineering, Singapore (www.cs.usyd.edu.au/~vip2000/poster/bin_vis.doc), 2014/08/02 تم التحميل من الموقع بتاريخ.

[2] - Kamel Eddine Bouatouata, L'ingénierie Financière ou L'application de L'art de L'ingénieur a L'univers de la Finance, Edition Grand-Alger Livres, Alger, 2006, P.21.

[3] - Ibid, P.22.

الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية

في بداية الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت الاستعانة ببعض الأكادمين من ذوي الشهرة الذائعة من أمثال Fisher Blac و Richard Roll لتطوير منتجات أسواق المال Financial Market Prod وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زاد الاستعانة بالأكاديميين، وكثيرا من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات عالمية متقدمة في العلوم، حتى أنه أطلق عليهم (العلماء الصواريخ) Rocket Scientists، ومن المثير أن بورصة وول ستريت كانت تحاول أن تعبث بالعالم بابتكارات رياضية، ولكنها عديمة الفائدة، ومع ارتفاع كفاءة السوق لم يعد الخداع ممكنا في المدى الطويل[1]. وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية اسما أكثر استساغة، وهو الهندسة المالية Financial Engineering، وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية، وبينما كانت المخاطر دائما حاضرة، فإن تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة.

ويؤكد صاحب موسوعة المشتقات (Chance) أن وول ستريت قد استفادت كثيرا من البحوث التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، وأن تطور الحاسب الشخصي قد أدى دورا خطيرا في تقدم مجال الهندسة المالية. وعلى الرغم من أن المهندسين الماليين يعملون غالبا في مؤسسات مالية، إلا أن ممارسة الهندسة المالية ليست ذو جانب واحد وذلك أن المؤسسة المالية قد تطور منتجا جديدا، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها، وهؤلاء إما شركات، أو صناديق استثمار، أو مؤسسات حكومية، ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقويم هذا المنتج توطئة لشرائه، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في الهندسة المالية، ولذلك فإن الهندسة المالية يجب أن تصبح يوما جزءا مهما ورئيسيا في قاعدة المعلومات لمن يشغلون وظائف الإدارة أو يشتغلون بالاستثمار.

الفرع الثالث: ظواهر وأسباب بروز الهندسة المالية

1- **ظواهر بروز الهندسة المالية:** يمكن تلخيصها في الظواهر الأربعة التالية[2]:

1- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق، وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل؛

2- إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقا لتفضيلات المستثمرين للمخاطر. باختصار نشير إلى أن منشآت الأعمال تتعرض لأربع أنواع من المخاطر المالية وهي: مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التقلب في أسعار الأسهم (حقوق الملكية) ومخاطر أسعار السلع. ومشكلة المخاطر ليست في حجمها، ولكن في كونها تحدث دون توقع، ولا تخرج أدوات إدارة المخاطر عن ثلاث: إما بالعمل على تخفيضها بالتخلص من مصدر الخطر بالبيع، أو التنويع، أو التأمين ضد المخاطر؛

3- تطوير أدوات المراجحة بين الأسواق (Arbitrage)، مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.

---

[1]- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية - دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص 92-93.

[2]- نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، العدد 269، جويلية 2002، ص 32.

4- تعدد وتنوع استراتجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار (خاصة المشتقات المالية).

2- **أسباب ظهور الهندسة المالية:** إن من بين أهم العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية على أرض الواقع ما يلي[1]:

- **الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:** تقوم الوساطة المالية من بنوك وشركات تأمين وشركات استثمار وسماسرة...، عموما بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدات العجز المالي. ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظريا، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوساطة المالية. ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة. ورغم ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوساطة المالية بصورها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموما. ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وساءل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

- **تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:** مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذه السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء. ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى وصول المعلومة المرسلة. ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات، فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكن مبتكرو الأوراق والأدوات المالية ومصمموها من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة، وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

- **ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأوراق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة، والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموما نحو درجات عالية من تجويد (الجودة) الخدمات للعملاء وتقديمها. ولذلك نجد أدوات أو وسائل مالية مثل (تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبيا مثل إعادة تمويل القروض، ويمكن تلخيص الأسباب المباشرة لنشأة هذه الأدوات الجديدة فيما يلي:

✓ أن هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة الفاعلة.

✓ عن طريقها يمكن خلق أنواع جديدة من الأوراق المالية، وبذلك يمكن مقاسمة المخاطر بطرق جديدة وإلى أبعاد جديدة.

---

[1]- الطلي أبو ذر محمد أحمد، الهندسة المالية: الأبعاد العامة والأسس للتمويل الإسلامي، مجلة المقتصد العدد17، مجلة فصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، سبتمبر 1996 ص 11.

✓عن طريقها يمكن التغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في دولة دون الأخرى.

- **زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة:** أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جدا، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع. وكنتيجة لذلك أصبح من الممكن إنتاج عقود مالية حسب الطلب وبتكاليف معقولة، بشكل يشمل تشكيلة واسعة من الحاجات الاستثمارية والحاجة إلى إدارة المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال، الحكومات وحتى قطاع العائلات[1].

-**زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها**[2]: لقد أصبحت التقلبات في الأسعار (أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم وأسعار السندات) خاصة بعد التوجه العالمي لتقويم أسعار الصرف وكذا رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال، والتحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات تركز على المعرفة، كل ذلك أدى إلى التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي ككل، مما شكل خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها وترتب على ذلك بالتبعية ضرورة إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية، وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق المالية للأوراق النقدية وفي أسواق رأس المال، وكذلك الأسواق الجديدة.

المطلب الثاني: مجالات ومسؤوليات الهندسة المالية، فوائدها، مخاطرها وآثارها

الفرع الأول: مجالات الهندسة المالية

تغطي الهندسة المالية المجالات الآتية[3] :

- تصميم وتشغيل ومراقبة التوقعات النقدية وشبه النقدية، باستخدام الأدوات الكمية والكمبيوتر والنماذج الاقتصادية والمحاسبة لاتخاذ القرارات المثالية؛
- الخدمات المالية بالبنوك، ومؤسسات الادخار والإقراض؛
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد، وإعداد المخطط المالي القانوني؛
- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية، والمجال المالي القانوني؛
- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين؛
- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية-الخاصة والعامة- المحلية والدولية- لغرض الربح أو لغير ذلك.

---

[1] - عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع حول اتجاهات عالمية (الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي)، المنعقد بجامعة الكويت كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، خلال فترة 15-16 ديسمبر 2010، ص 6.

[2] - شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص 30-31.

[3] - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999/1998، ص 226.

يضع فينرتي Finnerty إطار محددا للهندسة المالية Financial Engineering. فهي تعني بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية، وفي ظل هذا الإطار يتحدد نطاق الهندسة المالية بثلاث مجالات رئيسية[1]:

المجال الأول: يتمثل في ابتكار أدوات مالية جديدة، مثال ذلك تقديم أنواع مبتكرة من السندات أو الأسهم الممتازة والعادية وعقود المبادلة، التي تغطي احتياجات منشآت الأعمال.

المجال الثاني: فيتمثل في ابتكار عمليات مالية جديد من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات، مثال ذلك التسجيل من على الرف Shelf Registration، والتداول الالكتروني للأوراق المالية، وابتكار فكرة سمسار الخصم Discount Brokerage. هذا فضلا عن الأساليب المبتكرة للاستخدام الكفء للموارد المالية، وأخيرا يأتي المجال الثالث.

المجال الثالث: المتمثل في ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال، مثال ذلك ابتكار إستراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار، أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منشآت الأعمال للتغلب على مشكلات قائمة، ومن الأمثلة على ذلك عملية تحويل الشركة من نمط المساهمة إلى نمط الملكية الخاصة، وتنمية إستراتيجيات دفاعية تستخدمها إدارة المنشأة في مواجهة محاولات السيطرة العدوانية من أطراف أخرى.

وتجدر الإشارة إلى أن الخلق والإبداع الذي تحققه الهندسة المالية، لايقتصر على المنتجات الجديدة التي تقدمها بل يمتد كذلك إلى محاولات تطويع أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال[2]، فالأنواع المستحدثة من عقود المبادلة، التي تمثل امتداد لعقود المبادلة الأساسية بما فيها عقود مبادلة القروض بحقوق الملكية، والتي تستخدم كأداة تحد من فرص تعرض الدولة لمخاطر التوقف عن السداد، هي الأخرى من منتجات الهندسة المالية، وإصدار البنوك أنواع من السندات تضيف المزيد من الحماية لأموال المودعين هي الأخرى هندسة مالية، أما القوة الدافعة لتلك الابتكارات التي حملتها لنا الهندسة المالية فهي: الحاجة، إضافة إلى التشريعات المسيرة.

الفرع الثاني: مسؤوليات الهندسة المالية، فوائد ومخاطر تطبيقها

1- **مسؤوليات الهندسة المالية:** تتجلى مسؤوليات الهندسة المالية فيما يلي[3]:

- التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية، وتقييم الاحتياجات الرأسمالية وزيادة رأس المال)؛
- إدارة هيكل الأصول (النقدية، محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق، وأوراق القبض والمخزون، والآلات والأصول الثابتة الأخرى)؛
- إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل، ونسب رأس المال للاقتراض)؛

---

[1]- Finnerty, J. D. (1988), op.cit, P.14-33.

[2]- Marshall. J, And Bansal.V, Financial Engineering (2nd ed.) .FL: Kolb Publishing Company, 1993, P.3.

[3]- فريد النجار، مرجع سابق، ص 226- 228.

- إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

2- **فوائد تطبيق الهندسة المالية:** توفر المشتقات للمستثمر فيها عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش فرصا واسعة لجني أرباح ضخمة، وذلك بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها، كما توفر له من جانب آخر أداة للتحوط تتيح له حماية نفسه من آثار هذه التقلبات. بمعنى أن بالإمكان استخدام المشتقات المالية كأداة للمضاربة وفي الوقت نفسه أداة للتحوط والتغطية من مخاطر الاستثمارات، والتي تنشأ عادة إما من تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية. كما أن استعمال أدوات الهندسة المالية يحقق العديد من الايجابيات مثل تقليل كلف المصدرين والماسكين لهذه الأدوات، وتوسيع بدائل الاستثمار والتمويل وتدعيم قوة المؤسسات المالية من خلال توسيع نطاق الخدمات المقدمة للزبائن[1].

3- **مخاطر تطبيق الهندسة المالية:** إن التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية يؤدي إلى مخاطر جسيمة وإفلاس للشركات وتدهور أسواق المال، وإذا كانت المخاطرة عنصرا يلازم الاستثمار أيا كان مجاله فهذه المخاطرة تبلغ أوجها لدى الاستثمار في المشتقات المالية بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل[2].

الفرع الثالث: الآثار الاقتصادية للهندسة المالية

إذا من التعاريف السابقة للهندسة المالية وخاصة تعريف finnerty تم التوصل إلى أن الهندسة المالية هي نفسها الابتكار المالي، وفيما يلي نورد الآثار الاقتصادية للابتكار المالي[3]:

ربما كان منسكي من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية. يرى منسكي أن أدوات السياسة النقدية، مثل نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة، سوف لا تجدي كثيرا على المدى المتوسط نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، على سبيل المثال استخدمت المؤسسات المالية عمليات (إعادة الشراء Repurchase Agreements,Repos) لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي، حيث يبيع المصرف سندات حكومية بثمن محدد على أن يشتريها من نفس البائع بثمن أعلى. فهاتان البيعتان في الحقيقة قرض بفائدة تساوي الفرق بين سعر البيع والشراء مع رهن السندات، لكن المصرف لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي نظامي مقابل السيولة التي يحصل عليها. كما يمكن للمصرف الاقتراض من سوق الدولار الأوربية (يورو دولار)، أو اللجوء إلى غيرها من الأدوات والوسائل التي تمكنها من الحصول على السيولة دون حجز احتياطي نظامي. النتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي.

ولعله لهذا السبب قد يساهم الابتكار المالي في عدم الاستقرار الاقتصادي. وذلك أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الابتكار، بحسب تعريفه أصلا، هو خروج عن السائد

---

[1]- هاشم فوزي العبادي، جليل كاظم العارضي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجية الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2012، ص97-98. بتصرف.

[2]- المرجع نفسه، ص100. بتصرف.

[3]- سامي السويلم، مرجع سابق، ص 6-7.

المستقر، ومن ثم سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار. هل يعني هذا أن الابتكار المالي عمل سلبي من الناحية الاقتصادية؟ ليس بالضرورة، وإنما يعني أن الابتكار المالي سلاح ذو حدين. فهو نافع ومفيد حينما يحقق المصالح المشروعة، إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية، ومن ثم يزيد من مستوى الرفاهية، وهذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم استقرار بسب طبيعة الابتكار. لكن إذا خلا الابتكار من هذه الايجابيات، وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية، فسوف يؤدي بطبيعة الحال إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الاقتصادي.

المبحث الثاني: فلسفة، إستراتيجية، المهندسون الماليون وأدوات الهندسة المالية

لقد شبه Robinson الهندسة المالية بالهندسة المعمارية، والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلال استعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية، وإمكانية تصميم وبناء التشكيلات المختلفة باستعمال الأدوات المالية الجديدة، ويقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال إستراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية.

المطلب الأول: فلسفة وإستراتيجية الهندسة المالية

سنحاول التطرق في هذا المطلب إلى الأشياء التي ترتكز عليها فلسفة الهندسة المالية في الفرع الأول، أما في الفرع الثاني فسنتطرق إلى إستراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية، والتي تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقدراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة أخرى، من أجل تحديد الإستراتيجية المثلى للهندسة المالية.

الفرع الأول: فلسفة الهندسة المالية

ترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) والتبادل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد (تبديل أسهم بأسهم، أو سندات بسندات، أو سهم بسندات أو عملة بأخرى، حسب تقلبات وديناميكيات أسواق المال).

ويتم ذلك بغرض تحقيق صافي أعلى قيمة للمشروع في تاريخ محدد، إذن ترتكز الهندسة المالية على[1]:

- إدارة بنود المركز المالي؛
- إدارة المنتجات المالية الجديدة؛

أي أعلى قيمة للمشروع بالتركيز على الاستثمارات المادية والمالية وأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.

---

[1]- فريد النجار، مرجع سابق، ص 223.

ظهر في السنوات الماضية مفهوم جديد في عالم المال بشقية العلمي والأكاديمي، وهو ما يطلق عليه الهندسة المالية، والذي يتيح إمكانية استعمال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية، فمثلا: إن تقسيم العقود الآجلة التي تشتري أو تباع في يوم واحد، وتنويعها إلى صفقات متعددة يؤدي إلى توزيع المخاطر وزيادة العائد.

وبذلك فقد أصبحت الهندسة المالية عملية تطويرية، إذ أنه لا يمكن لأحد أن ينكر الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الاستثمارية بصورة عامة، فضلا عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية. لذا فالهندسة المالية تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة[1].

الفرع الثاني: إستراتيجية الهندسة المالية

لوضع إستراتيجية للهندسة المالية، يتوجب أخذ العناية بالتشغيل الفعال لمصادر واستعمالات الأموال، فضلا عن التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل.

وتركز إستراتيجية الهندسة المالية على[2] :

- تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية قصيرة وطويلة الأجل، أصول متغيرة وأصول ثابتة وحقوق ملكية، والخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل)؛
- تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال وخارج أسواق المال والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص؛
- تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية، مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض، وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى؛
- الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال، في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر؛
- بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والأجل الطويل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة المحيطة.

وتشمل:

أ- إدارة المنظومة المالية اليومية: وتخص الأوراق المالية والنقدية وأوراق القبض وأوراق الدفع والمقاصة، وتبديل السندات والأسهم والفائدة العالية بأقل منها وفروق أسعار العملات، وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود، وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات، بما يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات المالية الخارجية.

---

[1]- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتجية الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 21.

[2]- المرجع نفسه، ص47-49.

ب- إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل: تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل والإدارة المثالية لكل بنود الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد.

ج- إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل: لضمان تمويل الأصول الثابتة (الاستثمارات المادية) من مصادر تمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية، الأسهم العادية والممتازة، الخصوم، القروض الطويلة ومتوسطة الأجل)، فالاستثمارات في الأصول الثابتة كالآلات والمعدلات والأرض والمباني والسيارات وغيرها يحتاج إلى إدارة فعالة في:

- اختيار فرص الاستثمار وقياس العائد؛
- اختيار تكلفة التمويل؛
- تحديد مخصصات الاندثار.

ووفقا لذلك يمكن تحديد مفهوم إستراتيجية الهندسة المالية على أنها: خطة طويلة الأجل تأخذ بالحسبان كافة المقومات الداخلية، من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية، التي تتعدد مداخل أنواعها، وكذلك تأخذ البيئة الخارجية بكل متغيراتها، وبالتركيز أساسا على الجوانب والمؤثرات المالية.

كما أن إستراتجية الهندسة المالية لا ترتكز فقط على إدارة الأدوات المالية خارج المركز المالي، ولكن تهتم أيضا بالإدارة المالية المتكاملة، أي التنسيق بين المنتجات والأدوات المالية داخل وخارج المركز المالي، وأن الهدف هو تحقيق أقصى الأرباح بأقل المخاطر، وتتم السيطرة والرقابة على المخاطر المالية عن طريق، السياسات المالية والمناهج المالية والتكنولوجية الجديدة التي تختارها الإدارة للاستفادة من أسواق المال المفتوحة في العالم، ويحدد هذا التنسيق خط الائتمان وتسعير الخيارات المالية عن طريق:

- أساليب تحديد قيمة محفظة الاستثمار؛
- استخدام مخاطر الائتمان ضمن التوريق (أي الأوراق الجديدة)؛
- اتخاذ قرارات مالية مرحلية، بالاعتماد على الحقائق وقاعدة البيانات لتحديد المزيج المثالي من المنتجات المالية الجديدة (إضافة أو حذف)؛
- استعمال أساليب تحديد القيمة (الدفترية أو السوقية).

وتستعمل الإدارات المالية مقاييس للمخاطر من خارج بنود الميزانية العمومية، مثال المتاجرة بمشتقات الأوراق المالية والمقايضات والخيارات المالية والأدوات المالية الجديدة.

المطلب الثاني: المهندسون وأدوات الهندسة المالية

سنتناول من خلال هذا المطلب، وضمن الفرع الأول المهندسون الماليون، أما في الفرع الثاني سنتحدث عن أدوات الهندسة المالية، وعن دور الهندسة المالية في صناعة المشتقات المالية، أما في الفرع الثالث فسنتطرق إلى المخاطر التي ينبغي هندستها وإدارتها.

الفرع الأول: المهندسون الماليون

كل مجالات الهندسة المالية تتطلب معرفة بالمنتج، وليس مفاد ذلك أن كل المهندسين الماليين ينبغي أن يكونوا على علم بكافة المنتجات المالية. وعلى سبيل المثال[1]، فإن المهندسين الماليين الذين يعملون في أسهم الخزانة للشركات ينبغي أن يكونوا على علم تام بهذه الأدوات، والتي تستخدم لتحقيق أهداف تمويلية، أما المهندسين الماليين الذين يعملون في مجال إدارة المخاطر، فينبغي أن يكونوا ملمين بمنتجات المشتقات المالية، والمهندسون الماليون الذين يعملون في مجال التسويق، ينبغي أن يكونوا على علم تام بالأصول العلمية للتسويق الدولي والمحلي وعادات وتقاليد وأعراف وميول الشعوب الأخرى.

والمهندسون الماليون لا ينتمون إلى بنوك الاستثمار والأعمال فقط، أو البنوك التجارية دون غيرها، ولكن أيضا إلى منشآت الأعمال التي تتاجر في السلع أو في الأوراق المالية، وينتشرون أيضا وعلى وجه الخصوص في جهات البحث والتطوير، ومنهم من يشتغل بالرياضيات والإحصاء، ومنهم من يعمل في المحامات، ولاشك أن تنوع المهندسين الماليين في هذا المجال، يظهر الفرص المتاحة لأصحاب المناهج التحليلية لحل المشاكل والقدرة على إدراك الحلول الخلاقة للمشاكل المعقدة. وقد أنشئ خصيصا لهذه الفئة المتميزة الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين، لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية عام 1992م، وأصبح يضم نحو 2000 عضوا من شتى أنحاء العالم يمثلون الممارسين والأكاديميين، والمهنيين للمحاسبة، والقانون والنظم، والمجتمعات رفيعة المستوى في التقنيات العلمية، كما قام الاتحاد بوضع معايير للصناعة ترتكز على النظرية والتطبيق[2].

الفرع الثاني: أدوات الهندسة المالية

أدى التغيير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في الأسعار والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار العملات، تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وتضم أدوات الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة، وكما هو الحال في مفهوم الهندسة المالية فإن أدواتها أخذت حيزا كبيرا من تفكير الكتاب والباحثين.

يبذل المهندسون الماليون جهودا كبيرة لتلبية احتياجات ورغبات المستثمرين المتغيرة باستمرار، عن طريق تصميم وتطوير وابتكار منتجات مالية جديدة تلبي هذه الرغبات، كذلك فقد ابتكروا ما يسمى بالمشتقات Dérivatives

---

[1] - اتحاد المصارف العربية، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية (العربية)، مطبوعات الاتحاد، 96، ص8.

[2] - سمير عبد الحميد رضوان مرجع سابق، 2005، ص 102.

بأنواعها المختلفة، والتي بدأ استعمالها في أوائل السبعينات، ثم ازداد التعامل بها في نهاية العقد نفسه، وكذا في بداية الثمانينات، حيث نشأت أسواق خاصة بها تشكل حوالي 80% من صفقاتها بالدولار الأمريكي [1].

1- **أنواع أدوات الهندسة المالية:** تضم المشتقات مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها التي تتراوح بين ثلاثين عاما أو أكثر، كما تتنوع هذه الأدوات المشتقة تبعا لدرجة تعقيدها، حيث من المتعارف عليه أن هذه الأدوات ترتبط بعلاقة طردية مع درجة تعقيد طبيعتها لناحية كونها أساسية، أو بسيطة أو هجينة، وتشتمل هذه المشتقات على العقود الآجلة، و العقود المستقبلية، وعقود المبادلة، وعقود الخيارات، أو من إثنين من هذه العقود، وهو ما يصطلح عليه تسمية (مشتقات المشتقات)، مثل عقود المبادلات الخيارية، وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات وسلع حقيقية، أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف، أو سعر الفائدة، أو أوراق مالية من أسهم وسندات أو عملات أجنبية أو حتى تدفق نقدي ما[2].

ومن الجدير بالذكر أن عملية المتاجرة والتداول بهذه العقود، تكون في أسواق الأوراق المالية المنظمة أو في الأسواق الموازية، فالعقود المالية التي يتم التداول بها في البورصات المنظمة تكون شروطها نمطية من حيث أجلها وحجمها وشروط التسليم، أما العقود المالية التي يتم التداول بها في الأسواق الموازية، فإن شروطها تكون مصممة طبقا لاحتياجات المستثمرين، وغالبا ما تحدد هذه العقود نوع السلعة، أو الأدوات المالية وآجالها التي لا تتوافر في سوق آخر.

إن هذه الأدوات المالية الجديدة، والتي هي كما أشرنا إليها بأنها عقود مشتركة ثنائية تعتمد في تقدير قيمتها على عدد من الأصول أو المؤشرات المالية، ويجب أن تتسم بالمرونة حتى تستفيد من الفرص المالية عن طريق:

- اتجاهات أسواق المال؛
- تجديد المنتجات والأدوات المالية؛
- خدمة العميل وجودة الأدوات المالية.

ويتطلب ذلك الرقابة على المخاطر وتوفير الضمانات اللازمة، إذ يجب أن تتسم التسويات المالية باستخدام القيم العادلة ومخاطر الائتمان وأسعار الفائدة الواقية، ومعدلات التضخم وأسعار الصرف المناسبة.

2- **الهندسة المالية والابتكارات المالية:** وإذا ما تحدثنا عن الابتكار فليس بوسعنا أن نتجاهل واحد من أبرز الاقتصاديين الذين ساهموا في إثراء علم الاقتصاد[3]، ويقترن باسمه مصطلح الابتكار، وهو الاقتصادي الأمريكي النمساوي جوزيف شومبيتر صاحب نظرية التنمية الاقتصادية THeory of Economic Devlopment.

والذي دعي إلى الابتكار، والابتكار" عند شومبيتر" إنما يقصد به:

- أن يجلب إلى السوق منتج جديد متميز عن غيره، وله وزنه في الأهمية؛
- تقديم فن إنتاجي متقدم ؛

---

[1] - رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثانية، 2002، ص89.

[2] - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، 2008، ص67-68.

[3] - حمدية زهران، التنمية الاقتصادية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، ص44-45.

•فتح أسواق جديدة.

وعلى الرغم من أن الهندسة المالية قدمت العديد من الابتكارات، لتلبية حاجات المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات في صورة أدوات وآليات مالية جديدة، تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر المالية، إلا أن ما كان بالأمس يمثل حلولا إبداعيا لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة والصرف، لم يعد ملائما وظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات، الأمر الذي أدى إلى أن الصناعة المالية تواجه اليوم انحصارا في الربحية وتدهور في نوعية المنتجات التي تقدمها، وبالتالي لابد من إعادة روح الابتكار والتجديد، وأن السبب الرئيسي وراء ازدهار الأسواق والمؤسسات المالية نسبيا فيما مضى هو المبتكرات المالية ابتداءا من اليورو دولار، واليورو بوند مرورا ببطاقات الائتمان، ثم الشركات متعددة الجنسيات.

المبحث الثالث: عمليات الهندسة المالية

أسهمت الهندسة المالية مساهمة واضحة في تحسين الأداء، وذلك من خلال سرعة تنفيذ العمليات وتخفيض تكلفتها، كل ذلك في الوقت الذي تتحقق فيها المكاسب لكافة الأطراف المعنية، بما يضمن لتلك العمليات المبتكرة الصمود والاستمرار.

المطلب الأول: التسجيل من الرف وسمسار الخصم

سنتناول في هذا المطلب التطرق إلى كل من عملية التسجيل من الرف، وعملية سمسار الخصم في الفرع الثاني.

الفرع الأول: التسجيل من الرف

قد يكون من الملائم في البداية أن نتناول عملية تسجيل أو قيد ورقة مالية معينة بهدف طرحها للاكتتاب العام، وذلك حتى يمكن تقدير قيمة الابتكار الذي توصلت إليه الهندسة المالية في هذا الشأن، ولكي تبدأ المنشأة في طرح أوراقا مالية للاكتتاب العام، عليها أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة (الهيئة العامة لسوق المال)، والتي يقع عليها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها للتداول، ولتحقيق هذا الهدف ألزم القانون المنشأة بتقديم طلب أو صحيفة تسجيل في كل مرة ترغب فيها بإصدار أوراق جديدة، ويقضي التسجيل بتزويد هيئة الأوراق المالية والبورصة ببيانات عن المنشأة المعنية، ومعلومات عن الاتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار المنوط به عملية الطرح، ومن أهم تلك البيانات والمعلومات ما يلي[1]:

- طبيعة نشاط المنشأة وبناءها التنظيمي وهيكلها المالي؛
- أسماء أعضاء مجلس الإدارة، وكبار المديرين وعناوينهم ومرتباتهم؛

[1]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات)، الجزء الأول (التو ريق)، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 224-225.

- سياسة المنشأة في شأن المكافآت، والمنح لأعضاء الإدارة، ونظام مشاركتهم في الأرباح، وما إذا كان هناك أسهم تباع لأعضاء الإدارة من خلال الاختيار الذي يعطي الحق في شراء عدد من الأسهم مستقبلا، بسعر يتحدد عند تقرير حق الاختيار؛

- العقود المبرمة مع المقاولين من الباطن، أو مع مكاتب استشارية أو غير ذلك؛

- ميزانيات وقوائم دخل معتمدة من المراقب المالي، وذلك عن عدد من السنوات؛

- نسخة من عقد تأسيس المنشأة ولوائحها، ونسخة أيضا من العقد المبرم مع بنك الاستثمار؛

- الأوراق المالية التي سبق إصدارها، والمزايا الخاصة التي يتمتع بها حملتها؛

- الشروط والمزايا التي سوف يتمتع المستثمر بها، في حالة شرائه للورقة المالية محل الإصدار؛

- الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع للجمهور، والسعر المحدد للبيع للفئات الخاصة كالملاك الحاليين للمنشاة؛

- أي معلومات أخرى ترى اللجنة ضرورة تزويدها بها.

ويطلق على الجزء الأول من طلب أو صحيفة التسجيل بالمنشور، وهو يتضمن معظم البيانات سالفة الذكر ويعد خصيصا للتوزيع على المستثمرين المحتملين، وذلك من خلال بنك الاستثمار، وينص القانون على أن لا يتم توزيع المنشور أو إصدار الأوراق محل التسجيل قبل مضي عشرين يوما، حيث تقوم خلالها هيئة الأوراق المالية والبورصة بمراجعة البيانات التي يحتويها، واعتماده بعد التحقق من سلامة ما به من معلومات[1]، وإذا لم يتم إخطار المنشأة أو بنك الاستثمار برد اللجنة بعد انتهاء المهلة المذكورة يعد ذلك بمثابة موافقة ضمنية، ومع هذا قد تمتد تلك الفترة في ظروف معينة لعدة شهور قبل الحصول على الموافقة.

ولنا أن نتصور الجهد والوقت والتكلفة التي تصاحب توفير تلك البيانات، في كل مرة ترغب فيها المنشأة في إصدار المزيد من ورقة مالية ما، هذا فضلا عن فترة الانتظار حتى تعطي هيئة الأوراق المالية والبورصة كلمتها، وعادة ما يتحدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة في إجراءات التسجيل، وذلك حتى يتم التسعير وفقا لأحدث المعلومات المتاحة، وإذا ما كان تقدير السعر سليما والظروف الاقتصادية مواتية والمركز المالي للمنشأة المعنية قوي والمنشأة معروفة ولها تاريخ، حينئذ يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة بل وربما في بضع ساعات.

1- **مزايا التسجيل على الرف:** إلى جانب كونه يسهم في تخفيض نصيب الورقة الواحدة من تكلفة الإصدار سيسهم التسجيل من الرف في تخفيض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع وهو تخفيض من شهرين أو أكثر إلى بضعة أيام[2]، كما يخلق منافسة أشد بين بنوك الاستثمار الراغبة في تولي شؤون الإصدار، نظرا لضخامة حجمه.

يضيف جتمان وزملائه، ميزة أخرى وهي أنه[3]: إذا لم تستطع المنشأة توزيع الكمية المصدرة، فإنه يمكنها الانتظار ثم تحاول ثانيا وثالثا... إلى أن تنتهي من توزيع الكمية كلها، أو حتى تنتهي المدة المحددة في طلب التسجيل

[1]- Santomero. A, and Babbel. D, Financial markets, Instruments, And Institutions, Irwin, 1997, P.440.
[2]-Van Horne.J, Financial Innovations and Excesses, Journal of finance, (July 1985), P.575.
[3]- Gitman. L, Joehnk. M, And Pinches. G, Financial Management. N.Y: Harper and Raw, 1985, P.855.

والتي تصل إلى عامين، هذا فضلا عن استطاعتها تحديد توقيت الإصدار خلال الفترة المحددة بما يتناسب مع حاجتها لموارد مالية إضافية، واغتنام الفرص المواتية للطرح دون انتظار.

وعلى الرغم من تلك المزايا فقد لوحظ تخلي بعض المنشآت عن استخدامه، أما السبب فهو اضطرارها إلى بيع الإصدار بسعر منخفض نجم عنه خسائر فاقت الوفرات في التكاليف الثابتة المصاحبة له، ولكن لماذا ينخفض سعر السهم في ضل هذا النوع من التسجيل؟

في ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لإدارة المنشأة، قد ينظر هؤلاء المستثمرين إلى قرار التسجيل من الرف على أنه، إجراء يقصد منه أن تكون المنشأة مستعدة على الدوام لاستغلال فرص ارتفاع سعر السهم عن قيمته العادلة، لتقوم بطرح المزيد من الأسهم للاكتتاب، وإذا ما تمكنت المنشأة من تصريف الإصدار كله عند هذا السعر، تكون بذلك قد حققت هدفها، ومن ناحية أخرى إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن قيمته العادلة قبل أن تنتهي من تصريف الإصدار كله، فسوف تتوقف وتترقب إتاحة الفرصة مرة أخرى.

الفرع الثاني: سمسار الخصم

نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة، بهدف تخفيض تكلفته، بعدما كان يضاف إلى قيمة الصفقة التي تجرى بين المتعاملين من غير أعضاء البورصة، عمولة تحدد طبقا لجدول يوضح حدا أدنى لها حيث في ذلك الوقت كانت معظم الصفقات تبرم لصالح مستثمرين أفراد، وبظهور المؤسسات المتخصصة في الاستثمار، مثل هيئات استثمار أموال المعاشات، وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، زاد حجم الصفقات في الوقت الذي لم يطرأ فيه على العمولة أي تغيير، فالصفقة مثلا التي تنطوي على 500 سهم يدفع عنها عمولة تبلغ خمسة أضعاف الصفقة التي تنطوي على 100 سهم، أي دون أن تكون لاقتصاديات الحجم الكبير أي أثر على مقدار العمولة .

إن هذه الصياغة البديلة لنشاط السمسرة هي سمسار الخصم، الذي يقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعدا أكثر خدمات السمسرة تكلفة، وهي تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء في شأن قرارات الاستثمار، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء، ويعد هذا النوع من السمسار ملائما لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم، دون الحاجة لسمسار يساعدهم في الاختيار أو في توقيت القرار.

ولإعطاء فكرة عن مدى ضآلة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السمسارة، قد يكون من الملائم الإشارة إلى الخدمة الكاملة التي يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة، والتي تحصل في مقابلها على عمولة كاملة تتمثل تلك الخدمات في[1]: حفظ وحماية محفظة العميل وتوفير المعلومات، وتقديم خدمة الاتجار، وتقديم التسهيلات الائتمانية، وتقديم النصح

[1] - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 234.

والمشورة، إلى جانب خدمات أخرى إضافية، ومن المؤكد أن صغار المستثمرين قد لا يحتاجون إلى خدمة المتاجرة أو التسهيلات الائتمانية، بل وقد لا يحتاج بعضهم لخدمة الحفظ والحماية، أو حتى خدمة النصح والمشورة.

1- **الحفظ والحماية:** توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ مستند ملكية الأوراق المالية المملوكة للعميل، ومن ثم لا يكون في حاجة إلى تأجير أو شراء خزائن خاصة، كما لن يكون في حاجة إلى نقل تلك الأوراق من وإلى بيت السمسرة، الذي يتعامل معه في كل مرة يرغب فيها إتمام صفقة شراء أو بيع، إن الاحتفاظ بمستندات الملكية لدى بيت السمسرة يلقي عليه أعباء إضافية مثل تحصيل العوائد من توزيعات وفوائد.

2- **توفير المعلومات:** توفر بيوت السمسرة للعميل أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها، وذلك وفقا لتقرير خبراء متخصصين.

3- **خدمة الاتجار:** من بين الخدمات الأخرى التي تقدمها بيوت السمسرة، هي العمل كسوق متنوعة للاتجار، إذ يمكن للعميل أن يعتمد عليها ليس فقط في بيع وشراء الأوراق المالية بأنواعها المختلفة، بل وأيضا في المضاربة في سوق السلع.

4- **التسهيلات الائتمانية:** كذلك تقدم بيوت السمسرة ذات الخدمة الشاملة تسهيلات ائتمانية، متمثلة في الشراء الهامشي، والبيع على المكشوف.

5- **النصح والمشورة:** تقدم بيوت السمسرة كذلك النصح والمشورة لعملائها، بشأن قرارات الاستثمار، وما قد ينطوي عليه ذلك من عمليات بيع وشراء للأوراق المالية، وقد يصل الأمر إلى قيام بيت السمسرة بإدارة محفظة العميل، واتخاذ قرارات نيابة عنه، يحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة المحدودة في شؤون الاستثمار.

6- **الخدمة الإضافية:** من أمثال الخدمات الإضافية للسلع التي تعرضها بيوت السمسرة على عملائها بأسعار رمزية والهدايا التي يمكن أن تقدمها لهم، هذا إلى جانب تهيئة أماكن مجهزة بكافة التسهيلات للعملاء عند زيارتهم لبيت السمسرة، وبالنسبة للهدايا تقضي التشريعات في بعض الدول أن لا تزيد قيمتها عن مبلغ معين، غير أنه أمكن لبيوت السمسرة التحايل على ذلك خاصة بالنسبة لكبار العملاء، حيث يتم ذلك بتقديم هدايا من النوع آخر مثل إقراضهم السيارات لعدة شهور، وتقديم مشروبات مرتفعة الثمن ومأكولات خفيفة، وغير ذلك من الخدمات المحببة التي يمكن أن تقدم للعملاء عند زيارتهم لمكاتبها.

إن المهام والوظائف التي يقدمها سمسار الخصم يضطلع بها موظفون يعملون لديه، ولا يحصلون على عمولة بل على مرتب ثابت، ومع زيادة حجم العمليات ينخفض نصيب السهم من التكلفة، بما يعني أنه رغم انخفاض قيمة العمولة إلا أن الفرصة مازالت قائمة لتحقيق الربح، كما تمكنت المؤسسات المالية التي لا تحتاج لخدمة السمسرة الكاملة من تحقيق وفرات في التكاليف، وذلك بشراء نوعية الخدمة التي هي في حاجة إليها، والبنوك التجارية وجدت في سمسار الخصم ضالتها المنشودة، للتخلص من القيود القانونية التي تمنعها من تقديم خدمة السمسرة لعملائها، وفق هذا وذاك تحسين سيولة السوق نتيجة لانخفاض تكلفة المعاملات التي تمثل عمولة السمسرة نسبة كبيرة منها.

المطلب الثاني: البيع على المكشوف، الشراء الهامشي والمتاجرة بالحزمة

هذا المطلب خصص لـ(عملية البيع على المكشوف، وعملية الشراء الهامشيي، وعملية المتاجرة في الحزمة).

الفرع الأول: البيع على المكشوف

البيع على المكشوف هو أيضا من منتجات الهندسة المالية، إن الأصل في المعاملات أن تشترى الورقة المالية أولا ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد، وتتحقق بعض الأرباح، غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقوم بها المضاربون، وفيه تباع الورقة أولا ثم تشترى فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، وكما يبدو أن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة.

وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أن عملية البيع قد تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة، لذا يمكن أن نطلق عليه جواز البيع على المكشوف[1]، الذي يقوم على فكرة الرفع المالي أيضا، هذا ولا يقتصر هذا النوع من المعاملات على فئة معينة من المتعاملين، بل يمكن أن يمارسه مستثمر تربطه علاقة قوية مع أحد بيوت السمسرة.

وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات، أنه يتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة مثال على ذلك الأسهم العادية، ولكن من أين له أن يحصل على تلك الأسهم لكي يبيعها على المكشوف، فهو يلجأ إلى السمسار ليقترضها منه، وبالتحديد من مخزون الأسهم المسجلة باسمه، كما يمكن أن يقترضها السمسار لحساب العميل من أحد تجار الأوراق المالية، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم، على اعتبارها رهن مقابل الأسهم المقترضة. وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف، أي اقتراض الأسهم محل الصفقة، قابل للاستدعاء من أي من الطرفين في أية لحظة يبدي فيها رغبته في ذلك، وإذا ما كانت الرغبة من طرف المقرض يصبح لزاما على المقترض رد الأسهم إما بشرائها من السوق، أو باقتراضها من شخص آخر، وذلك في خلال 24 ساعة، وعادة ما يلعب السمسار دورا في هذا الشأن، إذ يقوم بنفسه بالبحث عن طرف آخر يقترض منه ذات الأسهم لحساب العميل. وهي مسألة لا تستغرق وقتا ولا تخرج عن كونها استبدال مقرض بمقرض آخر.

وإذا ما تحققت توقعات المستثمر، وانخفضت أسعار الأسهم محل الصفقة، حينئذ يمكن للعميل إقفال حسابه لدى السمسار، يتم ذلك بإصدار أمر للسمسار لشراء الأسهم من السوق بالسعر السائد، وتسليمها للمقرض (سواء كان السمسار نفسه أو شخص آخر) على أن يحصل (أي البائع) على قيمة الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء الذي يمثل عائدا خالصا له، وذلك بعد دفع عمولة السمسرة بالطبع، ويوضح الشكل التالي ملخصا لإجراءات صفقة البيع على المكشوف وتصفيتها[2]، على فرض أن الصفقة تتضمن 100 سهم، بيعت على المكشوف بسعر 50 جنيه للسهم، وأعيد شراؤها عندما انخفض سعر السهم إلى 40 جنيه، وبشراء الأسهم يمكن حينئذ إعادتها إلى مقرضها

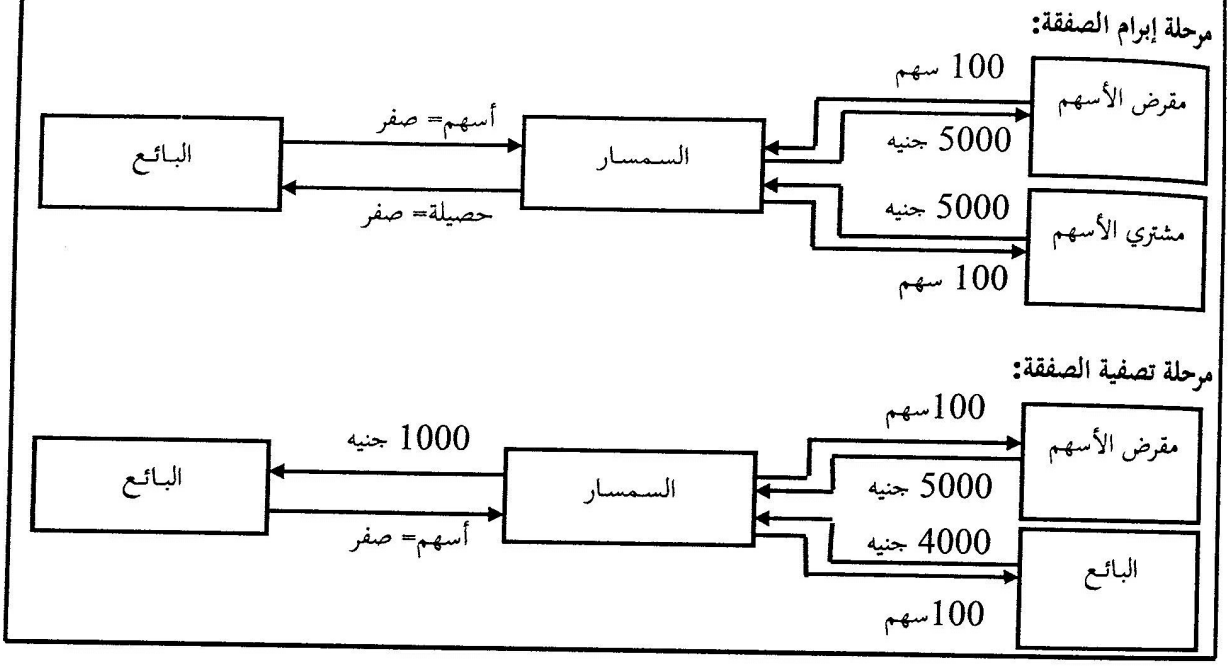
---

[1] - منير إبراهيم هندي، أساسات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، 2002، ص 114 .

[2] - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 151.

والحصول على قيمة الرهن (5000 جنيه) الذي يطرح منه قيمة شراء الأسهم (4000 جنيه)، لتنتهي العملية بربح إجمالي قدره (1000 جنيه).

الشكل رقم (08): إبرام وتصفية صفقة البيع على المكشوف



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات)، الجزء الأول (التو ريق)، منشأة المعارف الإسكندرية، 2002، ص251.

استطاع المستثمر أن يحقق أرباحا دون استثمار يذكر، فكل ما يستثمره هو هامش مبدئي يودعه لدى السمسار، ويتعرض المستثمر وهو عادة من المضاربين للمخاطر، ولكنها مخاطر ترتبط بصفقة واحدة وعلى سهم واحد، في حين أن المضارب يبرم العديد من الصفقات على أسهم متنوعة، أي أنه يتعامل في محفظة من عمليات البيع على المكشوف، والتنويع من شأنه دائما أن يقلل من حجم المخاطر، يضاف إلى ذلك إلى أنه إذا ما أدرك أن سعر السهم في إحدى الصفقات قد ذهب في اتجاه مغاير لتوقعاته (ارتفع سعره بعد عملية البيع على المكشوف). حينئذ يمكنه إقفال مركزه، أي شراء السهم من السوق وإعادته إلى المقرض، والمقرض يدخل في تلك الصفقات رغم أنه لا يحصل على عائد محدد مقابل القرض الذي قدمه، لأنه يستبدل الأوراق المالية بأموال سائلة، تتمثل في قيمة الرهن، الذي يمكن استثماره وتحقيق عائد من وراء كل ذلك، في الوقت الذي يستطيع فيه استدعاء الأسهم خلال 24 ساعة من طلبها، أما حقه في التصويت فليس له قيمة، فالمقرض إما سمسار أو تاجر يشتري الأوراق المالية بهدف إعادة بيعها، وليس بهدف الاستثمار الطويل الذي فيه لحق التصويت قيمة.

إن عملية البيع على المكشوف من شأنها أن تزيد من عرض الأسهم، مما قد يؤدي إلى انخفاض أسعارها. وتزداد حدة الانخفاض لو أن عملية البيع على المكشوف قد أجريت في وقت يتجه فيه سعر السهم نحو الانخفاض

سد المشرع الأمريكي تلك الثغرة، وذلك بالنص على عدم إبرام تلك الصفقات إذا كان سعر السهم الذي تبرم عليه الصفقة في اتجاه نزولي.

الفرع الثاني: الشراء الهامشي[1]

إن الشراء الهامشي منتج من منتجات الهندسة المالية، ويقصد بالشراء الهامشي (التمويل النقدي الجزئي للمشتريات): سداد جزء من قيمة أمر الشراء نقدا، بينما يسدد الباقي بقرض بضمان الأوراق محل الصفقة، لذا يطلق عليه بالشراء الهامشي Margin Bugin وتمثل قيمة المدفوعات النقدية هامش مبدئي Initial Marginal لصفقة الشراء والذي يتم حسابه على النحو التالي: نسبة الهامش المبدئي(هـ):

$$هـ = \frac{ح}{ق}$$

$$= \frac{ق - ر}{ق}$$

$$= \frac{ر - (ن \times س)}{ن \times س}$$

حيث:

ح: تمثل حقوق الملكية أي المبلغ الذي سيدفعه العميل من أمواله الخاصة؛

ق: القيمة السوقية للورقة المراد شرائها سهما كانت أو سند؛

ر: تمثل قيمة القرض المطلوب الحصول عليه؛

ن: تمثل عدد الأوراق محل الصفقة؛

س: تمثل السعر الذي ستشتري به الورقة.

وفي ظل هذا النوع من المعلومات يفتح العميل حسابا للهامش لدى بيت السمسرة، وبمقتضى اتفاق خاص يقوم السمسار بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش، على أن توضع الأوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض، كما يتم تسجيل الأوراق المشترات بإسم بيت السمسرة، وليس بإسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه، هذا وعادة ما يحدد البنك المركزي نسبة الهامش، ويجوز لإدارة السوق زيادتها، كما يمكن لبيت السمسرة أن يطلب نسبة تفوق النسبة التي حددتها إدارة السوق.

وكما يبدو، فإن القيمة النقدية التي يدفعها العميل المتمثلة في الهامشي المبدئي، هي في حقيقة أمرها هامش أمان للسمسار، فلو أن قيمة الصفقة 1000 جنيه بينما دفع منها 600 جنيه نقدا، فإن هذا يعني هامش أمان معدله 60%، بمعنى أنه إذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة بتلك النسبة، يضل السمسار قادرا على استرداد قيمة القرض 400 جنيه من حصيلة بيع الأوراق التي تحت يده، والمسجلة باسمه، ويطلق على هذا النوع من القروض بالقروض التي يمكن استدعـــــاؤها Call Laon على أساس أن البنك يمكنه المطالبة باسترداد قيمة القروض في أي وقت يشاء، هذا ويدفع السمسار للبنك معدل فائدة يساوي تقريبا معدل الفائدة فيما

---

[1]- منير إبراهيم هندي، أساسات الاستثمار في الأوراق المالية، 2002، مرجع سابق، ص 109- 111.

بين البنوك، أما سعر الفائدة الذي يدفعه العميل للسمسار فيزيد عن سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك بما يتراوح بين 5% و 6% بمتوسط قدره1% تقريبا، وتمثل هذه الزيادة عائدا إضافيا للسمسار.

وبالتالي فالشراء الهامشي هو قيام العميل بتمويل جزء من الصفقة نقدا من أمواله الخاصة، والباقي بقرض يحصل عليه من السمسار، الذي ربما يقترضه بدوره من بنك تجاري، ويمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة، والذي يمثل غطاء لحماية المقرض، فالشراء الهامشي يتيح الفرصة للمستثمر أن يغتنم فرصة ملائمة لسعر الورقة المالية، وذلك بشراء كمية منها تزيد عن موارده الذاتية، بحيث يحدث هذا بفضل القرض الذي يحصل عليه المستثمر تدعيما لموارده المالية، وذلك بدلا من استعمال الموارد الذاتية لشراء قدر أقل من الأسهم المعنية، ثم الحصول على القرض بضمانها في وقت لاحق، واستخدام حصيلته في شراء المزيد منها.

كما أن الشراء الهامشي هو أداة لضبط حركة السوق، يمكن لإدارة السوق أن ترفع من نسبة الهامش نظرا لارتفاع مستويات الأسعار وزيادة المضاربة، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة في تمويل الشراء النقدي الجزئي لتضعف سيولة السوق، بما يضع حدا للمضاربة، والعكس يمكن زيادة نسبة الهامش في حالة ركود في السوق.

كذلك إن استمرار منتج الهندسة المالية مرهون بكونه يحقق المكاسب لكافة الأطراف، فالمستثمر يحصل على قرض لتدعيم موارده المالية بما أتاح له اغتنام فرصة مواتية، وقد يحصل على القرض بسعر فائدة أفضل، وبالتالي فهو يبرم صفقة تفوق موارده الذاتية يعني تحقيقه لأرباح أكبر، على أساس أن العائد المتولد عن استثمار الأموال المقترضة يفوق تكلفة تلك الأموال، (استخدام موارد محدودة في الحصول على قرض يدعم المركز المالي للمستثمر)، والبنك سوف تتاح له فرصة لاستخدام موارده في تقديم قروض مضمونة بالأوراق المالية ذاتها، وبنظام يوفر له الحماية إذا ما انخفضت قيمة الصفقة التي ساهم القرض في تمويلها، والسمسار لا خوف عليه، فهو يحصل على عمولة السمسرة إضافة إلى الفرق بين سعر الفائدة الذي يدفعه للعميل، وسعر الفائدة الذي يدفعه السمسار للبنك، كذلك أتيحت له الفرصة لضبط حركة الأسعار في السوق، فإذا ما ارتفعت الأسعار دون مبرر، تستطيع البورصة إعادة رفع الهامش، وفي حالة الركود يمكن للبورصة الإعلان عن تخفيض الهامش، كل الأطراف سعداء وهو الشرط الأساسي لاستمرار منتجات الهندسة المالية.

الفرع الثالث: المتاجرة بالحزمة

كانت المتاجرة في أسواق رأس المال، حتى عهد قريب تجري على أسهم فردية، بمعنى أن أمر الشراء أو أمر البيع لا يتضمن سوى أسهم منشأة معينة دون غيرها، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية، وقدمت منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة Pakage Trading، متاجرة البرنامج Program Trading، حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة، هذا الأسلوب في المتاجرة كما يبدو أنه يناسب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، ومن بينها بالطبع صناديق الاستثمار، حيث يصبح مضيعة للوقت والتكلفة في

أحيان كثيرة، حيث يكون التعامل على أساس سهم بسهم، أي بالأسلوب التقليدي الذي كان سائدا قبل عام 1975م[1].

فقد تلجأ المؤسسة المالية، عندما تعتزم تغيير التشكيلة التي تتكون منها محفظة الاستثمار، أو في حالة الإدارة القائمة على المحفظة، في ظل رغبة الإدارة الجديدة في إتباع إستراتيجيات استثمارية تستلزم تغيير مكونات المحفظة الحالية كلها أو جزء كبير منها، كما يتم اللجوء إليها في حالة توفر موارد مالية إضافية، أو في حالة سحب جزء من الموارد المالية المتاحة، ففي الحالة الأولى ينبغي شراء تشكيلة جديدة من الأسهم، و في الحالة الثانية ينبغي التخلص من جزء من التشكيلة القائمة بما يحافظ على نسبة الموارد المستثمرة في كل سهم داخل التشكيلة.

ويضيف قروسمان[2]، إمكانية استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم، قد تعمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، وذلك في مقابل زيادة نسبة السندات، هذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تسهم في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس، لتبدو وكأنها أداة مساعدة للتغطية ضد المخاطر.

لقد أتاحت المتاجرة بالحزمة الفرصة أمام المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، لأن تبني محفظة وإعادة تشكيل أخرى ربما بسبب ظروف طارئة يتعرض لها السوق، حقق السيولة والكفاءة بالنسبة للسوق.

المبحث الرابع: منتجات الهندسة المالية

يقوم أعوان العجز بإصدار أوراق مالية مختلفة، يبيعونها في السوق المالي من أجل تمويل عجزهم، وتختلف هذه الأوراق من حيث طبيعتها، فيما إذا كانت تمثل دينا على الطرف المصدر لها (سندات)، أو تمثل حقوق ملكية الشركة (أسهم)، هذا بالإضافة إلى أوراق مالية مستحدثة، بدأ التعامل بها في الأسواق المالية حديثا تعرف بالمشتقات.

المطلب الأول: الأدوات المالية التي تعبر عن الملكية

تمثل الأسهم جزء من رأس مال الشركة (شركة المساهمة)، فهي تعتبر مصدرا من مصادر التمويل طويل الأجل كما تمثل بجميع أنواعها أكثر الأصول المالية تداولا في السوق المالي، لذا سينفرد هذا المطلب بالإلمام بجميع النواحي المتعلقة بها.

الفرع الأول: تعريف السهم وخصائصه

1- **تعريف السهم:** يعرف السهم على أنه[3]:" صك له قيمة إسمية وقابل للتداول بالطريقة التجارية، ويمثل بحصة نقدية أو عينية يدفعها المساهمون إلى الشركة، وهو تجسيد لحق المساهم في الشركة ".

---

[1] - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، (الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص239.

[2]-Grossman. S, An Analysis of the Implications for Stock and Futures Price Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies, Journal of Business, July 1988, P.18.

[3] - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص89.

ويعرف السهم على أنه[1]:" شهادة ملكية تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية، وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولا في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه، أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها ".

كذلك يمكن تعريف السهم بأنه[2]:" ورقة مشاركة أو ملكية في شركة أموال، وهي تعطي لحاملها صفة الشريك وفي بعض الأحيان الحق الجزئي في تسيير المؤسسة ـ أي حسب الحصة التي يمتلكها من الأسهم ـ إذا كان السهم عاديا، كما تعطيه الحق في الأرباح المحققة وفي أصول الشركة ".

من خلال ما سبق نستنتج أن السهم هو جزء من رأس مال الشركة، ولحامله الحق في الحصول على أرباح إذا حققت الشركة المصدرة نتيجة إيجابية، ويتحمل جزء من الخسارة إذا حققت الشركة غير ذلك، ولا يسترجع المساهم أمواله إلا ببيع أسهمه في البورصة، و يمثل السهم بالنسبة للشركة مصدر تمويل، وبالنسبة للمستثمر يعتبر استثمار.

2-**خصائص السهم:** إن أهم الخصائص التي تتصف بها الأسهم هي[3]:

- أن حامل السهم العادي يعتبر مالكا وله حقوق الملاك؛
- أن نصيب السهم من الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر؛
- أن المساهم مسئول مسؤولية محدودة بقدر حصته في رأس المال؛
- أن المساهم يعتبر عضوا في الجمعية العمومية للشركة وله حق التصويت ورقابة أعمال الشركة؛
- أن السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق مثل السندات، ولكن المساهم يمكنه بيع السهم في السوق، وليس من حقه الرجوع على الشركة المصدرة؛
- أن أصحاب الأسهم يمكن أن نطلق عليهم أصحاب البواقي، فهم لا يحصلون على أي حقوق مالية إلا بعد الوفاء بالتزامات المنشأة؛
- أن أسعار الأسهم عرضة للتقلبات في السوق بفعل عوامل عديدة، سواء عوامل النشاط الاقتصادي أو الصناعة أو عوامل ترجع للمنشأة ذاتها.

وللأسهم عدة خصائص أخرى أهمها[4]:

- الأسهم لها قيمة إسمية متساوية (عادة تحدد هذه القيمة الاسمية حسب القانون)؛
- إكتساب صفة الشريك، حيث يعتبر حامل السهم مساهما في الشركة، ويصبح له الحق في الاشتراك في الإدارة وحضور اجتماعات الجمعية والتصويت فيها، الحصول على الأرباح وتحمل الخسائر، والحصول على ناتج التصفية؛
- القابلية للتداول، حيث يعتبر السهم قابل للتداول في السوق المالي ويكون محل للتسعير.

وتجدر الإشارة إلى أن للأسهم عدة قيم نذكرها فيما يلي:

---

[1] - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى 2004، ص 113.

[2] - Bertrand Jaquillat, Bruno Solnik, Marché Financier Gestion de Portefeuille et des Risques, Donod, Parie, 2002, P.12.

[3] - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، بدون سنة نشر، ص 54.

[4] - سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق،2001، ص 91- 94.

• **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المدونة على السهم، وتحدد مسبقا في عقد الشركة ولا تقل عن قيمة محددة، وغالبا تكون أقل من قيمة الإصدار، وبالتالي تعطي للمؤسسة علاوة إصدار.

• **قيمة الاصدار:** وهي القيمة التي يباع بها السهم لأول مرة.

• **القيمة الدفترية [القيمة المحاسبية، القيمة الرياضية]:** تمثل الفرق بين مجموع الأصول المحاسبية الصافية وبين مجموع ديون الشركة، بمعنى ما يعود إلى المساهمين لو أن الشركة باعت أصولها بقيمتها المحاسبية، ودفعت كل ديونها.

• **القيمة السوقية:** هي القيمة التي يباع بها السهم في السوق حسب قوى العرض والطلب.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع حسب المعيار المستخدم في التصنيف، فتنقسم حسب طبيعة حصة المساهم إلى نقدية وأسهم عينية، وتنقسم حسب ملكيتها وطريقة إصدارها وتداولها إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها، وتنقسم حسب الحقوق التي تقرها للمساهمين إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، إضافة إلى وجود أنواع أخرى مستحدثة من الأسهم.

1- **تصنيف الأسهم حسب طبيعة حصة المساهم:** تنقسم الأسهم حسب هذا الأساس إلى أسهم نقدية وأسهم عينية[1]:

أ- الأسهم النقدية: السهم النقدي هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال شركة المساهمة، حيث يدفع المكتتب قيمته نقدا، ويسمح بالوفاء بقيمة الأسهم على أقساط بحيث لا يقل القسط الواجب سداده عند الاكتتاب عن ربع القيمة الاسمية، ويجوز تداول هذا النوع من الأسهم، بحيث يكون المتداولون مسئولون بالتضامن عن سداد الجزء الذي لم يسدد بعد من قيمته.

ب- الأسهم العينية: ويمثل حصة عينية في رأس مال الشركة، حيث تصدر هذه الأسهم مقابل عين قد تكون حقوق مادية (عقارات، آلات، بضاعة...)، أو معنوية مثل براءة الاختراع أو الاسم التجاري عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها، وتخضع هذه القيم العينية للتقييم والتأكد من صحة هذا التقييم بغرض الوصول إلى أسهم تناسب قيمتها الاسمية مع القيمة الحقيقية للحصة المقدمة.

2- **تصنيف الأسهم حسب الشكل:** حيث تنقسم إلى أسهم اسمية وأسهم لحامله[2]: المقصود بالأسهم الاسمية الأسهم التي يسجل إسم صاحبها على صك السهم، وعندما تنتقل ملكية هذا السهم إلى شخص آخر يسجل إسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم، ويسمى بجدول التنازلات، حيث يصادق اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة.

---

[1] - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 158-160 بتصرف.

[2] - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية - دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجيستر في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 25.

أما المقصود بالأسهم لحاملها، فهي الأسهم التي لا يكتب إسم صاحبها على صك السهم، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد تداولها بين الأفراد، ولا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب.

3- **تصنيف الأسهم حسب الحقوق التي تمنحها للمساهمين:** حيث تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:

أ- **الأسهم العادية:** تعد الأسهم العادية أكثر أنواع الأسهم انتشارا، وتمثل الإصدار الأساسي في معظم شركات المساهمة، وهي تعبر عن مقدار الاشتراك في رأس مال الشركة، وعادة ما تكفل لأصحابها كل الحقوق الأساسية للأسهم، حيث يتمتع صاحب السهم العادي بالمنافع في حالة نجاح الشركة، ويتحمل المخاطر في حالة فشلها بعدما يتم الوفاء بحقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة.

فالأسهم عبارة عن أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق، وهذا ما يضمن سيولتها[1]، تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية وهي القيمة المطبوعة على وجه الورقة أو السهم، عادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس. كما تحمل قيمة سوقية، والتي يتم على أساسها بيع وتداول السهم في البورصة.

وتعتبر الأسهم العادية مصدرا من مصادر التمويل المهمة، التي تسعى الشركات والمنشآت إلى استعمالها نظرا لما تحققه من مزايا، كزيادة رأس المال الخاص بالشركة، والذي يساعدها على التوسع في مشاريعها الاستثمارية، ويعزز مكانتها في الأسواق المالية، وذلك يؤدي إلى زيادة ثقة الجمهور بها، وبالتالي الإقبال على شراء إصداراتها.

بالإضافة إلى الخصائص السابقة حول الأسهم بصفة عامة هناك خصائص تتعلق فقط بالأسهم العادية وهي[2]:

- ليس لها تاريخ استحقاق، حيث لا يمكن لصاحبها ردها إلى الشركة بل عندما يرغب في استرجاع قيمتها يجب عليه بيعها في السوق المالي؛
- يتحمل حاملها مخاطر الإفلاس ويأتون في المرتبة الأخيرة عند التصفية؛
- ليس لحاملها الحق في المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، كما أنها ليست محددة الربح أو العائد؛
- تعطي الحق في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وهذا للمحافظة على مركز المساهم القديم؛
- تعطي الحق في حضور الجمعية العامة، وبالتالي حق التصويت فيها؛
- تعطي لصاحبها الحق في الاطلاع على حسابات الشركة.

ب- **الأسهم الممتازة:** الأسهم الممتازة عبارة عن شهادات استثمار تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها مثل الأسهم العادية، يطلق عليها عادة أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية.

---

[1] - Michel Fleuriet, Yves Simor, Bourse et Marchés Financiers, 2ème Edition, Economia, 2003, P.31.

[2] - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 10- 12.

وتعرف الأسهم الممتازة بأنها[1]:" حقوق الملكية في الشركات التي تصدرها، ولكن لا يشارك أصحابها في الأرباح الزائدة عن النسبة المقررة، كما لا يشاركون في الإدارة، تدفع أرباح الأسهم الممتازة بغض النظر عن نتائج الأعمال وعادة ما توجد نسبة يتفق عليها مسبقا ".

ويعرف السهم الممتازة كذلك بأنه: يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، وإن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية، نظرا لتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي مثل[2]:

- إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى؛
- الأولوية في الحصول على العائد قبل حملة الأسهم العادية.

نستنتج من هذا، أن لحملة الأسهم الممتازة الحق في جزء من الأرباح المتفق عليها مسبقا مهما كانت نتائج الشركة، لكن ليس لهم الحق في المشاركة في الجمعيات العامة، وإن كانت الأسهم الممتازة تصنف ضمن الأسهم، فإنها تعتبر منتجات هجينة تحمل خصائص الأسهم و السندات معا.

بالإضافة إلى الخصائص السابقة المذكورة حول الأسهم بصفة عامة، هناك مجموعة من الخصائص تخص الأسهم الممتازة فقط وهي[3]:

- ليس لها تاريخ استحقاق، ولكن يمكن استدعاؤها حسب عقد الشركة؛
- لها عائد ثابت يمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية لها؛
- لها الأولوية عند التصفية مباشرة بعد الديون؛
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في الجمعية العامة؛
- لها خاصية تجميع الأرباح، حيث يحق لحملة الأسهم الممتازة الحصول على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة، والتي لم تحقق فيها ربحا، ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح؛
- لها خاصية الأسبقية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، فإذا قررت الشركة عدم توزيع الأرباح عن سنة معينة، لحملة الأسهم الممتازة فهذا يعني أنها لن تجري توزيعات لحملة الأسهم العادية.

وكما كان بالنسبة للأسهم العادية، فإن للأسهم الممتازة أنواع مبتكرة منها ما يعرف بأسهم المشاركة التي تعطى لصاحبها الحق في أخذ العائد الثابت، بالإضافة إلي نسبة من الأرباح بعد التوزيع لحملة الأسهم العادية، كذلك هناك الأسهم الممتازة التي لها الحق في التصويت في الجمعية العامة...الخ.

---

1 – فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، طبعة 1999، ص 151.

2 – جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 2002، ص 41.

3 – منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق،1999، ص 28 – 29.

4- الأنواع المستحدثة من الأسهم: وهنا يمكن أن نميز ثلاثة أنواع[1]:

أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: إن الذي ظل معروفا لدى المتعاملين الاقتصاديين، هو أن يكون للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية، يحصل حاملها على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية، إذا ما قررت إدارة هذه الشركة توزيعها، غير أن شركة (جينرال موتورز) خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها إسم E Classe، وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها إسم H Classe، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

ب- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: الأصل في التوزيعات الخاصة بالأسهم العادية، هو حصول صاحب السهم العادي على نصيب من الأرباح المحققة في حالة قرار الشركة بتوزيع هذه الأرباح أو جزء منها، وعليه فإن هذه التوزيعات لا تعتبر من المصاريف التحميلية التي ينبغي خصمها قبل فرض الضريبة، كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات، إلا أنه وفي السنوات الأخيرة، صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة، يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة، وهذا في إطار تشجيع الخطة المنتهجة لتشجيع مشاركة العاملين بالمنشأة في ملكيتها Employee Stock Ownership Plan.

هذا بالإضافة إلى نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية، والتي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من طرف هذا الصندوق.

ج- الأسهم العادية المضمونة: إن الأصل في السهم العادي، أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، غير أنه في عام 1984 ظهرت في الولايات المتحدة أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، وخلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا انخفضت القيمة إلى الحد المعين بعد الفترة المحددة فلا يتم التعويض، ويتم التعويض عن طريق عدد من الصكوك تسمى حقوقا، يتحصل عليها حامل الأسهم عند شرائها، ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين، وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض[2].

كما يتم تعويض المستثمر بإحدى الطرق التالية[3]:

- **إصدار أسهم عادية إضافية:** حيث يتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها، وعلى مقدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم، ولهذه الطريقة أثر سلبي على الملاك القدامى حيث تزيد في ثروة الملاك الجدد على حسابهم، ولهذا تلجأ الشركة إلى طرق أخرى.

---

[1]- أحمد بورلس، مرجع سابق، ص 13-14.

[2]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص47-48.

[3]- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار، مرجع سابق، 2003، ص24-25.

• **دفع التعويض في صورة نقدية:** وهذا كذلك ينجر عنه مشاكل للشركة إذا ما كانت تعاني من توفر النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب، وبالتالي قد ينتهي الأمر بالشركة إلى التصفية.

• **التعويض بإصدار أسهم ممتازة:** وهذا الأخير قد يجنب التعرض لمخاطر التصفية، إلا أنه لا يخلو من إمكانية إعطاء الأولوية للملاك الجدد على حساب الملاك القدامى. ومنه نستخلص أن القرار في اتخاذ الطريقة الملائمة لتعويض المستثمرين يعود في النهاية إلى إدارة الشركة، التي تستخدم الطريقة التي تراها الأمثل، والتي غالبا ما تكون دفع التعويض في صورة نقدية علاوة عن الحقوق.

المطلب الثاني: الأدوات المالية التي تعبر عن المديونية

تعتبر السندات من الأوراق المالية الأساسية المتداولة في البورصة، وسنحاول في هذا المطلب الإلمام بأهم الجوانب المحيطة بها.

الفرع الأول: تعريف السند وخصائصه

1- **تعريف السند:** يعرف السند كما يلي: السند هو عبارة عن صك يصدر ضمانا بالدين على الدولة، أو على أحد الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة، بفائدة دورية وقابل للتداول بالطرق التجارية[1].

كما يمثل السند: حق دين (إقرار بدين) لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد، تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته (عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك حسب مخطط إهتلاكه)[2].

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو إتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) ويقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معين إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروط لصالح المقترض، مثل حق إستدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق[3].

من خلال كل التعاريف السابقة نستخلص، أن السند هو عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل، تعطي الحق لحاملها في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما تعطي الحق في الحصول على فوائد دورية.

2- **خصائص السند:** إن أهم الخصائص التي تتصف بها السندات هي[4] :

أ- القيمة الاسمية: عادة ما يتم إصدار السند بقيمة اسمية غالبا ما تكون 1000 وحدة نقد، وهي القيمة التي يتم بها طرح التداول أول مرة.

---

[1]- سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 122.

[2]- Lawrence Gitman, Michel Joehnk, Investissement et Marchés Financiers, Pearson Education France, 9ème Edition 2005, P.12.

[3]- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 29.

[4]- سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص 50.

ب- معدل الكوبون: وهو ما يعبر عن سعر الفائدة (الاسمي) على السند المصدر، ويطلق عليه معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

ج- اجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند، أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، وهو عادة ما يكون لآجال طويلة.

وتتميز السندات بعدد من الخصائص هي[1]:

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر؛

- السندات هي وثائق تمثل اتفاقا بين الشركة المصدرة (أو الحكومة)، وبين المستثمرين (المدخرين من جمهور ومؤسسات مالية)، تلتزم بمقتضاه الشركة (أو الحكومة) بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند La Durée D'emprunt، أي تاريخ الاستحقاق. فعلى الهيئة المصدرة ادخار (حجز) جزء من أرباحها سنويا، يسمح لها في نهاية تلك الفترة من تسديد ما عليها من ديون في شكل سندات مصدرة، كأن تضع لدى البنك المشرف على الإصدار مبلغا سنويا، بحيث يمكنها من تسديد قيمة السندات عند تاريخ استحقاقها؛

- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار: إسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة Bondholders مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم، كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية له؛

- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها، وذلك في رأينا تشجيعا للمكتتبين، ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار Prime de Remboursement، كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية، وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد Prime D'émission.

إضافة إلى الخصائص السابقة هناك خصائص أخرى نذكر منها ما يلي[2]:

- يمثل دين على الجهة التي أصدرته؛

- للسند عائد دوري يتمثل في معدل فائدة معين، سواء حققت المؤسسة ربحا أو خسارة؛

- يعتبر السند ورقة مالية قابلة للتداول في السوق المالي، وبالتالي لا يمكن استرجاع قيمتها من الجهة المصدرة قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يجوز بيعه في السوق المالي؛

- لا يشترك حملة السندات في الجمعية العامة، وعند التصفية لهم الأولوية قبل حملة الأسهم؛

- السندات تحقق للمؤسسة وفر ضريبي، ذلك أن الفوائد تقطع قبل فرض الضرائب.

---

[1] - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة – الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية- الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 48-49.

[2] - سليمة حشايشي، دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية ـ دراسة مقارنة بين حالة فرنسا وحالة مصر ـ مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2005/2004، ص 30.

الفرع الثاني: أنواع السندات

في الوقت الراهن هناك أنواع متعددة من السندات، تصنف حسب معايير محددة، إلى درجة أنه لا يمكن حصرها وأهم هذه التصنيفات ما يلي:

1- **من حيث جهة الإصدار:** هناك سندات الشركات، سندات على الدولة والسندات الدولية[1].

أ- **سندات الشركات:** وهي السندات التي تصدر عن الشركات التي تقوم بنشاط اقتصادي من أجل توسيع مشروعاتها أو تدعيم سيولتها.

ب- **السندات على الدولة:** وهي السندات التي تصدر عن المشروعات العامة أو الخزانة العامة.

ج- **السندات الدولية:** وهي السندات التي تصدر عن مؤسسات ومنظمات دولية، أو لصالح دول ومستثمرين من جميع أنحاء العالم، وعادة يضمن الاكتتاب فيها مجموعة من البنوك.

2- **من حيث الضمان:** تصنف إلى السندات المضمونة والسندات غير المضمونة:

أ- **السندات المضمونة:** وهي السندات التي تقوم الشركة المصدرة بضمانها عن طريق بعض أصولها المادية كالعقارات أو الآلات، وبالتالي في حالة إخلال الشركة بالتزاماتها بعدم القدرة على السداد، يعطي الحق لحملة هذه السندات ببيع هذه الأصول واقتسام العائد.

ب- **السندات غير المضمونة:** وهي السندات التي تمثل دينا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة، والضامن الوحيد لها هي مركز المؤسسة المالي وإجمالي أصولها.

3- **من حيث القيمة التي تصدر بها السندات:** حسب هذا المعيار يوجد:

أ- **سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها:** حيث أن هذا النوع من السندات يدفع المكتتب فيها القيمة الاسمية ويستردها عند تاريخ الاستحقاق، مع معدل فائدة يناسب حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في هذه السندات.

ب- **سندات بقيمة سوقية أعلى من القيمة الاسمية [سندات بعلاوة إصدار]:** وتصدر هذه السندات إذا كان معدل العائد عليها أكبر من المعدل السائد في السوق على أوراق مالية مماثلة (من نفس درجة المخاطر).

ج- **سندات تباع بقيمة سوقية أقل من القيمة الاسمية [سندات بخصم عند الإصدار]:** حيث أن معدل الفائدة عليها أقل من سندات مماثلة في السوق، لكن عند تاريخ الاستحقاق تسترجع القيمة الاسمية كاملة زائد الفائدة المتفق عليه.

4- **من حيث العوائد:** يندرج تحت هذا الإطار:

أ- **السندات ذات العائد الثابت:** حيث معدل الفائدة عليها ثابت حتى تاريخ الاستحقاق، وهذا النوع معرض لعدة مخاطر، نتيجة تقلبات سعر الفائدة ومخاطر التضخم.

ب- **السندات ذات العائد المتغير:** نتيجة للمخاطر المصاحبة للسندات باعتبارها دين طويل الأجل، ابتكر هذا النوع من السندات في بداية الثمانينيات لمواجهة موجة التضخم، فأصبحت أسعار الفائدة تتغير بحسب معايير معينة

---

[1]- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 33-34.

كمؤشر الأسعار في السوق النقدي، أو حسب ما تحققه المؤسسة من أرباح...الخ، وهذا بهدف تقريب سعر الفائدة بذلك السائد في السوق[1].

ج- السندات المرتبطة بمؤشر[2]: لقد عرف السند المرتبط بمؤشر Indexed Bonds بأنه ذلك السند الذي يربط سعر الفائدة الخاص به، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين، وواضح أن الهدف من ربط هذه السندات بمؤشر، هو شبيه إلى حد ما بعملية تغيير سعر الفائدة في (السندات بمعدل فائدة متغير)، وإن كان الغرض يختلف بعض الشيء، ففي السندات بمعدل فائدة متغير، يهدف تغيير سعر الفائدة إلى تقريبه أو حتى مساواته بالسعر السائد في السوق، أما في هذا النوع فالغرض منه هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند، إذ مع ارتفاع المستوى العام للأسعار لفترة طويلة – التضخم- فإن القيمة الحقيقية للسند تنخفض، وما ربطه بمؤشر ما إلا حفاظا على هذه الأخيرة، لهذا يعرف هذا النوع من السندات بالسندات المستقرة Stabilized Bonds.

أما عن المؤشرات المستعملة فهي كثيرة ومتنوعة، تعبر في معظمها عن مؤشر مستوى المعيشة Index Cost of Living، إذ قد يكون المؤشر هو مستوى أسعار التجزئة، أو مستوى أسار الجملة، أو مستوى أسعار مجموعة مهمة من السلع أو معدل التضخم أو غيره من المؤشرات، ومن الناحية التاريخية، فإن أول مرة أصدرت فيها سندات مرتبطة بمؤشر كانت في 1942 في الولايات المتحدة، وبالتحديد ولاية Massachus حيث كانت هذه السندات مرتبطة بمستوى أسعار السلع.

كما توجد أنواع جديدة ومختلفة Hybrides من السندات مثل:

د- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: التي يمكن تحويلها إلى أسهم حسب رغبة المكتتب في أي فترة تلي إصدارها، وقبل تاريخ الاستحقاق، وبالتالي يصبح لحامل السندات الأسبقية في الاكتتاب في السندات الجديدة التي تصدرها الشركة وبسعر محدد مسبقا.

و- السندات التي لا تحمل معدل كوبون: تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن تسترد القيمة الاسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق[3].

ي- السندات الرديئة: إستعمل هذا النوع من السندات في عقد الثمانينيات من قبل أعضاء مجلس الإدارة لبعض الشركات، يتمولون بها من أجل شراء حصة كبيرة من أسهم الشركة التي يديرونها، أو ما يعرف بعملية الرفع عن طريق اللجوء إلى مصادر خارجية Leverage By Out.

والجدول الموالي يمثل نقاط الاختلاف بين الأسهم والسندات.

---

[1]- Didier Vitrac, Tous Savoir sur la Bourse, Galino Editeur, Paris, 2002, P.252.

[2]- جبار محفوظ، مرجع سابق، الجزء الثاني، ص59-60.بتصرف.

[3]- Ibid, p.252

الجدول رقم (04): نقاط الاختلاف بين الأسهم والسندات

السهم	السند
جزء من رأس مال الشركة.	دين على الشركة.
المساهمون شركاء أو ملاك للشركة.	حاملوا السندات دائنون.
عائد السهم متغير وهو لا يعتمد على الربح فقط وإنما على قرار التوزيع كذلك.	حامل السند يحصل على فوائد بدون أخذ بعين الاعتبار حجم الأرباح وتوزيعها.
عوائد السهم تعتبر توزيعا للأرباح، وهي تخضع للضريبة.	الفوائد على السند تعتبر من النفقات، وهي لا تخضع للضريبة.
للمساهمين الحق في الإطلاع على الأوراق المالية للشركة ومراقبة سير عملها، وهذا عن طريق حضور اجتماعات الجمعية العامة وكذا تعيين أعضاء مجلس الإدارة.	ليس لحملة السندات الحق في التدخل في إدارة الشركة، إلا في حالات قليلة، مثلا تغيير الشكل القانوني للشركة، إدماج الشركة في أخرى.
يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من قيمة الاسمية بإضافة علاوة إصدار، وتسمى عندئذ قيمة الأسهم بسعر الإصدار.	يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية، أي بعلاوة إصدار.
لا يسترد المساهم رأسماله إلا ببيع السهم في السوق المالي، أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو الذي سيسترده فهو قابل للزيادة والنقصان.	حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق وبكل القيمة.
عند التصفية يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد مدخراتهم أو حصصهم بعد تسديد كافة الديون.	لحامل السند الحق في استرداد مبلغ دينه قبل حصول المساهمين على مستحقاتهم.
القيمة السوقية للسهم تتوقف على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة في السوق (سعر الخصم).	القيمة السوقية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري في السوق وسعر الفائدة على السند.

المصدر : ضياء مجيد الموسوي، ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، 1998، ص44-45.

المطلب الثالث: المشتقات المالية Les Dirévatives

يتداول في السوق المالي إلى جانب الأسهم والسندات، التي تعرف على أنها أوراق مالية أساسية، أوراق مـــالية أخرى تشتق منها تعرف بالمشتقات، سنناقشها باختصار في هذا المطلب.

الفرع الأول: نشأة المشتقات وتعريفها

1- **نشأة المشتقات:** إن أول ظهور لهذا النوع من العقود كان في أسواق السلع الزراعية، حيث أنه نظرا للطبيعة الموسمية لهذه المنتجات، وضعف الطاقة التخزينية المتاحة، زاد المعروض منها عن المطلوب في مواسم الحصاد، وبالتالي تعرضت الأسعار للانخفاض، مما اضطر المزارعين إلى إبرام عقود مع التجار قبل مواسم الحصاد، تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بالصفقة من حيث تاريخ التسليم، مستوى جودة الأصل، السعر ومكان التسليم، وازداد تطور هذه العقود مع ظهور أسواق متخصصة لها. وانتقل إبرام هذه العقود من السلع الزراعية إلى مختلف الأصول المالية كالأسهم والسندات ومعدلات الفائدة إلى غاية مؤشرات البورصات. كما ظهرت أسواق خاصة لتداول هذه العقود، وهذا ما ساهم أكثر في هذا النوع من المعاملات[1].

2- **تعريف المشتقات:**

تعرف المشتقات على أنها:" عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية، أو العينية كالأسهم والسندات والمواد الأولية ومؤشرات البورصة والعملات الأجنبية ومعدلات الفائدة. تسمح بالتغطية من مخاطر تقلبات أسعار هذه الأصول مستقبلا[2] ".

كما تعرف بأنها:" عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات، أو الأدوات، أو المؤشرات* الأساسية المرتبطة بها، لأنها وإن كانت تنشئ التزاما تبادليا مشروطا، إلا أنها لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها - وهو الأغلب- تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا وذلك على خلاف الأدوات المالية الأولية أو الأصلية[3] ".

ويمكن تعريف المشتقات المالية بأنها[4]:" عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية،سلع،...)، لتنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة ".

من خلال هذه التعاريف نستنتج أن المشتقات المالية هي عقود مالية تشتق قيمتها من عقود أساسية (أوراق مالية، مؤشرات البورصة، عملات أجنبية، معدلات الفائدة، مواد أولية...)، هذه العقود تتعلق ببنود خارج الميزانية. وبالتالي المشتقات هي عبارة عن أوراق مالية تشتق قيمتها من قيمة أوراق مالية أخرى أساسية والهدف، الأساسي من وجود هذه العقود هو التغطية من المخاطر التي يمكن أن تحدث في المستقبل نتيجة تقلبات الأسعار.

---

[1]- J.Caugrod, P. Navatte, Bourse les Options Négociable, Edition Vuibert, 1987.P.127.

[2]- Guy. Caudamine, J. Montier, op.cit, P.388.

*- المؤشر: أداة تقاس بها حركة الأسعار لمجموعة من أسهم شركات معينة، تمثل سوقا أو قطاعا معينا، فهي غير قابلة للتسليم.

[3]- عادل عبد الفضيل عيد، الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية (دراسة مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011، ص 697.

[4]- مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص 917.

الفرع الثاني: سوق المشتقات المالية والمشاركون فيها

يتم تداول المشتقات المالية في سوقين ماليين مختلفين أحدهما هو السوق المنظم، يتسم هذا السوق بتوحيد شروط التعامل في المشتقات المالية (شروط التسليم، التسوية، الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل...)، وهذا السوق يحتوى على غرفة مقاصة لتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين (هامش مبدئي يمثل ما بين 3 إلى 5% من نسبة العقد[1]) ، ويتم التعامل في هذه السوق سوى من طرف المتعاملين المعتمدين. أما السوق الثانية فهي السوق غير المنظمة والتي تحكمها عمليات غير منظمة، فهي لا تخضع لأية رقابة ولا لأي هامش ضمان، وليس لها غرفة مقاصة.

ويصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين :

الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط، وتكوين المراكز المالية، والمضاربة[2]. أو هم المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض الاحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل المصارف، وشركات التأمين وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد[3].

الفئة الثانية: الوسطاء أو المتعاملون الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات، باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق، وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات، وهوامش عروض البيع والشراء، بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة[4]. أو هم فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع و أسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية[5].

كما يمكن تصنيف المتعاملون (المشاركون) في أسواق المشتقات المالية إلى الفئات التالية[6]:

1- **المتحوطون:** يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، والمشتقات المالية تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

2- **المضاربون:** ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.

3- **المراجحون [المحكمون]:** ويدخلون عندما يكون هناك فرق (في سعر) لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر، وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

---

[1] - Jean François Faye, Comment Gérer les Risques Financiers, Lavoisier, Paris,1993, P.73.

[2] - عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص 703.

[3] - مبارك سليمان آل سليمان، مرجع سابق، ص 919.

[4] - عادل عبد الفضيل عيد، نفس المرجع، ص 703-704.

[5] - مبارك سليمان آل سليمان، نفس المرجع، ص 919.

[6] - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية (قضايا معاصرة)، الدار الجامعية، 2001، ص 8.

الفرع الثالث: أنواع العقود المشتقة

هناك نوعين رئيسيين من هذه العقود هما:

1- **العقود المغلقة:** ويطلق عليها هذا المصطلح لأن المتعاملين فيها ملزمين بتنفيذ العقد، وتضم[1]:

أ- **المستقبليات Les futures:** هو التزام يعطي الحق لمشتريه، في شراء أو بيع كمية الأصول المالية أو العينية بسعر محدد وقت إبرام العقد، والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق وتتداول في السوق المنظمة، عكس العقود المسبقة Les fowards (الآجلة) التي لها نفس خصائص المستقبليات، لكن تتداول في الأسواق غير المنظمة. كما يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها:" اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد[2] ".

و العقود المستقبلية أربعة أنواع وهي: العقود المستقبلية على (السلع، أسعار الصرف، أسعار الفائدة – الأصول المالية ذات الدخل الثابت–،العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم).

- **إركان العقود المستقبلية**[3]:

✓ **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل .

✓ **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

✓ **محل العقد:** يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات...الخ

✓ **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

✓ **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

ب- **عقود المبادلة Les swaps:** هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي، أو عيني مقابل أصل آخر بشروط محددة وقت إبرام العقد، والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق. هناك عقود مبادلة على معدلات الفائدة حيث يمكن مبادلة دين بمعدل ثابت مقابل دين بمعدل متغير، وكذلك عقود مبادلة العملات كمبادلة دين بالدولار مقابل دين بالأورو...الخ. أو هي عقد يبرم بين طرفين ،يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية[4].

كما يمكن تعريفها بأنها[5]: هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين، وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو

---

[1]- Frédéric Teulor, Le Marché de Capitaux, Edition de Seuil, Paris, France, 1997, P.77.

[2]- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 16

[3]- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 369.

[4]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات المالية، الجزء الثاني، المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2003، ص 9.

[5]- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2002، ص 220.

المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

على الرغم من توسع عقود المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تتركز في أدوات تدعي بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملات[1]. ففي مبادلة أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (عائم)، بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت. بينما في عقود مبادلة العملات فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار مثلا بمعدل عائم بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى بمعدل ثابت لذلك فإن التغيرات في أسعار الفائدة مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة أسعار الفائدة، بينما تغيرات سعر الصرف الرابح والخاسر في عقود مبادلة العملات.

كما توجد عقود مبادلات أخرى نذكر منها:

- **المبادلة الخيارية (Swaption) wap Options:** عبارة عن خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل، مثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة هي أساسا خيار لمبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند ذي فائدة متغيرة في وقت معين.
- **مبادلة الأسهم Equity Swap:** عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق[2].
- **مبادلة السلع Commodity Swap:** عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فورا، وبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا[3].

3- **العقود المفتوحة:** ويطلق عليها هذا المصطلح، لأن المتعاملين فيها غير ملزمين بتنفيذ العقد عكس العقود المغلقة، ويندرج تحت هذا الإطار الاختيارات بجميع أنواعها[4].

يعرف عقد الخيار (Option Contract) بأنه: عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية[5].

ويعرف الاختيار على أنه: عقد يبرم بين طرفين (مشتري ومحرر)، يعطي الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع وحدات من أصل معين بسعر محدد وقت إبرام العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، مع علاوة واجبة التنفيذ سواء نفذ العقد أولم ينفذ[6]، وعادة ما تصنف عقود الخيارات كما هو مبين في الشكل أدناه:

1- هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص 159-160.

2- مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994، ص 16.

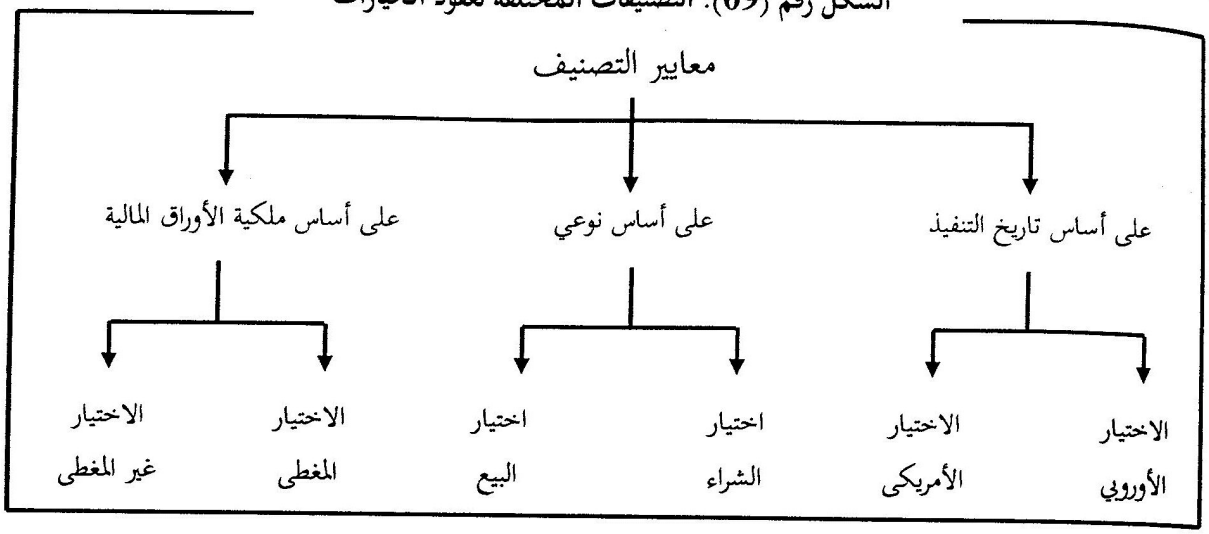
3- البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المجلة الاقتصادية، العدد الرابع، 1995، ص 39.

4- Frédéric Teulor, op.cit. P.78.

5- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001، ص 222.

6- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقويم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003، ص 231.

الشكل رقم (09): التصنيفات المختلفة لعقود الخيارات



المصدر: محمد صالح الحناوي، تحليل وتقويم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003، ص 231.

وفيما يلي شرح مختصر لهذه الأنواع:

- **الاختيار الأوروبي:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو كلاهما)، غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في الوقت المحدد لإنهاء العقد.

- **الاختيار الأمريكي:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو كلاهما)، غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

- **إختيار الشراء:** يتيح هذا الحق لمشتريه شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد وبتاريخ لاحق، نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر الحق.

- **إختيار البيع:** يتيح هذا الحق لمشتريه بيع عدد من الأوراق المالية، وبتاريخ لاحق نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر الحق.

- **الاختيار المغطى:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو كلاهما)، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي تم التعاقد بشأنها.

- **الاختيار غير المغطى:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو كلاهما)، يكون فيه محرر العقد لا يملك الأوراق المالية التي تم التعاقد بشأنها.

3- **العقود الآجلة [العقود الأمامية] Forwad Contracts:** إضافة إلى العقود السابقة الذكر هناك من يضيف في تصنيف عقود المشتقات نوعا آخر وهو العقود الآجلة والتي يتم تداولها في الأسواق الآجلة غير المنظمة (Forward Markets)، عكس العقود المستقبلية التي تتداول في الأسواق الآجلة المنظمة (Future Markets)، بحيث:

العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ[1].

[1] - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 668.

العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أي أنها[1]: اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة. ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم Delivery Price ووقت الدخول في العقد يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ويعني ذلك أن اتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئا.

وتتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه حيث يقوم حائز المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي مساوي لسعر التسليم، ومن المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد آجل في وقت ما السعر السوقي للأصل. وكما ذكرنا من قبل تكون قيمة العقد الآجل صفرا عند الدخول فيه في بادئ الأمر، وفيما بعد يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب التحركات في سعر الأصل. على سبيل المثال: إذا ارتفع سعر الأصل بشكل حاد بعد إبرام العقد تصبح قيمة المركز الطويل في العقد الآجل موجبة وقيمة المركز القصير سالبة.

المبحث الخامس: الأزمات المالية العالمية

شهدت الأسواق المالية العالمية عدة أزمات في أواخر القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها. ففي هذا المبحث سوف نتطرق إلى معظم الأزمات المالية العالمية.

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية

الفرع الأول: تعريف كل من الأزمة و الأزمة المالية

1- **مفهوم الأزمة:** لمفهوم "الأزمة" العديد من المعاني لعل من أبرزها ما يلي[2]:" تغير عنيف يظهر على حالة صحية جيدة في الظاهرة، اضطراب وعائق مؤقت، نزاع، مرحلة فاصلة وخطرة، اختلال في التوازن بين الإنتاج والاستهلاك والذي يتميز بتراجع الطلب والإفلاس والبطالة، نقص أو قلة في شيء معين كالقول بأزمة العقار، وأزمة السكن ".

وتشير الأزمة بصورة عامة إلى موقف تتضارب فيه العوامل ويؤدي فيه التغير في الأسباب إلى تغير مفاجئ في النتائج، بمعنى آخر فإن الأزمة هي نتاج مجموعة من العوامل المتتابعة والمتراكمة تغذي كل منها الآخر إلى إن تصل إلى حالة الانفجار[3].

وتعرف الأزمة على أنها[4]:" لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها، مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة ".

1- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، مرجع سابق، 2001، ص 12-13.

2- محمد محمود المكاوي، الأزمات الاقتصادية العالمية (المفهوم- النظريات التي تفسر الأزمات- دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات)، دار الفكر والقانون، المنصورة، الطبعة الأولى 2012 ص10.

3- محسن أحمد الخضيري، إدارة الأزمات، مكتب مدبولي، مصر، 2002، ص 42.

4- المرجع نفسه، ص 54.

ومنه نستنتج أن الأزمة هي لحظة حاسمة وفاصلة يحدث فيها خلل مفاجئ (اضطراب وعائق) نتيجة لأوضاع غير مستقرة واختلال في التوازن، إن عدم القدرة على احتوائها يترتب عليها أحداث غير متوقعة، لذا فإن الأزمة تتطلب قرارا لأفعال جديدة تؤثر في الكيان سلبا أو إيجابا نتيجة عدم القدرة على التنبؤ بالأحداث القادمة.

2- **مفهوم الأزمة المالية:** يقصد بالأزمة المالية: "حدوث انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية ناتج عن عدم وجود تفاعل وانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسات الاستثمار، الأمر الذي ينجر عنه حدوث فوضى اقتصادية ويتسبب في إفلاس العديد من البنوك وشركات التأمين والوساطة، ويتولد عن ذلك انخفاض معدلات النمو الاقتصادي[1] ".

يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها[2]:" الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي، والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية ".

كما تعرف الأزمة المالية بأنها[3]:" انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي ".

ويمكن تعريف الأزمة المالية على أنها:" تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادا الودائع المصرفية، وسعر الصرف[4] ".

من التعاريف السابقة يتضح أن الأزمة المالية هي من نتائج التحرير المالي* فهي انهيار النظام المالي بأكمله وفشل كبير لمعظم المؤسسات المالية وغير المالية تؤدي إلى تدهور في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول. هذا التدهور مرآة عاكسة لانهيار سوق الأسهم أو سوق عملة دولة ما، أو سوق العقارات، أو انهيار لمجموعة من المؤسسات المالية. ليمتد هذا الانهيار إلى باقي الاقتصاد.

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية ومؤشرات حدوثها:

ومن خصائص الأزمة المالية ما يلي[5]:

- المفاجئة العنيفة عند انفجارها واستقطابها لكل الاهتمام من جانب جميع الأفراد والمؤسسات المتصلة بها؛
- التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المتعلقة بها؛
- وجود نوع من الضبابية يمنع الرؤية بشكل واضح، وهو ما يتمثل في نقص المعلومات المتوفرة لدى متخذ القرار وبالتالي عدم قدرته على تحديد أي الاتجاهات يجب أن يسلك؛

---

[1] - علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2009/2008، ص 276.

[2] - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 33.

[3] - السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية ـ نظرة معاصرة ـ دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 39.

[4] - Barthalon Eric, Crises Financiers, Revue Problèmes Economiques, n° 2595, 1998.

* - التحرير المالي هو التخلي عن أدوات السياسة النقدية المباشرة، بما فيها تثبيت أسعار الفائدة وتوجيه القروض إلى قطاعات محددة، وهو محاولة لتخفيف القيود الحكومية على المؤسسات المالية وعملها وأدواتها. إذن التحرير المالي مجموعة من الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وخصخصة بنوك القطاع العام وتشجيع القطاع الخاص على إنشاء مصارف، والسماح للبنوك الأجنبية على الدخول إلى السوق المصرفية المحلية، وتحرير سعر الفائدة، وحرية دخول وخروج رؤوس الأموال...الخ.

[5] - ماجد سلام الهدمي، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات (الإستراتيجية والحلول)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 20.

- سيادة حالة من الخوف قد تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة.

وتوجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية، والتي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، وكذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، ويترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية، وندرج هذه المؤشرات فيما يلي[1]:

- الارتفاع في معدل البطالة ومعدلات التضخم والمستوى العام للأسعار؛
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية؛
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية؛
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة؛
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي؛
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي؛
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كالأصول العقارية على أسواق الائتمان؛
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك؛
- غياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية؛
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية، وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في الأسواق.

ويرى يوسف مسعداوي أنه تصنف المؤشرات الاقتصادية التقليدية المنذرة بوقوع أزمة مالية إلى مجموعتين:[2]

1- **التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية:** والتي تتم فيها دراسة المؤشرات ومن بينها: ارتفاع معدل التضخم، الانخفاض في معدل الصادرات، العجز المالي المتزايد في خزينة الدولة، تزايد المديونية الخارجية، الانخفاض في النمو الاقتصادي، تقلبات أسعار الصرف، تدفقات الاستثمار الأجنبي...الخ

2- **الخصائص الهيكلية للسوق:** وتلعب دور أساسيا في زعزعة وفقدان ثقة المستثمرين في الأسواق، ويمكن ذكر من هذه الخصائص: ارتفاع حجم الدين الخارجي القصير الأجل، وأسواق الائتمان المضمونة بأصول مالية أو عقارية وانخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم، سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم وقطاع التصدير الأكثر تركيزا.

وتطبيقا لمقولة: الوقاية خير من العلاج، فإن المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي أصبحت تعتمد على نظام إنذار مبكر لتوقع حدوث الأزمات المالية، والذي يعرف بنـــظام Early Warning system، حيث يعتمد هذا النظام على المعايير التالية:

- نسبة القروض القصيرة الأجل إلى احتياطات الصرف الأجنبي، التي يشترط أن تكون أقل من الواحد الصحيح؛
- التشوهات التي قد تصيب سعر الصرف؛

---

[1] - إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009، ص 21-22.

[2] - يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية الأسباب والنتائج المستخلصة منها، مجلة المستقبل العربي، العدد: 365، بيروت، جويلية 2009، ص 45-46.

• العجز في الميزان التجاري .

الفرع الثالث: أنواع الأزمات المالية

يميز المختصون بين الأنواع التالية من الأزمات:

1- **أزمات مديونية خارجية:** وهي أزمات تعني أن بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية (تسديدها)[1].

2- **أزمات العملة:** وتسمي بأزمة سعر الصرف، أو أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي، أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي (السلطات النقدية) على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة[2] ، ويكون التدهور الذي يفوق الحدود المعقولة التي في الغالب تقدر بنسبة 25% مشكلا لهذا النوع من الأزمات.

وتحدث أزمة العملة وأسعار الصرف عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات Balance of Payments Crisis. وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدى لانهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997. وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قراراً تطوعياً من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضرورياً تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد[3].

3- **الأزمات المصرفية:** تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع. فبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية Systematic Banking Crisis. وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان Credit Crunch. وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي. مثل ما حدث في

---

[1]- دراسة أعدها خبراء صندوق النقد الدولي، الأزمات المالية (خصائصها والمؤشرات الدالة على التعرض لها)، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ماي 1998، ص 91.

[2]- كهستيان ملدر، عين العاصفة ـ يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل ـ مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002، ص 6.

[3]- فهد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مقال منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20أ، 2009، ص 5. تم تحميل المقال بتاريخ 2014/07/22 من موقع http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=53123

بريطانيا لبنـــــك Overend & Gurney، وما حدث في الولايات المتحـدة عندما انهار بنك الولايات المتحدة Bank of United States في عام 1931 وبنك Bear Stearns[1].

والأزمات المصرفية هي نوع من الأزمات، يتعرض فيها بنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعه، مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب. ويكون هذا التدافع نتيجة أن الديون أو الخصوم قصيرة الأجل في البنوك تفوق الأصول في نفس الآجال، أو عدم وجود مصدر سيولة لمواجهة الأزمات قصيرة الأجل، أو عدم وجود مقرض نهائي..الخ، المهم أن هذه الأزمة تحدث عندما يتوافر حجم كبير من الأصول غير الكفؤة.

وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطول من أزمات العملة ولها آثار أشد على النشاط الاقتصادي. وقد كانت هذه الأزمات نادرة في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي بسبب القيود على رأس المال والتحويل ولكنها أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينيات وتحدث بالترادف مع أزمات العملة.[2]

4- **أزمات الأسواق المالية**[3]: تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble". حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع سعره، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى، وبالتالي فإن عدوى انتقال الأزمة المالية في الأسواق الحالية تتم من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية، وهذه العدوى تعرف كذلك بـ Effet Domino أو كرة الثلج Effet Boule de Neige بحيث تنتقل من متعامل أو مؤسسة مالية إلى أخرى إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية Crise Systémique تمس النظام المالي برمته، بل أكثر من ذلك فهي تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعدا عالميا.

وخطورة الأزمة النظامية تكمن في صعوبة معالجتها بالطرق التقليدية المعروفة لكونها تحمل خطرا كليا، غير قابل للتحويل أو التنويع [4]. أي عدم جدوى استعمال إستراتيجية تنويع الاستثمارات كأسلوب لامتصاص الأخطار المالية كما لا مجال لاستعمال المشتقات كإستراتيجية لتحويل الأخطار. ومن خصائص الأزمة النظامية ظهور خطر السيولة أو أزمة السيولة [5]، وما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام، وتتجلى مظاهر هذه الأزمة فيما يلي :

1- فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سابق، ص 5.

2- كريستيان ملدر، مرجع سابق، ص.6.

3- شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، ص 6-7. مقال محمل بتاريخ 2014/07/22 من موقع:
http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/

4- Sylvie de Coussergues :Gestion de la Banque: du Diagnostic a la Stratégie, 4 ème Edition , Dunod , Paris 2005.P.36.

5- Andrew Crockett , Liquidite de Marché et Stabilité Financière, Revue de la Stabilité Financière : No 11 , Banque de France , février 2008, P.13-18.

- تضائل عدد المتدخلين في السوق المالي أي فقدانه للعمق نتيجة انعدام الثقة؛

- انخفاض كبير في قيمة الأصول المالية لارتباطها بمخاطر عالية بالنسبة لحائزها؛

- فقدان الأصول المالية لخاصية الشفافية (عدم وضوح الرؤية)، ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن حقيقة قيمة الأصل المالي.

وتزداد خطورة الأزمة المالية بخروجها من إطار الدائرة المالية (الأسواق المالية) لتلقي بظلالها على الدائرة الحقيقية أي الاقتصاد الحقيقي برمته، معلنة التحول إلى أزمة اقتصادية أي إلى الكساد، وهو السيناريو الذي حصل فعلا في الأزمة المالية لسنة 2008.

5- **الأزمات المالية المزدوجة**[1]: تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بشكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة ضد العملة الوطنية وموجة من الإفلاس والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى[2].

وعموما يمكن أن يحدث تتزامن في أزمات العملة والبنوك والدين في وقت واحد، وذلك كنتيجة طبيعية للترابط الكبير الموجود بين مصادر الأزمات.

الفرع الرابع أسباب الأزمات المالية وكيفية إدارتها

1- **أسباب الأزمات**[3]: تتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات، كما تختلف أيضا في حدتها وتأثيرها ومداها الزمني. فمنها ما قد ينتج عن ذعر مصرفي Banking Panic، والذي بدوره يترتب عليه كساد أو انكماش في النشاط الاقتصادي، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب انهيار حاد في أسواق الأسهم خاصةً بعد وجود فقاعة Bubble في أسعار بعض الأصول (كما سبق الإشارة)، أو بسبب أزمة عملة وانهيار سعر الصرف مما ينتج عنه عدداً من الآثار السلبية على المسار التنموي للاقتصاد القومي.

وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى الجدل الدائر حول إلقاء ظلال المسئولية على النظام الرأسمالي. فهناك من يرفض النظام الرأسمالي برمته، فوفقا لنظرية مينسكي Minsky's Theory فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة أو ما أسماه (Financial Fragility)، وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل. وتدور نظرية "مينسكى" في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على أن أي اقتصاد يمر بالمراحل المعروفة

---

[1]- شوقي جباري، المرجع السابق. ص 7-8.

[2]- Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, Les Crises Financières, Ed, La Documentation Française, Paris, 2004, P.26- 27.

[3]- فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سابق. ص 6-7.

للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى"التمويل المتحوط". وفي إبان مرحلة النمو، تبدأ التوقعات المتفائلة في الطفو على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلاتُ تذكر. وتنتقل "عدوى" التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءًا على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحهم المتوقعة. وفى ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرةً بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفى حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدى لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجددا.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات game theory تحت ما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية Coordination Games. إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون، ...)، فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذوه. بمعنى آخر، قد يكون قرار أصل ما بناءاً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرا لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، حينئذ تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نمـــــــوذج (بول كروجمان) Paul Krugman ذلك السلوك. على سبيل المثال أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعليا.

ومع اختلاف صور الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي، إلا أن هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة و تأثير تلك الأزمات، مثل:

• **عدم الموائمة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية:** حيث لا تتناسب المخاطر التي تتحملها تلك المؤسسات مع أصولها، خاصة مع ارتفاع الوزن النسبي لحجم الأصول طويلة الأجل بميزانية تلك المؤسسات، وبالتالي تتعرض لإمكانية التعثر والإفلاس. فعلى سبيل المثال حين تتيح البنوك سحب الودائع في أي وقت بينما تتوسع في الإقراض طويل الأجل ـ كالقروض لتمويل شراء العقارات مثلاً ـ فهي بذلك تتحمل مخاطر مالية مرتفعة. كذلك الحال بالنسبة للدول، فكثير من الاقتصاديات النامية تلجأ إلى إصدار سندات قيمتها الاسمية مقيمة بالدولار أو اليورو، وهو ما قد يؤدى إلى عدم تناسب القيمة الاسمية لالتزاماتهم ـ أي السندات المصدرة ـ وأصول تلك الحكومات المتمثلة في الضرائب المحصلة بالعملة المحلية. وفى تلك الحالة تظهر إمكانية حدوث ما يسمى

بحالة التعثر عن سداد الالتزامات، أي عندما تعجز تلك الحكومات عن الوفاء بالتزاماتها من العملة الأجنبية عند استحقاق تلك السندات.

• أثر العدوى أو ما يسمى Contagion Effect أي انتقال الأزمات المالية ـ مثل تلك الخاصة بأسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم ـ وانتشارها في دول أخرى. يختلف الاقتصاديون حول ما إذا كان حدوث أزمة في أكثر من دولة في ذات الوقت نتيجة لانتشار غير مبرر"للعدوى" بالفعل، أم بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصاديات التي انتقلت إليها الأزمة، سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت.

ويرى كل من (K.Michael FINGER. Ludger SCHUKNECHT) أن عادة ما تحدث الأزمات المالية نتيجة لمجموعة من الأسباب، منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي[1]، وتتمثل الأسباب الداخلية في:

- أخطاء في السياسة الاقتصادية الكلية؛
- تشريعات مالية ورقابة غير مناسبة؛
- تدخل الحكومة في السوق المالية بصورة غير مناسبة.

أما الأسباب الخارجية، فتتمثل في:

- تحريك معدلات الفائدة الدولية؛
- الاستجابات الحمائية خلال الأزمة المالية تزيد الضغط على الأنظمة المالية؛
- انتقال فقدان الثقة إلى الجمهور، من خلال سلوك المستثمرين الدوليين؛
- انتقال عدوى الأزمة إلى الاقتصاديات الأخرى.

ومن الملفت للانتباه إمكانية انتقال الأزمة من اقتصاد ما إلى آخر، خصوصا في حالة ارتفاع درجة الترابط بين الدول كنتيجة لما فرضته العولمة لتوحيد العالم، وعادت ما يفسر المختصون عدوى الأزمة بعاملين هما[2]:

أ- تحرير حركة رؤوس الأموال: يعتبر اندماج أسواق رؤوس الأموال أحد أسباب انتقال الصدمات من اقتصاد إلى آخر، وكذلك سرعة دخول وخروج رؤوس الأموال التي تكون أكثر بعدة مرات من سرعة تعديل الاقتصاد الحقيقي. نتيجة لذلك، فإن التحرير المبكر لحساب رأس المال يمكن أن يترك الاقتصاديات الناشئة عرضة للإصابة بالأزمات.

ب- الروابط التي توحد الاقتصاديات: تتجلى هذه الروابط في:

- الروابط السياسية: أخيرا هناك روابط سياسية توحد عدة اقتصاديات معا، كما أن التكتلات النقدية والمالية والاقتصادية كثفت مشكل انتقال العدوى، حيث يؤدي التكتل إلى انتقال ايجابيات وسلبيات دولة ما إلى دولة أخرى، لأن حدوث صدمة في بلد ما يؤدي إلى عدم توازن الاتحاد.

- الروابط الحقيقية: نعني بذلك الوضعية النسبية لكل دولة في التجارة الدولية، حيث تعتمد الميزة النسبية لكل منها على عدة عوامل نقوم بحسابها عن طريق المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية مثل الناتج المحلي الخام، الاستثمار

---

[1] - K.Michael, Finger Ludger Schuknecht, Commerce, Finance et Crises Financiers, Organisation Mondiale du Commerce.1999. P .19-22.

[2]- Maxime Balthazard, Le Rôle des Contrôles de Capitaux dans la Réduction de la Volatilité en Présence de Crises Financières et Monétaires Contagieuses: Etude de Cas du Chilie et de la Colombie, Rapport de Recherche de Maitrise, Université de Montréal, 28 Juin 2006, P .5-6.

الحساب الجاري...الخ. عندما تحدث صدمة غير منتظرة خارج الدولة، فهناك خطر أن تؤثر على التوازن النسبي على المستوى الدولي. مثلا إذا ما أرغمت دولة ما على تقليل قيمة عملتها يمكنها بذلك أن تقدم سلعا وخدمات أكثر تنافسية مقارنة بالدول الأخرى.

-الروابط المالية: توجد الروابط المالية التي توحد الدول على مستوى الدولي، فالدول التي حررت أسواق رؤوس الأموال لديها تركت الاستثمارات والعملات الأجنبية تدخل إليها، وتتوزع فيها دون استعمال مقاييس تهدف إلى إبطاء بعض التدفقات. فمثلا عندما يصبح الاستثمار جذابا في دولة ما يؤدي ذلك إلى دخول الأموال إليها أكثر مما يخرج منها. نتيجة لذلك يعاد تقدير قيمة العملة مما يؤدي إلى فقدان التنافسية، وكذلك حدوث عجز في الحساب الجاري نتيجة للدخول المكثف لرؤوس الأموال، وخصوصا عندما لا يكون لرؤوس الأموال تلك أثرا على الاقتصاد الحقيقي.

2- إدارة الأزمات المالية:

أ- تعريف إدارة الأزمة: وصفها العتيبي بأنها[1]:" تطبيق وظائف العملية الإدارية خلال البحث عن الأسباب واحتواء أبعادها في انتظار التوصل إلى حلول مناسبة ". ويمكن تعريفها كما يلي[2]:" هي علم وفن مواجهة الحالات الطارئة والمفاجئة بسرعة وكفاءة وفعالية، عن طريق استخدام الوسائل العلمية في التنبؤ بالأزمات قبل وقوعها كمرحلة مبدئية بحيث تجعل المجتمع قادرا على التعامل مع تلك الحالات بهدف المنع إن أمكن أو التخفيف من حدة التهديدات في حالة حدوثها، وذلك لمصالح المنظومة المجتمعة، من خلال التخطيط في ظل ظروف عدم التأكد المقترن مع ضيق الوقت، بحيث يصبح أكثر قدرة في التحكم والرقابة على الأخطار من خلال تنسيق عمليات المواجهة والسيطرة على الموقف ".

وأشار لها (patterson,1995) بأنها[3]:" خطة عمل تنفذ بسرعة في حالة حدوث أي موقف سلبي. وعرفها (herrcrog,1995) بأنها[4]: عملية الإعداد والتقدير المنظم للمشكلات المختلفة التي تهدد بدرجة خطيرة سمعة المنظمة وعملياتها وبقاءها في السوق ".

من التعاريف السابقة نستخلص أن إدارة مخاطر الأزمة هي علم وفن، يرتبط بالمواقف السلبية عن طريق إعداد خطة عمل لهذه المواقف بحيث تنفذ هذه الخطة بسرعة. تتكون خطة العمل من مجموعة من المراحل المرتبة منطقيا ابتداءا من الاستعداد للتعامل مع الأزمة قبل حدوثها، أي استعمال الوسائل العلمية للتنبؤ بها، ومن ثم مواجهة الأزمة عند حدوثها. وبالتالي هناك منهجية وعمل إداري مخطط ومنظم تتبعه الإدارة في التعامل مع الأزمات.

ب- كيفية التعامل مع الأزمات[5]: يتم التعامل مع الأزمات من عدة أوجه، وفق سياسة متعددة الاتجاهات في ثلاث محاور ينقسم كل محور إلى تقسيمات ويتفرع إلى تفرعات منه:

---

[1]- صبحي جبر العتيبي، تطوير الفكر والأساليب في الإدارة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005، ص 77.

[2]- لواء محمد صالح قاسم، إدارة الأزمات والكوارث، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص50.

[3] - Patter Son . B, Crisis Impact on Equation Management, Public Relation Journal, 1993, P .98.

[4]- Herrero .G And Alfanso, Ho to Manage Crisis Before or Whenever it hits, Public Relations Quarterly, Issue.1 Vol .4,Spring .Internet,1995, P .6.

[5]- بلال خلف السكارنه، خطط الطوارئ ودورها في إدارة الأزمات المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20 – أ، 2009، ص 244-245.

المحور الأول، ما قبل الأزمة: ويقع على كاهل المعنيين وضع سياسة التعامل مع الأزمة قبل وقوعها، وهو ما يتمثل في وضع تصورات واحتمالات وقوع الأزمات وفق منظور علمي. والتجارب السابقة للدول الأخرى وخاصة المجاورة لوضع سلبيات التعامل في الحسبان، والاستفادة من تجارب الآخرين، وذلك برسم خطط عملية متفقة مع السياسة العامة للبلاد ومعطيات الوضع العام.

المحور الثاني، أثناء وقوع الأزمة: وهذا يعني وقوع الخطر الذي كان متوقعاً، أو ذلك الخطر غير المتوقع، وبدت آثاره تحصد الأرواح وتحطم الممتلكات وتدمر البنية الأساسية لحياة الإنسان، وتأتي على كل شيء أمامها دون استثناء. وهنا يمكن التعامل الدقيق وتنفيذ الخطط وإبراز المهارات الإبداعية في تفعيل الموقف، والوقوف على الأزمة والتعامل معها في صبر وأناة وشجاعة وتضحية ومثابرة لتناسق الأفعال، وتتكاتف الأعمال والإمكانات بحيث يمكن التصدي لتحديات الأزمة وخوض أعبائها لتخفيف معانات الناس وتقديم المساعدة لهم، وهو خوض معركة حاسمة مع الحدث والذي جاء بمثابة رد فعل لها.

وفي هذه الحالة يأتي دور المعنيين محورياً للقيام بعمليات المواجهة والقيام بعمليات التدخل المباشرة في الأحداث التي عادة ما تكون كبيرة الحجم وحادة التأثير، مفجعة تضرب ما يقع في نطاقها وتحيله دمارا وخراباً إلا ما شاء الله. فأول ما يقع على عاتق المعنيين تقدير حجم الأزمة، ومن ثم تقييم الموقف ثم تحديد عناصر المواجهة من قوى بشرية أو آلية وأجهزة ومعدات التي تتناسب مع نوع الكارثة، وضمن هذا الدور يبرز المعنيين كمنسق لأدوار الجهات الأخرى وتفصيل مشاركتها كل حسب اختصاصه وتخصصه، وما تحت يديه من الإمكانات فعلاً، وما يستطيع توفيره فيما بعد. لتأتي عمليات التدخل واقعية مبنية على أسس فعلية حسب ما تفرزه الخطة وتفرضه الترتيبات السابقة المنسقة مع تلك الجهات للتدخل الفوري لتقليل الأخطار المترتبة عن الأزمة، وما هي أولويات العمل، مما يفترض أن يكون قد فصل تفصيلاً دقيقاً في خطة سابقة.

المحور الثالث، ما بعد الأزمة: وهي التي بدأت تستقر فيها الأوضاع بشكلها المائل، وتوقفت عمليات التدخل لتبدأ عملية أخرى، هي عمليات إعادة الأوضاع إلى ما كانت عليه، أو عمليات إعادة البناء وإصلاح الأضرار التي ترتبت عن الأزمات المالية، والبدء فيها بأولويات ملحة يحتاجها الناس. وتمثل هذه المرحلة هموم على درجة كبيرة من الأهمية وتحتاج إلى عمل متواصل لانجازها. فما بني في سنين هدمته الأزمة في لحظات، وما استنفذ مبالغ من طائل المال، أزيل في قصير سويعات الوقت.

المطلب الثاني: أزمة الكساد الكبير [1929-1933] والأزمة المالية لسنة 1987

الفرع الأول: مظاهر وأسباب أزمة 1929.

1- **مظاهر أزمة 1929**: تعد أزمة الكساد الكبير The Great Depression's Crises أول أزمة مالية عالمية ذات آثار بالغة في جميع المجالات، ويمكن القول أنها كانت السبب في تغيير البناء الهيكلي للنظام المالي العالمي. وقد جاءت الأزمة في سنة 1929، في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة ازدهارا غير مسبوق، حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية، وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية، فساهم هذا في جلب المزيد من الازدهار والانتعاش في السوق الأمريكية.

وبفضل التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخول المنخفضة، تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة. وبحلول عام 1929، كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمسة سنوات. فارتفعت قيمة مؤشر (داو جونز) في الأسهم الرئيسية ببورصة نيويورك في سبتمبر سنة 1929 إلى 381.7 نقطة صعودا من 66.75 نقطة فقط في ديسمبر 1920.

وحذر العديد من الاقتصاديين من انفجار الفقاعة المالية Financial Bubble، وحدث هذا بالفعل في 18 أكتوبر 1929 حين هبطت قيمة الأوراق المالية في البورصة بشكل كبير ومفاجئ، وشهدت البورصة فيضانا من البيوع للأسهم والسندات، فبيع في يوم واحد ستة ملايين سهم، وانخفض مؤشر (داوجونز) الصناعي بمقدار 21 نقطة واستمر سوق الأوراق المالية في الانهيار، حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك قي 13 نوفمبر التالي 30 مليار دولار. واستمرت الأزمة حتى أن الأسواق المالية قد استغرقت 25 عاما للتعافي من هذه الكارثة، واستعادت أسهمها لقيمتها الأصلية.

2- **أسباب أزمة [1929-1933]**:

أ- أسباب انهيار 1929: يعني الانهيار هنا الانخفاض الكبير نسبيا والمفاجئ في أسعار الأسهم المتداولة في البورصات، الأمر الذي يؤدي إلى خسائر معتبرة لمالكي الحوافظ المالية وغيرها من أوجه الاستثمار. ولقد تضاربت الآراء حول الأسباب التي أدت إلى تلك الكارثة التي أثرت ليس فقط على الاقتصاد الأمريكي، بل على الاقتصاد العالمي برمته. على العموم يجمع الكثير من الاقتصاديين على أن الأزمة تعود إلى العديد من الأسباب أهمها[1]:

- **البيع على المكشوف**: هي عملية بيع الأسهم من قبل المضاربين وهم لا يملكونها. إذ يقومون ببيعها بأسعار محددة مسبقا وعندما ينخفض سعرها في البورصة يشترونها ويسلمونها للمشتري ويحققون أرباحا. لقد انتشر هذا النوع من التعامل بشكل كبير وفوضوي قبل أزمة 1929، مما عمق من أسباب الأزمة.

- **البيع الظاهري** (Wash Sale): هو نوع من الممـــــــارسات التي تستعمل للخداع والتحايل على المتعاملين والمستثمرين في البورصات. البيع الظاهري هو عبارة عن اتفاق بين متعامل أو أكثر لبيع وشراء ورقة معينة لبعضهم البعض لإيهام المتعاملين الآخرين أن السهم يمتاز بحركة نشيطة. ذهب هذا النوع من الخداع إلى بيع وشراء سهم

---

[1] - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 175-176.

معين خلال نفس اليوم بين أفراد العائلة الواحدة، لإيهام المستثمرين بأن هناك تغيرات سعرية معتبرة وتحقيق الأرباح من وراء ذلك.

- **الشراء بغرض الاحتكار:** حيث يشتري بعض المضاربين كافة الأعداد المعروضة من سهم معين بغرض بيعها بسعر مرتفع فيما بعد، ويحققون أرباح معتبرة.

- **نشر الإشاعات والمعلومات الخاطئة**، عن الشركات المتداولة أسهمها في البورصة بغرض التأثير على الأسعار بزيادة العرض أو الطلب على تلك الأسهم ثم استغلال تلك الظروف في تحقيق أرباح غير عادية.

- **قصور التشريعات**، إذ لم تكن هناك قوانين تمنع تلك الممارسات وتحمي المدخرين وتنظم التعامل بين كافة الأطراف المتدخلة في البورصة.

ب- النتائج المترتبة عن أزمة [1929-1933]: لقد تميزت أزمة الكساد الكبير(1929-1933) بالآتي[1]:

- انهيار آلاف الشركات المالية من بنوك وشركات مالية أو تأمين؛
- انتقال الأزمة إلى قطاعات الاقتصاد الحقيقي في الصناعة والزراعة وغيرها؛
- زيادة أعداد العاطلين عن العمل وبلغت أعدادهم عشرات الملايين؛
- وبسبب البطالة ضعفت القدرة الشرائية لدى المستهلكين مما أرغمهم على التوقف عن الشراء (توقف الطلب)؛
- كساد السلع المعروضة بسبب انخفاض القدرة الشرائية بعد تسريح العاملين؛
- توقف الإنتاج في ميدان الاقتصاد الحقيقي.

وترتب عن أزمة 1929 ما يلي[2]:

- امتدت آثار الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة لتضرب أوربا الغربية مهددة لأركان النظام الرأس المالي؛
- التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي؛
- توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا؛
- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي المعروف بـ(دعه يعمل دعه يمر)؛
- قيام الاقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر؛
- ظهرت النظرية الكنزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

---

[1] - مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 100-103.

[2] - عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، ص1. بحث محمل بتاريخ 2014/07/23 من موقع:
http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/zzzz.doc

الفرع الثاني: الأزمة المالية لسنة 1987 [أزمة الاثنين الأسود]

1- **مظاهر أزمة 1987**[1]: وهي من الأزمات المهمة التي واجهت الاقتصاد الرأسمالي وحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية أيضا، وكان وقت حدوثها يوم الاثنين بتاريخ 1987/10/19 حيث انهارت فيها أسعار الأسهم في بورصة وول ستريت في نيويورك، وبلغ مجموع الخسائر 500 مليار دولار ومنها انتقلت الأزمة إلى بقية البورصات العالمية. ومنها بورصة لندن وطوكيو، وكانت هذه الأزمة أقل حدة من أزمة الكساد العظيم (1929-1933)، إذ لم تستمر فترة طويلة من الزمن وفيها تلاشى مؤشر البورصة الأسترالية تماما، وهبطت أسعار العقارات، وانهار مؤشر نيكاي بمعدل الثلثين. عادت بعد هذه السنة المؤسسات المالية والإنتاجية إلى العمل من جديد.

عرفت بورصة وول ستريت في نيويورك في 19 أكتوبر 1987 انخفاضا متتاليا في أسعار تداولاتها المالية، صاحبه اندفاع المستثمرين إلى بيع أسهمهم مما أدى إلى انخفاض مؤشر داو جونز بمقدار508 نقطة في يوم واحد، مما أثر على باقي البورصات العالمية وكانت الخسائر كبيرة، ففي بورصة نيويورك سجل انخفاض قدره 800 بليون دولار بنسبة 26% ولندن 22% وطوكيو 17% وفي بورصة فرانكفورت 15% وفي أمستردام 12%.

2- **إسباب حدوث الأزمة**[2]: تتلخص أهم الأسباب المؤدية إلى حدوث أزمة الاثنين الأسود في النقاط التالية:

أ- إسباب تتعلق بكفاءة السوق:

- التفسيرات المتناقضة التي تتعلق بكفاءة السوق؛
- تنوع الأصول المتعامل بها؛
- نشاط السوق المالية الدولية بشكل مذهل حيث بلغ ذروته سنة 1987؛
- ضخامة الصفقات المتداولة في الأسواق المالية العالمية؛
- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال، وأكثر التقنيات تطورا في إدارة الأنشطة والعمليات ساعد على سرعة انتشار الأزمات.

ب- إسباب إخرى مثل:

- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية وذلك منذ سنة 1985م؛
- رفع أسعار الفائدة بسبب استمرار العجز في الموازنة الأمريكية مما أدى إلى انخفاض الطلب على الأسهم وهبوط أسعارها؛
- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية مما أدى إلى فقدان الثقة بالحكومة؛
- التغيرات في أسعار العملات والأسهم أدت إلى زيادة عرض الأسهم وانخفاض الطلب عليها مما أحدث فوضى أدت إلى مزيد من الانهيار.

ويرى جبار محفوظ أن من بين الأسباب التي أدت إلى أزمة 1987 هي[3]:

---

[1] - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية، 1986م-1989م، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 1990، ص 87-88.

[2] - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 25-26.

[3] - جبار محفوظ، البورصة، التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 1997/1996، ص146-152 بتصرف.

- **الأزمة تصحيح لأوضاع غير عادية:** ساد الاعتقاد بأن الانخفاض الكبير الذي مس كافة الأسهم في معظم البورصات العالمية سببه أن أسعار تلك الأسهم كانت مرتفعة أكثر من القيمة الحقيقية لها، وعليه فإن الأزمة قد أعادتها إلى ما يجب أن تكون عليه.

- **الانهيار انعكاس لمعلومات واردة عن الوضعية الاقتصادية للولايات المتحدة:** إن نتيجة الإعلان عن معلومات تخص (تزايد العجز في الميزانية الفيدرالية للولايات المتحدة خلال الثمانينات بشكل كبير، وتسجيل العجز في الميزان التجاري الأمريكي...الخ) هز الأسواق المالية العالمية بصفة عامة والبورصات بصفة خاصة، فأدى إلى تخوفات ساهمت في انهيار البورصات، حيث أن المستثمرين أصبحوا يتوقعون رفع أسعار الفائدة، أو تخفيض قيمة الدولار، أو ارتفاع نسبة التضخم، وكذلك تخوف المتعاملين في الأسواق المالية من دخول الولايات المتحدة الحرب في الخليج لحماية مصادر البترول. كل هذا ساهم كثيرا في حدوث الانهيار.

- **المناجرة المبرمجة:** هي عبارة عن مجموعة من البرامج أدخلت للكمبيوتر ليتمكن من البيع والشراء للأسهم المتداولة في البورصات وفقا للتعليمات الموجودة في تلك البرامج (برامج مساعدة على اتخاذ القرار). فمثلا يمكن عن طريق هذه البرامج إعطاء تعليمة إلى الكمبيوتر لبيع الأسهم بصورة آلية عندما ترتفع أسعار الفائدة بنسبة معينة. وهذا ما جرى خلال أزمة أكتوبر 87 لما ارتفعت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وألمانيا.

- **أسواق العقود والاختيارات:** هذه الأسواق يلجأ إليها للتغطية من مخاطر انخفاض الأسعار. في الظروف العادية يصل الفرق بين السوق الحاضرة والسوق الآجلة إلى 2 أو 3%، هذا يتيح فرصة للمستثمر لتنفيذ إستراتيجية المراجحة (بيع الأسهم في السوق الآجلة لارتفاع سعرها مؤقتا وشرائها في السوق الحاضرة لانخفاض سعرها هناك). في أزمة 87 وصل الفرق في السعر بين السوقين إلى 20 أو 30% مما سبب ذعرا كبيرا وتدفق هائلا لأوامر البيع على السوق الحاضرة، وهبوطا شديدا في أسعارها بحيث عجزت إستراتيجية المراجحة على تصحيح الخلل. ونفس الشيء وقع في سوق الخيارات ولكن بدرجة أقل من سوق العقود، فأسواق الخيارات تستعمل هي الأخرى للمراجحة بين أسعار الأوراق المالية في السوق الحاضرة وبين الاختيارات التي تمثل تلك الأوراق.

- **مراجحة مؤشر الأسهم:** تعددت المنتوجات المالية المرتبطة بمؤشرات البورصية، وتعددت بذلك أوجه المراجحة فيما بين أسواقها للاستفادة من فروق السعر التي قد تسجل من حين لآخر. فإذا ارتفعت الأسعار الآجلة لمؤشر دون مبرر مقارنة بالسوق الحاضرة، فإن على المراجح أن يبيع المؤشر في السوق الآجلة ويشتري في نفس الوقت نفس تشكيلة ذلك المؤشر من الأسهم المتداولة في السوق الحاضرة. أما إذا كان العكس (الأسعار في السوق الآجلة لمؤشر منخفضة دون مبرر مقارنة بالسوق الحاضرة، فيمكن للمراجح أن يشتري من السوق الآجلة ويبيع في نفس الوقت في السوق الحاضرة نفس التشكيلة من الأسهم).

- **تأمين المحفظة:** لقد لعب هذا العامل دورا أساسيا في أزمة أكتوبر 87. فبرامج تأمين المحافظ في نيويورك وحدها تغطي ما بين 60 و 90 مليار دولار من الأوراق المالية، فوفقا لهذه التقنية تزداد أو تنقص درجة تغطية المحفظة تبعا لتطور أسعار الأسهم أو المؤشرات المتكونة منها. يتم التأمين بشراء عقود البيع أو الاختيارات أو عقود على مؤشرات بصورة آلية.

- **التعاون الدولي:** إن البورصات العالمية مرتبطة ببعضها ارتباطا وثيقا، وإن انهيار إحداها أو بعضها يجر وراءه انهيار لبقية البورصات.

الفرع الثالث: الآثار والنتائج المترتبة عن أزمة 1987[1]: لقد خسرت البورصات العالمية في مجملها أكثر من 2000 مليار دولار[2] منها 800 مليار دولار في بورصة نيويورك لوحدها خلال أزمة أكتوبر 87. لكن لحسن حظ الاقتصاد العالمي فإن السيناريو القائل بأن الأزمة ستؤدي إلى انخفاض الاستهلاك لدى القطاع العائلي، مما يؤثر على مستوى الاستثمار لدى المؤسسات وصعوبة تمويلها لضعف الادخار ثم انتشار البطالة والكساد بصفة عامة، لم يتحقق واستطاعت الأسواق المالية العالمية استرجاع مستوى الأسعار فيها خلال شهر فقط من ذلك الانهيار. لحسن الحظ أيضا أن الاقتصاد العالمي لم يشهد إجراءات وقائية وحواجز مثل تلك التي شهدها خلال وبعد أزمة 1929 وأدت إلى الكساد العظيم.

نخلص في الأخير أن الآثار السلبية لانهيار أكتوبر 87_ ولحسن حظ الاقتصاد العالمي أيضا_ لم تستمر لمدة طويلة. ومع ذلك يجب على السلطات المالية اتخاذ القرارات المناسبة لحماية الادخار الوطني من مثل تلك الأزمات بمراقبة مختلف البورصات والأسواق المالية الأخرى. فضرورة التعامل بشفافية أكثر وفعالية أحسن وحماية أفضل هي الدوافع الأساسية لإرجاع الثقة في السوق المالية، كعصب من أعصاب تمويل الاقتصاد الوطني وتوجيه الادخار للمشاريع الأكثر فعالية ومردودية.

ومن الأمثلة عن تلك الإجراءات وضع حدود لتذبذب الأسعار، أي الحدود السعرية، بحيث إذا تجاوزت تلك الحدود يتوقف التعامل بالبيع على المكشوف والمتاجرة المبرمجة وغيرها من أساليب التداول الحديثة. كما أن تدعيم التنسيق فيما بين الأسواق وجعلها تتكامل في إتمام العمليات المالية المختلفة، يقلل كثيرا من المضاربة المشبوهة.

يبقى أن نشير إلى أن انهيار 87 أثار عدة تحفظات فيما يتعلق بجوانب النظرية المالية، كمفهوم كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis، ومدى صمود تلك الفرضية خلال التقلبات الشديدة في أسعار الأسهم. كما أثار تسؤلات عديدة حول ثقة المساهمين في المؤسسات التي تم خوصصتها حديثا، خاصة وأن عملية خوصصة الشركات العمومية Privatization هي الأساس الذي تقوم عليه برامج الإصلاح الاقتصادي وتنشيط الأسواق المالية لعشرات الدول في مختلف القارات.

---

[1] - جبار محفوظ، البورصة، التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، مرجع سابق، ص 155-157 بتصرف..

[2] - B.Belletante, La Bourse: Son Fonctionnement son Rôle dans la Vie Economique, Hatier, 1992, P. 209.

المطلب الثالث: أزمة البورصات العالمية لسنة 1989 وأزمة المكسيك 1994م

الفرع الأول: مظاهر وأسباب أزمة 1989م

1- **مظاهر أزمة 1989**: بدأت في شهر سبتمبر 1989م عقب إعلان الحكومة الأمريكية عن رفع أسعار الجملة والتجزئة بنسبة5% و 9% على التوالي، مع امتناع البنك المركزي (البنك الاحتياطي الفيدرالي) عن تخفيض أسعار الفائدة، وفي 13 أكتوبر 1989م انخفض مؤشر داو جونز بنسبة 109 نقطة أي بمقدار 7%، وفي طوكيو فقد مؤشر نيكاي 647 نقطة. كما أضاع مؤشر فايننشال تايمز 142 نقطة[1].

تعتبر هذه الأزمة بمثابة الانهيار الصغير Mini Crash الذي تعرضت له بورصة وول ستريت Wall Street وتبعتها فيما بعد بقية البورصات العالمية. كان ذلك يوم الجمعة 13 أكتوبر، حيث فقد مؤشر داوجاونز 109 نقاط مسجلا بذلك أكبر هبوط منذ انهيار 1987، حيث انخفض بنسبة 7%[2].

- **أسباب أزمة 1989**: إن أهم أسباب أزمة 1989 هي[3]: تصاعد نسبة التضخم في الولايات المتحدة، نقص السيولة، ارتفاع أسعار الفائدة، الاستعمال المفرط للمؤشرات. وكما هو الشأن بالنسبة لأسباب حدوث انهيار 87 فإن لأزمة 89 أسباب عديدة أخرى منها:

- أن الاستدانة من البورصة، أو البيع والشراء على المكشوف، أي بيع وشراء أوراق مالية ليست بحوزة المستثمر قد عمق أزمة 89.

- أن الانخفاض المفاجئ في أسعار الأسهم كان تصحيحا لأوضاع غير عادية تمر بها البورصات العالمية، فمؤشر دوجاونز ارتفع بنسبة 30% منذ مطلع السنة مسجلا رقما قياسيا تاريخيا يوم 9 أكتوبر 89، حيث وصل إلى 2791.41 نقطة. وبذلك يعتقد البعض أن تراجع بورصة وول ستريت يعود أساسا إلى الارتفاع غير العادي لأسعار الأسهم؛

- أن إجراءات الاكتتاب في البورصة ساهمت في زيادة أزمة 89 إذ اتهم موريس آلي Maurice Allais حامل جائزة نوبل للاقتصاد لسنة 1988 (إجراءات الاكتتاب المستمرة cotation continue)، بأنها السبب في أزمة أكتوبر 89، لأنها تتسبب في تنفيذ أوامر بيع متشابهة بأسعار مختلفة. ومعلوم أن الاقتصادي ويسلي ليونتيف wassily leontieff وهو الآخر من حاملي جائزة نوبل، أتهم أيضا بسبب إجراءات الاكتتاب لمساهمتها في انهيار أكتوبر 1989.

---

[1]- محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 26.

[2]- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 100.

[3]- جبار محفوظ، البورصة، التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، مرجع سابق، ص 158-161 بتصرف.

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف بين أزمة 1989 م بالمقارنة بأزمة أكتوبر 1987 م

تختلف الأزمتين عن بعضهما البعض لأسباب من أهمها[1]:

- تحسين الظروف الاقتصادية وعدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة اقتصادية؛
- ارتفاع عوائد الأسهم، لم تكن هناك دوافع لبيع الأسهم لذلك كانت زيادة عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبيا وبعيدة عن أحداث تدهور الأسعار؛
- عدم وجود توقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة بشكل ملحوظ؛
- اقتصار بيع الأوراق المالية على صغار المستثمرين دون تدخل الشركات الكبرى، مما يعني ضعف حجم العمليات ونطاقها، وبالتالي عدم تسببها في تأثير كبير على الأسعار؛
- إن إسراع المستثمرين عام 1987م لبيع أسهمهم تسبب فعلا في انخفاض الأسعار، أما عام 1989م فضل المستثمرون عدم التسرع بالبيع مما ساعد على تهدئة الأسواق والحد من انخفاض الأسعار؛
- اتسم موقف الحكومة الأمريكية باللامبالاة في أزمة أكتوبر 1987م مما أثر سلبيا وزاد في تفاقم الأزمة خلاف عام 1989م حيث سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة عن طريق مواجهة عمليات البيع المتزايد بحجم كبير جدا من السيولة، وهو ما ساعد على احتواء الأزمة.

الفرع الثالث: مظاهر وأسباب أزمة المكسيك 1994

1- **مظاهر أزمة المكسيك 1994**[2]: في نهاية 1987 قامت المكسيك بإتباع برنامج للاستقرار متضمنا تحرير تجارتها الخارجية وقطاعها المالي، وقامت أيضا بربط سعر صرف البيزو بالدولار، ونتيجة لذلك انخفض معدل التضخم فكان اقتصاد المكسيك في مرحلة الازدهار من 1988 إلى 1993. إن تباين أسعار الفائدة في المكسيك عن تلك المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية أدت برجال الأعمال الأمريكيين إلى الإقراض من بلدهم والتوجه للاستثمار في المكسيك، حيث أسفرت هذه العملية على ارتفاع أسعار الأسهم أربع مرات في غضون سنتين إلى ثلاث سنوات وبذلك سيطر الأمريكيون على 50% من سوق الأوراق المالية المكسيكية وحوالي 25% من الدين الحكومي قصير الأجل، وتمثل الأموال المستثمرة في الاقتصاد الحقيقي المنتج ما نسبته 25% محصورة في الشركات متعددة الجنسيات. أما النسبة الباقية فقد سخرت للمضاربات في عمليات الأسواق المالية.

وعندما ارتفعت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة، وحدثت اضطرابات سياسية حادة ناتجة عن الانتخابات العامة بالمكسيك عام 1994 من جهة أخرى، انخفضت تدفقات رأس المال الوافدة إلى المكسيك، هذا ما أدى إلى تزايد التهديد بتخفيض قيمة العملة وتدني معدلات النمو، واستجاب البنك المركزي المكسيكي لضغوط الانتخابات العامة فتوسع في منح الائتمان المحلي، واستمر في محاولات تثبيت سعر الصرف بعدما شهدت العملة المحلية انخفاضا كبيرا، ثم سمح بتعويمها بعد كل هذه الأحداث.

---

[1] - مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، مرجع سابق، ص 103.

[2] - حسين وادي عطية، الاقتصاديات النامية، الأزمات والحلول، دار الشروق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2001، ص 194.

وبعد تخفيض قيمة العملة مباشرة أدرك كل من الدائنين المحليين والأجانب أنه يجب على الحكومة القيام بتسديد ديون قصيرة الأجل المقدرة بحوالي 28 مليار دولار خلال الشهور القليلة القادمة، في الوقت الذي لا تملك فيه من احتياطات النقد الأجنبي أكثر من 06 مليار دولار. وفجأة وجدت المكسيك نفسها عاجزة عن اقتراض أموال جديدة لخدمة هذه الديون، وقد توقفت الحكومة عن تسديد الديون المترتبة عليها في بداية 1995.

ولم ينقذها من هذا المصير إلا قيام الولايات المتحدة الأمريكية وصندوق النقد الدولي بترتيب قرض دولي قدره 40 مليار دولار للمكسيك. واستخدمت حكومة المكسيك القرض في دفع ديونها، وأصبحت قادرة على خدمة مدفوعات القرض الجديد ابتداءا من 1996.

2- **إسباب أزمة المكسيك**[1]: تعود الأسباب الرئيسة لتفاقم أزمة سعر الصرف المكسيكي إلى النقاط التالية:

- ارتفاع أسعار الفائدة، وإدارة الدين الحكومي القصير الأجل، والتوسع في منح الائتمان من قبل البنوك هي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، والتي دفعت بالحكومة المكسيكية على انتهاج سياسة نقدية للمحافظة على استقرار العملة؛
- إلغاء قيود تحويل العملة الوطنية وتطبيق نظام التقويم الكامل وفتح أسواق المال للاستثمار الأجنبي؛
- منح قروض للقطاع الخاص دون ضمانات كافية؛
- كثرة تدفق رؤوس الأموال نحو هذه البلدان بسبب النمو الاقتصادي المرتفع، والاستقرار السياسي، وإلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال؛
- التوسع في استيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سترتفع فيما بعد، وهذا الارتفاع ناتج عن المغالات في تقييم عملة البيزو.

[1]- محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 28-29.

المطلب الثالث: أزمة النمور الآسيوية 1997 وأزمة فقاعات شركات الانترنيت 2000

الفرع الأول: مؤشرات بداية أزمة النمور الآسيوية 1997، وأسبابها

1- بداية الأزمة ومؤشراتها[1]: بينما كانت اقتصاديات جنوب شرق آسيا* مستمرة في تحقيق نموها الاقتصادي السريع في أوائل التسعينات، كانت هناك بعض مظاهر الضعف والاختلال تنمو بدورها على المستويين الجزئي والكلي. وكان أكثرها أهمية وأشدها خطرا النمو السريع في الدين الخارجي قصير الأجل داخل أنظمة مالية ضعيفة. فقد ساهم النجاح الذي حققته هذه الاقتصاديات في جذب الائتمانات الأجنبية، كما أدت عمليات التحرير الجزئي لأسواق المال في هذه البلدان إلى فتح قنوات جديدة لدخول رأس المال الأجنبي إليها.

وقد أدت هذه التدفقات المالية بدورها إلى ارتفاع أسعار صرف العملات المحلية لهذه البلدان، وإلى توسع شديد في الإقراض المصرفي، والى تزايد القابلية للتدفقات العكسية لرأس المال. وحينما بدأت التدفقات الوافدة لرأس المال في التضاؤل في أواخر عام 1996 وبداية عام 1997. اتخذت حكومات هذه البلدان ومعها كافة الأطراف المساهمة بفعالية في الأسواق عددا من الإجراءات الخاطئة التي أدت إلى انطلاق حالة من الذعر المالي واندلاع الأزمة. وقد ساهمت هذه الإجراءات والسياسات في جعل الأزمة أكثر عمقا مما تفرضه تداعيات الأحداث وحتميتها.

2- أسباب أزمة جنوب شرق آسيا[2]: ويمكن وصف الأزمة الآسيوية على النحو التالي:

أدى نجاح أداء هذه الاقتصاديات عبر فترة ممتدة من الزمن ـ تصل إلى ما يزيد على عقدين من الزمان ـ بالاستناد إلى سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية، وإلى التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال إلى هذه الدول وتصاعدت موجات هذا التدفق في النصف الثاني من التسعينات. ليس غريبا إذن أن يطلق على هذه الأزمة (أزمة نجاح) بمعنى أن نجاح هذه الدول قد يكون سببا في أزمتها.

واتخذت هذه التدفقات شكل الأموال قصيرة الأجل أو الأموال الساخنة، وقد ساعد على هذا التدفق ثلاثة عوامل مهمة هي:

- تحرير حساب رأس المال في هذه الدول بصورة شاملة، وفك قيود حركة النظام المالي المحلي؛
- وجود سيولة عالمية فائضة نتيجة للانكماش في كل من اليابان وأوربا؛
- عدم كفاءة أسواق رأس المال العالمية وآلياتها في تخصيص الأموال المتاحة لديها.

وقد انسابت هذه التدفقات من خلال المؤسسات المالية المحلية سواء كانت مصرفية أو غير مصرفية. ولم يستطع ـ بل عجز ـ هذا النظام المالي بمؤسساته عن استيعاب هذه الأموال وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المنتجة، مما ترتب عليه إفراط في الاستثمار وفي أنشطة إما متدنية العائد أو أنشطة أخرى تعتبر مجالا رحبا للمضاربة السعرية، وقد ساعدت القوة الشرائية المتزايدة الموجهة إلى مجالات المضاربة كأسواق الأسهم والعقار إلى تكون فقاعة في أسواق

---

[1]- أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، 2001، ص 50-51.

*- النمور الآسيوية أو المعجزة الاقتصادية الآسيوية تسميات عديدة أطلقت على دول جنوب شرق آسيا بداية باليابان ومرورا بالنمور الأربعة (كوريا، وهونج كونج، وسنغافورة وتايوان) وانتهاء بالنمور الحديثة (ماليزيا، واندونيسيا وتايلندا)، وقد حظيت هذه الدول بإعجاب واسع النطاق بإنجازاتها الاقتصادية، وجذبها لرؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب. وتمكنت من تحقيق معدلات نمو سريعة خلال العقود الثلاثة من القرن المنصرم باستثناء سنوات الأزمة المالية التي بدأت سنة 1997 وامتدت آثارها إلى نهاية القرن العشرين، وكانت من أهم الدول المتضررة من تلك الأزمة هي كوريا الجنوبية وتايلند والفلبين وإندونيسيا وماليزيا.

[2]- عمرو محي الدين، أزمة النمور الآسيوية (الجذور والآليات والدروس المستفادة)، دار الشروق، الطبعة الأولى، 2000، ص 96-97.

ساعدت القوة الشرائية المتزايدة الموجهة إلى مجالات المضاربة كأسواق الأسهم والعقار إلى تكون فقاعة في أسواق الأصول وتضاخمت هذه الفقاعة بمرور الوقت، وهو أحد العوامل التي جعلت الانهيار كبيرا حينما انفجرت هذه الفقاعة. وقد عجز النظام المالي أيضا -أو على أفضل تقدير لم يكن مستعدا- للاستجابة السريعة حينما تغير اتجاه تدفق هذه الأموال كلية من جهة الداخل إلى جهة الخارج.

وقد أدى الإفراط في الاستثمار إلى تخطي معدل الاستثمار المحلي معدلات الادخار المحلي- بالرغم من ارتفاع معدلات الادخار المحلي- بحيث ترجمت هذه الفجوة نفسها في شكل عجز في ميزان المدفوعات. وقد ساعد على تفاقم هذا العجز عوامل ومتغيرات مهمة، يتعلق بعضها بالسياسات الخاطئة للدفاع عن سعر الصرف الثابت، بحيث أنه حينما انفجرت الأزمة كان التدهور حادا وسريعا. وقد ساعد على هذا التدهور تحول الأزمة إلى أزمة ثقة ولعل أسلوب مواجهة هذه الأزمة هو أحد العوامل التي ساعدت على زيادة حدة التدهور. ولاشك أن هشاشة أو ضعف النظام المالي كان العامل الأساسي المسئول عن حدة التدهور وسرعة الانتشار وتعمق عدم الثقة.

الفرع الثاني: آثار أزمة 1997 والنتائج المترتبة عنها

1- آثار أزمة 1997:

- على الدول المعنية بها: أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي والاجتماعي ولعل من أهمها:

- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي ساهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة، وخاصة في القطاعات الموجهة للتصدير؛

- تضاؤل الثقة بالأنظمة الاقتصادية خاصة المالية منها والسياسية القائمة؛

- ثم إن هذه التحويلات الرأسمالية للخارج ستسحب إلى خفض في الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم المديونية للخارج.

أ- آثار الأزمة على الصعيد العالمي: تأخذ الآثار على الصعيد العالمي البعدين التاليين[1]:

- أدت الأزمة إلى تدهور في مؤشرات البورصات الأوروبية، وانخفاض أسعار الأسهم وخاصة لكبريات الشركات متعددة الجنسيات. الشيء الذي أدى إلى:

✓ هبوط عام في الأسعار.

✓ حدوث البطالة.

- الانخفاض في قيمة عملات الدول المعنية بالأزمة سينجم عنه تزايد في عرض المنتجات الآسيوية في الأسواق المالية نظرا لانخفاض أثمانها، وإذا ما استقر هذا الحال سيعود الانتعاش الاقتصادي ثانية لدول المنطقة على المدى الطويل.

---

[1]- محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 34-35.

2- **النتائج المترتبة عن أزمة 1997**: شهدت الدول الأسيوية أزمة مالية شديدة بدأت بانهيار عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذي اتخذته الحكومة، والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها في مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها. ولقد ترتب على أزمة النمور الآسيوية النتائج التالية[1]:

- أثر ذلك فوراً على دول أخرى مثل الفلبين، اندونيسيا ، كوريا الجنوبية وغيرها؛
- تفاقمت الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالي الناتج المحلى لها؛
- تدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي، فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلي، كما حدث في أندونسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة؛
- انخفضت أسعار العملات والأصول في كل من آسيا نتيجة هروب رؤوس الأموال من أسواق هذه البلدان، مما كان له تأثير مدمر وواسع المدى على اقتصاديات العديد من دول المنطقة[2].

الفرع الثالث: فقاعات شركات الإنترنت في أواخر القرن العشرين ومطلع الألفية الثالثة[3]:

1- **مظاهر أزمة فقاعات شركة الانترنيت:** عرف العالم نوعاً جديداً من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر ناسداك "NASDAQ". حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحاً حقيقية، مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000.

2- **النتائج المترتبة:**

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة؛
- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001، والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت؛
- استمرار الانخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لناسداك بحوالي 78% في 2002؛
- قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25% إلى 1% وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

---

[1] - عبد الله شحاتة، الأزمة المالية (المفهوم والأسباب)، مرجع سابق، ص 2.
[2] - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 34.
[3] - عبد الله شحاتة، الأزمة المالية (المفهوم والأسباب)، نفس المرجع، ص 2-3.

المطلب الرابع: أزمة الرهن العقاري 2008

الفرع الأول: تعريف أزمة الرهن العقاري

الأزمة المالية هي[1]:" التداعيات الناتجة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت في بداية سنة 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية، بسبب فشل مجموعة كبيرة من المقترضين لشراء سكنات وعقارات في رد أو تسديد الديون التي على عاتقهم إلى البنوك، حيث تعود هذه المشكلة إلى زيادة في حجم القروض العقارية الممنوحة بمعدل فائدة متغيرة. معناه تزداد كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة وبدون ضمانات كافية ".

وفي الخطوة التالية قامت البنوك بتحويل القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في الأسواق المالية، ثم بيع الديون على شكل سندات إلى مستثمرين آخرين الذين قاموا بدورهم برهن السندات لدى البنوك مقابل حصولهم على ديون جديدة لشراء المزيد من تلك السندات، وتكررت هذه العملية أي استخدام الديون للحصول على المزيد من الديون.

وفي وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ضلت تعمل تحت السطح، قامت البنوك لتعزيز مركز السندات بالتأمين على السندات من قبل شركات التأمين المعروفة، على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها للحماية من إفلاس البنك أو صاحب السكن أو العقار. مما شجع على اقتناء المزيد من تلك السندات، حتى أصبحت في عام 2007 قيمة العقارات أقل من قيمة السندات المتداولة، وبالتالي لم يعد الأفراد قادرين على تسديد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة، فتضررت المصارف الدائنة من عدم السداد، بحيث هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين ومصارف إفلاسها، بدءا من مصرف "ليمان براذرز" وإندماج بين "ميريل لينش وبنك أوف أمريكا"، وتحول أكبر مصرفين مستقلين في وول ستريت "مورغان ستانلي" و "غولد مان ساكس" إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين، وأخيرا تدخل الدولة الأمريكية لإنقاذ مجموعة التأمين العملاقة "أيه آي جي".

ولمواجهة مخاطر انهيار النظام المالي طرح الرئيس الأمريكي السابق جورج بوش خطة إنقاذ تقوم على إنشاء صندوق خاص يحتوي على 700 مليار دولار لمساعدة المصارف للتخلص من ديونها.

الفرع الثاني: نشأة الأزمة المالية لعام 2008 [2]

تعرض العالم في الآونة الأخيرة لأزمة مالية توصف بأنها الأسوأ ربما منذ أزمة الكساد الكبير على حد تعبير الخبراء الاقتصاديين. فمنذ مطلع العام تنبأت المؤشرات الاقتصادية المختلفة بحدوث كساد في النشاط الاقتصادي على المستوى العالمي. كان من أهم تلك المؤشرات الارتفاع المطرد في أسعار البترول، تكرر الأزمات الائتمانية في الأسواق العالمية، أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، وارتفاع معدل البطالة.

ففي جانفي 2008، ارتفعت أسعار البترول لتصل إلى 147 دولار للبرميل في جويلية، وذلك قبل أن تبدأ في الانخفاض بعد ذلك. وقد أدى ذلك الارتفاع الذي استمر لفترة إلى قفزة كبيرة في أسعار السلع الأساسية مما هدد

---

[1] - صحراوي بن شيحة، بن حبيب عبد الرزاق، تأثير نتائج الأزمة المالية العالمية على التنمية الاقتصادية في الجزائر (دراسة حالة المشاريع الاستثمارية الكبرى قيد الانجاز)، الملتقى الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمة، جامعة فرحات عباس: سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 304-305.

[2] - عبد الله شحاتة، مرجع سابق، ص 6-9.

بحدوث ركود أو "كساد" تضخمي Stagflation. أما في النصف الثاني من 2008 فقد شهدت أسعار معظم السلع انخفاضاً في ظل التوقع لحدوث كساد عالمي.

من ناحية أخرى، سجلت معدلات التضخم العالمية مستويات تاريخية، حيث كان هناك اتجاه عام لزيادة عرض النقود خاصة من قِبل البنك المركزي الأمريكي "FED"، في محاولة للتخفيف من حدة أزمة الرهن العقاري الأمريكية. وقد كان هذا التضخم أكثر قوة في البلاد المصدرة للبترول حيث ارتفعت لديها احتياطيات النقد الأجنبي مع الافتقار إلى حزمة من السياسات النقدية المناسبة ـ مثل عمليات السوق المفتوحة على سبيل المثال ـ وذلك للاحتفاظ بالمعدلات المستهدفة لأسواق النقد وأسعار الفائدة، فيما يُسمى بعمليات التعقيم Sterilization.

1- **الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية:** اندلعت أزمة الرهن العقاري Mortgage Crisis في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية العام 2007، حيث كان هناك ندرة في السيولة في أسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية، إلى جانب بداية الانكماش في قطاع العقارات في الولايات المتحدة، والممارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض والاقتراض. وقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، والتي نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة ملتفة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل فقد كانت في مجملها التفاف على قوانين الدولة والحد الائتماني. حيث تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة. وعند عدم السداد لمرة واحده تؤخذ فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداده. فضلاً عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة عند تغيرها من البنك الفيدرالي الأمريكي فيما يسمى بالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير Adjustable Rate Mortgages ARM.

حيث شهدت السنوات السابقة لذلك تساهلاً ملحوظاً في شروط الائتمان واتجاهاً طويل المدى لارتفاع أسعار العقارات، حيث ارتفعت أسعار العقارات (بالتحديد السكنية منها) بما يقرب 124% خلال الفترة 1997– 2006. مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التمليك السكنى في الولايات المتحدة الأمريكية من 64% في 1996 إلى 69.2% في 2004. وفي ظل الارتفاع العام لأسعار تلك العقارات أخذ الكثير منهم في الاقتراض بضمان قيمتها ـ التي لم تسدد في الأساس ـ وكان الاعتماد في هذه القروض بشكل أساسي على قيمة العقار التي تتزايد باستمرار في السوق كضمان.

وبعد فترة، وتحديداً خلال عامي 2006 و2007 بدأت أسعار الفائدة في الارتفاع على غير المتوقع مما أدى إلى تزايد التزامات محدودي الدخل، حيث ارتفعت أعباء قروض العقارات التي التزموا بها، بالإضافة إلى القروض التي تشكل قيمة العقارات ضماناً لها، فامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، وبدأت أسعار العقارات تهوى لأسفل.

ولاحتواء ذلك الوضع قامت البنوك وشركات العقار ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، الذين لجأوا بدورهم ـ بعد أن تفاقمت المشكلة ـ لشركات التأمين التي أوجدت من الأزمة فرصه للربح بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودو الدخل عن السداد. فقامت بتصنيف سندات الديون لفئتين (أ) قابله للسداد، (ب) لا يمكن سدادها وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من هؤلاء المستثمرين.

وفى ظل تلك الظروف قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة، حيث قام في جانفي 2008 بخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلي 3,50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجياً إلي 2% بين جانفي وأفريل من ذات العام.

ولدى تفاقم الأزمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، اضطرت الشركات والبنوك لمحاولة بيع العقارات محل النزاع والتي رفض ساكنوها الخروج منها، فعجزت قيمة العقار عن تغطية التزامات أياً من البنوك أو شركات العقار أو التأمين، مما أثر علي السندات فطالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم "ايه آي جي AIG" عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريبًا، مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها، ولحق بها كثير من المؤسسات المالية الأمريكية مثل مورجان ستانلي و جولدمان ساكس، وفى سبتمبر 2008 أعلن بنك "الأخوة ليمان" Lehman Brothers" افلاسه.

وقد قُدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم في يوليو 2008 بما يقرب من 435 مليار دولار أمريكي وشهدت البورصات في أغسطس 2007 تدهوراً شديداً أمام مخاطر اتساع الأزمة، وتدخلت المصارف المركزية لدعم سوق السيولة.

هذه الأزمة ما لبثت أن ظهرت آثارها بأن شهد الاقتصاد الأمريكي انكماشاً ملحوظاً على مدار العام 2008، ظهرت جلية في معدلات البطالة، حيث وصلت معدلات البطالة إلى 6.1%، وهو المعدل الأعلى في خمس سنوات في سبتمبر 2008. حيث قام أصحاب العمل بالاستغناء عن ما يقرب من 605000 وظيفة منذ بداية الشهر الأول من هذا العام. وقد انعكست هذه الصورة السلبية على سوق الأوراق المالية في صورة انخفاضات حادة في أسعار الأسهم والسندات.

2- **الأزمة في اوروبا:** امتد أثر الأزمة المالية بطبيعة الحال ليشمل الدول الأخرى وعلى رأسها دول الاتحاد الأوربي حيث هبط الإنتاج الصناعي الأوربي في مايو 2008 بمعدل 1.9%، وهو الانخفاض الأكثر حدة في شهر واحد منذ أزمة سعر الصرف في 1992. وقد سجل الاقتصاد الأوروبي في الربع الثاني من العام انخفاضاً قدره 0.2%. على سبيل المثال ارتفعت حالات البطالة في الاقتصاد البريطاني حسب إحصاءات مكتب الإحصاءات القومية إلى 904900، بزيادة حوالي 32500 حالة وذلك في أغسطس 2008. بينما شهد الاقتصاد الايرلندي في الربع الأول من العام انكماشاً في إجمالي الناتج المحلى قدره 1.5%، وهى السابقة الأولى لها منذ عام 1983، وكذلك انكماشاً قدره 0.5% في الربع الثاني، لتصبح بذلك أيرلندا أولى دول الاتحاد الأوربي دخولاً في الكساد الاقتصادي.

أما اسبانيا فقد نجحت في تجنب الانكماش في النشاط الاقتصادي ولكنها ـ بالرغم من ذلك ـ قد عانت من ارتفاع شديد في معدلات البطالة حيث وصلت إلى 9.9%، فقد ازدادت حالات البطالة في الاقتصاد الاسباني بنحو 425 ألف حالة عن العام 2007.

كل تلك الظواهر الخاصة بالأزمة انتقلت بدورها إلى الدول الأخرى مثل بلجيكا والنمسا وألمانيا والسويد والدانمرك وغيرهم من الدول الأوروبية.

إضافة إلى الأسباب السابقة يمكن أن نورد بعض الأسباب الأخرى لكتاب آخرين:

- **تغير ظروف الاقتصاد العالمي والأمريكي:** يمكن القول بأن جذور الأزمة المالية العالمية تعود إلى بداية القرن الحالي، حيث حصلت تراجعات مهمة في أداء الأنشطة الإنتاجية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي اقتصاديات الدول المتقدمة، وباعتبار أن الأزمة المالية لم تأتي من فراغ، بل تفاعلت مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الولايات المتحدة من مشاكل خطيرة واختلالات عديدة منذ فترة طويلة لعل من أهمها[1]:

ا-عجز الميزانية: يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليس المالية. ويغلب الطابع العسكري على النفقات العامة، حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية.

ب - العجز التجاري: العجز التجاري الأمريكي سجل عجز منذ عام 1971، إذ أنه لم يسجل أي فائض، بل عجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2002 إلى ما يقارب 450 مليار دولا ر، وإلى حوالي 758 مليار دولار في عام 2007.

- **نقص الشفافية**[2]: ويقصد بها عدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية من العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى فقدان الثقة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

- **الجشع**[3]: حيث أنه السبب الرئيسي لعمليات الإقراض والاقتراض التي تقوم بها المؤسسات المالية، فمزيد من الإقراض والاقتراض يعني مزيداً من الأرباح، أما المخاطر الناجمة عن هذا التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجالس الإدارة في معظم هذه البنوك، والتي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل، حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك، وهكذا أدى الاهتمام بالربح في المدة القصيرة إلى تعرض النظام المالي للمخاطر في الأمد الطويل.

- **المشتقات المالية والتوريق:** ساهمت المشتقات المالية بشكل كبير في وقوع الأزمة المالية العالمية وفي الزيادة من شدتها، وكان لها دور كبير في نقل الأزمة إلى الأسواق المالية العالمية[4]. وقد اختلفت التقديرات حول القيمة الإجمالية للمشتقات المالية حيث تشير بعض التقارير أن قيمة المشتقات في العالم أثناء انفجار فقاعة الرهن العقاري الأمريكية تجاوزت 590 تريليون دولار، أي نحو عشرة أضعاف ما ينتجه العالم كله من السلع والخدمات، وقد انهارت بالكامل المتاجرة بالمشتقات في سبتمبر 2008 بعد أن شهدت بورصات العالم عمليات بيع للأسهم شبيهة بشكل كبير بعمليات بيع الأسهم عند اندلا ع أزمة الكساد الكبير.

---

[1] - مصطفى حسني مصطفى، الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة مصر، أفريل، 2009 ، ص 5-6.

[2] - عرفان الحسني، الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية، مجلة المال والصناعة، الصادرة عن بنك الكويت الصناعي، العدد 25، 2007، ص 15.

[3] - David. Chairman , Accounting and the Banking Crisis, Memorandum Submitted by Sir, Intern International Accounting Standard Board, House of Commons Treasury Committee "Banking Crisis Inquiry" November, 2008 P .64.

[4] - ابراهيم رسول هادي، كريم سالم حسن، الأزمة المالية العالمية أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي، الملتقى الدولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي جامعة الكويت، الكويت، يومي 15 و 16 ديسمبر 2010 ، ص 14.

يعد التوريق* أحد الأسباب الرئيسية التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث تم تحويل قروض الرهن العقاري الأمريكية إلى سندات تم عرضها وبيعها وتداولها بين العديد من المستثمرين في معظم دول العالم. أقبلت عليها بشكل كبير مؤسسات مالية وبنوك شهيرة ذات ثقل كبير في الأسواق العالمية بغرض تحقيق المزيد من الأرباح، والغريب أن العديد من المؤسسات أعلنت بعد وقوع الأزمة المالية بأنها لم تكن على علم بدرجة المخاطرة ببيئة المضاربات المعقدة لعمليات الرهن العقاري والمنتجات والأدوات المالية الأخرى المتعلقة بها[1].

- **قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا:** نظرا إلى أنها صادرة من بنوك قوية، بما أن الديون العقارية المرتفعة المخاطر قد اشترتها بنوك كبيرة و قوية كـ"مورغات ستانلي" و "ليمان براذرز" قامت وكالات التصنيف الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آمنا[2] (AAA)، كما تمت هذه الأخطاء التي وقعت فيها وكالات التصنيف العالمية، من خلال إعطاء إمكانيات للشركات ذات التصنيف الأدنى أن تتحصل على تصنيف أعلى من خلال توريق أصولها لدى شركة ذات تصنيف أعلى وهو ما تسبب في خسائر كبيرة.

فالديون التي تحمل التصنيف (AAA[3]) تكون لها ضمان استثنائية للمصدر ووضعية قوية في السوق وقدرة على التجديد والتكيف عالية، والحساسية للتغيرات والتطورات التقنية والبيئة الإنتاجية ضعيفة جدا، والسيولة استثنائية أما أضعف الديون أو ما يطلق عليها ديون الخرد التي تحمل التصنيف (D)، والذي يعبر على أن القدرة على تسديد الديون تساوي صفر أو بمعنى آخر تعبر عن حالة الإفلاس التام.

- **إما الأمر الذي له وزنه الكبير والذي أدى إلى سرعة انتشار الأزمة المالية بين الدول والمؤسسات**، بالرغم من بعد المسافة الفعلية والحقيقية لموقع بروز الأزمة، هو درجة الربط واختصار المسافة التي جعلت العالم أشبه بقرية واحدة والذي أتاحته تكنولوجيا الإعلام والاتصال TIC، وما وصلت إليه من تطور هائل أظهر أثره الكبير على جميع الميادين الاقتصادية منها، وحتى السياسية والاجتماعية. لذا أضحت الأزمة المالية عبارة عن أزمة ثقة عالمية اتجاه جميع الأنظمة الاقتصادية وحتى السياسية رغم اختلافها وتباين طبيعتها[4].

- **سعر الفائدة:** يقوم النظام المالي على التعامل بالفائدة أخذا وعطاء، لكن من يتحملها في الأخير هو المستهلك. كما أن بعض الاقتصاديين، وعلى رأسهم آدم سميث، يرون أنه لا تتحقق التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل

---

* - نشأت ظاهرة التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية منذ مطلع السبعينات من القرن الماضي، وكان السبب البارز لاستحداث هذه التقنية الجديدة هو معالجة أزمات مالية تتعلق بتوزيع القروض العقارية، والتي كانت تطغى عليها معاملات غير مجدية تسببت في العديد من الأزمات المالية، لعل أهمها "جمعيات الادخار والاحتياط" مع مطلع الثمانينات، والتي كانت تستعمل مدخرات قصيرة الأجل في تمويل القروض السكنية طويلة الأجل، مما تسبب في أزمة مالية حادة في الولايات المتحدة، وكانت النتيجة إفلاس العديد من هذه الجمعيات وإعادة رسملة البعض منها.

1 - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال فترة 2009/2007، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير ـ علوم التسيير ـ جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011، ص119.

2 - نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، العددان 48-49 2010/2009، ص 94.

3 - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل، لبنان، 2003، ص 317.

4 - لحول عبد القادر، دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية، فيفري، 2011، ص 4.

الإنتاج إلا إذا كان سعر الفائدة صفرا، وأن البديل هو نظام المشاركة في الربح والخسارة لأنه يحقق الاستقرار والأمن ويعتقدون كذلك أن نظام الفائدة يقود إلى تركز الأموال في يد فئة قليلة ما يؤدي إلى اتساع الهوة الاجتماعية (عدم القدرة على السداد)[1].

- **إن الميزانية من أهم القوائم والتقارير المالية**، والتي من خلالها يتم تقييم قوة المؤسسة ووضعها المالي، وقد ظهر في عمليات إعداد الميزانية الكثير من العبث، بحيث تم تقييم بعض الأصول في الميزانية (كالرهانات)، والتي تتمثل في (العقار، الأسهم والمشتقات بجميع أنواعها) بأسعار أعلى من القيمة الحقيقية لها بكثير، وإن الهدف من قبول هذه الضمانات كان هو إقراض الراهن بفوائد كبيرة، حتى يولد المال من المال وليس عبر قيمة عمل حقيقية، الأمر الذي جعل الميزانية لا تعطي الصورة الحقيقية عن المركز المالي لهذه الوحدات الاقتصادية. فضلاً عن ذلك عدم إظهار بعض البنود في الميزانية العمومية كالمشتقات تحت تسمية بنود خارج الميزانية off-Balance Sheet مما أدى إلى إلغاء دور الميزانية في الكشف المبكر عن مستوى المخاطر التي تعترض استمرارية المؤسسة[2].

الفرع الرابع: تداعيات وآثار أزمة 2008

في دراسة قام بها كل من نور الدين جوادي وعقبة عبد اللاوي حول ما يتعلق بأهم وأبرز الآثار التي خلفتها أزمة 2008 على الاقتصاد العالمي، ومن خلال ما رصده باحثون في موضوع هذه الأزمة. فلقد توصل الباحثان إلى النتائج التالية[3]:

1- **انهيار حاد في أسواق الأوراق المالية [البورصة]:** أكد الباحثون أنه بعد قيام المصارف بتحويل القروض العقارية إلى (سندات مغطاة بأصول عقارية)، ومن ثم طرحها بغية التداول في الأسواق المالية الأمريكية بأقل من قيمتها، تحت ضغط الحاجة إلى السيولة، حدثت حالة تهافت عالمية لاقتنائها، وهو السبب الجوهري الذي منح الأزمة المالية عند نشوبها بعد عالمي. وهنا امتدت هذه التداعيات للأزمة إلى الأسواق العالمية، ابتداء من أسواق الولايات المتحدة الأمريكية إلى الأسواق الأوروبية وأسواق اليابان والشرق الأوسط...الخ، حيث فقدت هذه الأسواق أكثر من 60% من قيمتها، بل إن الكثير من أسهم شركات المساهمة وصلت إلى ما دون قيمتها الدفترية.

2- **انهيار المصارف والمؤسسات المالية الكبرى الأمريكية والعالمية:** رأى معظم الباحثين أن النقص الحاد في السيولة الذي أصاب القطاع المالي، أدى إلى حدوث سلسلة انهيارات متتالية للعديد من المصارف والمؤسسات المالية الكبرى على المستويين الأمريكي والعالمي، فخلال العام 2008 تعرض أكثر من 50 مصرفا وشركة تأمين أمريكية وأوروبية للإفلاس ولأوضاع مالية جد صعبة، كما أعلنت أكثر من 927 شركة إفلاسها. أشارت الباحثة

---

[1]- بوعتروس عبد الحق، سبتي محمد، السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر أكتوبر 2009، ص 149.

[2]- Edwards. J. R, and Mellett.H. J, Accounting for Banking Student, fourthed, The Chartered Instute of Bankers, 1994, P. 187.

[3]- نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة (تحليل عينة دراسات أعداد مجلة بحوث اقتصادية عربية ما بين 2007 إلى 2010)، مجلة بحوث اقتصادية عربية العددان 55-56، 2011، السنة الثامنة عشر، ص 48-52 بتصرف.

"بديعة لشهب" إلى أن الخسائر التي تكبدتها دول الاتحاد الأوربي جراء الأزمة بلغت حوالي 1.8 تريليون يورو (2.5 تريليون دولار)، أو ما يعادل 3 أضعاف ما ينفقه الاتحاد بالفعل على الاقتصاد الحقيقي، أو ما يتراوح بين 2.75 إلى 14% من إجمالي الناتج المحلي لدول الاتحاد الأوروبي.

3- **تولد حالة من الركود الاقتصادي:** أبدى الباحثون أن ظهور بوادر الكساد في الاقتصاد الأمريكي سينعكس لا محالة على الاقتصاد والتجارة العالميين، نظرا إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر أكبر مستورد في العالم بمبلغ يقدر بحوالي 1919 مليار دولار، أي ما يعادل 15.5% من إجمالي الواردات العالمية.

4- **تراجع معدلات [النمو الاقتصادي]:** والجدول الموالي يوضح تراجع الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول.

جدول رقم(05): تراجع الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول في الربع الأخير من عام 2008.

	الناتج المحلي الإجمالي العام 2008 (%)	عجز الناتج المحلي الإجمالي العام 2008 (%)	معدل الانكماش (%)
ألمانيا	7.5	2.1-	2.0
فرنسا	4.8	1.2-	1.5
ايطاليا	7.4	1.8-	0.5
الولايات المتحدة الأمريكية	1.8	6.2-	/

المصدر: أحمد عامر عامر، الأزمات المالية العالمية وتداعياتها الاقتصادية: تداعيات الأزمة العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، السنتان 16-17، 2010، ص 87.

5- **ارتفاع في معدلات البطالة:** وصلت نسبة البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 6.5%، وهي النسبة الأعلى منذ 14 عاما، كما وصل معدل البطالة في الاتحاد الأوروبي إلى حدود 7%. أما معدل البطالة في بريطانيا فقد ارتفع إلى 5.7% مقابل 2.5% في الربع الأول من عام 2008.

6- **انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية**، يعتبر من أهم ما انجر على الأزمة. كانت آثار انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي جد سلبية في الاقتصاد العالمي، فمنذ اندلاع الأزمة واصل الدولار انزلاقاته الخطيرة إلى أن وصل مستوى سعر صرفه مع دخول شهر جويلية 2008 حدود 1.60 دولار مقابل اليورو الواحد، وقد زاد انخفاض سعر صرفه من ارتباكات الأسواق المالية الأمريكية والعالمية، ورفع من حالة عدم الثقة بين المتعاملين فيها، وبدأت موجات عاتية من تخلص المستثمرين من الأصول المالية التي يملكونها والمقيمة بالدولار بدافع تفادي المزيد من الخسائر، الأمر الذي أدى إلى تعميق مستويات انخفاض الدولار، متسببا في أزمة مالية واقتصادية حقيقية في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن ثم الدول المرتبطة عملاتها بالدولار (كدول الخليج عربيا)، أو الدول المرتبطة تجارتها الخارجية به (كالجزائر التي تمثل المحروقات أكثر من 97% من إجمالي صادراتها، وهي مسعرة بالدولار).

الفرع الخامس: سياسة العلاج لمواجهة الأزمة

1- **خطة الولايات المتحدة الامريكية:** لقد أدت الأزمة المالية الأمريكية إلى مجموعة من ردود الفعل في الولايات المتحدة الأمريكية، أبرزها اعتماد خطة إنقاذ بمبلغ 700 مليار دولار تدور حول[1]:

- تقديم مساعدات للعائلات للتقليل من ارتفاع حالات عدم القدرة على التسديد؛

- اعتماد سياسة نقدية مرنة بضخ السيولة بالتأثير في معدل الفائدة، وهكذا عمل الاحتياطي الفيدرالي على تخفيض سعر الفائدة إلى غاية الوصول به إلى 1%، من أجل عدم توقف المستثمرين عن طلب الائتمان، فيكرس ذلك حالة من الركود الاقتصادي؛

- التدخل من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي للقيام بدور مقرض الملاذ الأخير، ومن الخزانة الأمريكية للقيام بدور المشتري الأخير؛

- كما تضمنت الخطة تخفيض الضرائب على الشركات والطبقات المتوسطة، وضمان الدولة لودائع زبائن البنوك بحيث انتقلت من 100,000 دولار إلى 250,000 دولار.

كانت التدابير المعتمدة في هذه الخطة كما يلي:

تهدف خطة الإنقاذ الأمريكية إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأملاك العقارية وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي، وزيادة عائدات الاستثمار إلى أقصى حد ممكن[2]، كما تهدف إلى توفير السيولة اللازمة في الأسواق المالية والقطاع المصرفي لمنع انهيار النظام المالي الأمريكي.

تعد هذه الخطة أكبر تدخل حكومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الكساد الكبير، وما يلاحظ أن ضخ هذه الأموال الضخمة يتم في الولايات المتحدة في ظل عجز غير مسبوق في الميزانية وعجز كبير في الميزان التجاري وعدم تسجيل أي فائض فيه منذ عام 1971، إضافة إلى أن الولايات المتحدة تعاني من تزايد الدين الحكومي العام ورغم كل ما ساهمت به هذه الخطة في انقاد الكثير للبنوك والمؤسسات المالية، إلا أنها تعتبر مجرد مسكنات آنية لا أكثر تم بها وقف الانهيار، وإعادة جزء من الهدوء والثقة للأسواق في المدى القصير، حيث انحصرت خطة الإنقاذ على التدخل المباشر في السوق دون أي معالجة للاختلالات الجوهرية التي أدت إلى حدوث الأزمة[3].

2- **خطة دول منطقة اليورو:** عقدت مجموعة اليورو اجتماع في باريس بتاريخ 12 أكتوبر 2008، وبمبادرة مباشرة من الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" لتنسيق الخطوات لمواجهة الأزمة، والعمل على استعادة الثقة في النظام المالي والمصرفي الأوروبي. وحضر القمة زعماء فرنسا وبريطانيا وألماني وإيطاليا، وأكدوا على ضرورة تقديم الدعم للنظام المصرفي المتضرر من الأزمة. أعلنت كل الدول الأعضاء تفاصيل خططها لإنقاذ نظامها المالي والمصرفي وذلك تطبيقا لخطة العمل التي تبنتها القمة الأوروبية، كما قدمت المفوضية الأوروبية خطة شاملة من حوالي 200 مليار يورو

---

[1] - قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009، ص 14.

[2] - عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 338.

[3] - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 129-130.

لانتشال الاقتصاد الأوروبي من الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، وفي بيانه الختامي أعلن مؤتمر القمة على زيادة ممارسة الضغوط على واشنطن لإصلاح بسرعة وبدقة نظامها المالي، وجعله متجانسا ومتناسقا مع كل دول العالم[1].

يمكن تلخيص أهم الخطط التي اعتمدتها الدول الأوروبية الكبرى لمواجهة الأزمة المالية في الجدول الموالي:

الجدول رقم(06): التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
بريطانيا	640 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار دولار، ويمكن للدولة أن تمتلك إلى غاية 60% من رأسمال البنك الذي رفعت رأس ماله. - ضمان القروض ما بين البنوك بـ321 مليار أورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار أورو.
ألمانيا	480 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار دولار
فرنسا	360 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار دولار، يطبق هذا الضمان على القروض المتعاقد عليها قبل 1 كانون الأول/ديسمبر 2009 لمدة تصل إلى خمسة أعوام
هولندا	200 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك بـ 20 مليار أورو، ويستخدم المبلغ أيضا لضخ السيولة. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 200 مليار أورو.
اسبانيا	100 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك بـ100 مليار أورو مع عدم وجود لرسملة بنكية.
ايطاليا	100 مليار أورو	- تلتزم الحكومة بإنفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان استقرار النظام المالي.
البرتغال	20 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك، ويستخدم المبلغ لضخ السيولة
المجموع	1900 مليار أورو	

المصدر: قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009، ص 16.

3- **الخطة الأوروبية الآسيوية:** هناك العديد من الاقتراحات والحلول تقدم بها مسؤولو البلدان الأوروبية خلال قمة بكين (التي انعقدت بتاريخ 25 أكتوبر 2008) ترجمت إلى إجراءات اقتصادية ونقدية ومالية وتشريعية، إضافة إلى مجموعة من الوصايا تمحورت حول إصلاح المنظومة المالية العالمية الرأسمالية للخروج من الأزمة المالية الخطيرة، والتي أهمها[2]:

- إعادة النظر في القواعد المحاسبية الحالية غير الشفافة؛

---

[1] - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 130.

[2] - عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية، المؤتمر العلمي حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و 20 ديسمبر 2009، ص 8-10.

- دعم صندوق النقد الدولي؛

- تشجيع التعاون بين المراكز المالية غير المقيمة في البلدان؛

- الحد والتنقيص من المكافآت والأجور الذهبية؛

- تحسين التشريعات الخاصة بتقديم الائتمان؛

- تنظيم وتأطير عملية السندات أو ما يسمى بالتسنيد.

4- **خطة مجموعة العشرين:** اجتمعت مجموعة العشرين (G20) في العاصمة الأمريكية واشنطن في 15 نوفمبر 2008 من أجل العمل على وقف هذه الأزمة والحد من تدهور الأوضاع التي يواجهها الاقتصاد العالمي جراء الأزمة المالية، وتتضمن مجموعة العشرين اقتصاديات الدول الأفضل أداء في العالم. وتمثل دول مجموعة العشرين حوالي 90% من حجم الاقتصاد العالمي و80% من التجارة الدولية، ومن دولها الولايات المتحدة وكندا وبريطانيا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا وروسيا واليابان[1].

وتركزت خطة العمل التي اتفق عليها القادة في خمس نقاط رئيسية وهي[2]:

- تعزيز شرعية وفاعلية المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، والاتفاق على إجراءات جوهرية لإصلاح النظام المالي لتفادي الأزمات المالية المستقبلية بسبب القروض المصرفية القائمة على المخاطرة؛

- تحقيق الشفافية في الأسواق المالية الدولية وضمان الإفصاح الكامل عن أوضاعها المالية، من خلال شركات تقوم بمراجعة أدائها في السوق؛

- الإشراف الكامل ومراقبة البنوك والمؤسسات المالية وضمان عدم دخولها في عمليات شديدة المخاطرة مثل قروض الرهن العقاري، واستحداث أدوات مالية جديدة مثل: صناديق التحوط التي كانت سببا رئيسيا من أسباب الأزمة المالية؛

- قيام وزراء المالية في دول المجموعة بوضع قائمة بالمؤسسات المالية التي يمكن أن يؤدي انهيارها إلى تعرض الاقتصاد العالمي إلى مخاطر كبيرة وضرورة مساعدة هذه المؤسسات؛

- تحسين نظام الرقابة المالية لكل دولة، كما أن لكل دولة الحق في التحكم في أدوات سياستها المالية والنقدية مثل أسعار الفائدة حسب أوضاعها الاقتصادية.

---

[1] - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 132.

[2] - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 354.

المطلب الخامس: أزمة اليونان 2010

لقد أصبح من الجلي أن استمرار الوحدة الأوربية بات يتطلب إجراءات صارمة، خاصة في ظل تفاقم أزمة الديون السيادية على مستوى مجموعة من الدول المنطوية تحت لواء الوحدة الأوروبية، وخاصة كل من البرتغال، ايرلندا ايطاليا، اليونان واسبانيا (أو كما يطلق عليها PIIGS*). لذا بادرت دول المجموعة الأوربية إلى بذل جهود حثيثة حتى تضمن السلامة المالية للمجموعة، وتخرج من نفق هذه الأزمة، وذلك بمد المساعدات المالية وسن القوانين التشريعية المسايرة للأزمة.

الفرع الأول: مفهوم الديون السيادية:

1- **المديونية الخارجية:** حددت مجموعة العمل الدولي المتعددة الأطراف سنة 1988 تعريف المديونية والدين الخارجي على أنها قيمة الالتزامات القائمة والموزعة في أي فترة من الزمن للمقيمين في دولة معينة تجاه غير المقيمين لدفع الأساس مع وبدون فوائد، أو دفع فائدة مع أو بدون أساس، وهذا التعريف الواسع للمديونية الخارجية يتطلب نظام مرن لتدوين وإدارة الدين، ويتطلب المعرفة الكاملة لكافة الالتزامات المالية الخارجية للدولة، والتي تشمل ديون الدولة وديون البنك المركزي وديون المؤسسات العامة والخاصة المضمونة من طرف الحكومة[1].

ويرى البعض أن المقصود بالدين الخارجي هو[2]:" تلك المبالغ التي اقترضها اقتصاد قومي ما، والتي تزيد مدة القرض فيها عن سنة واحدة، وتكون مستحقة الأداء للجهة المقرضة عن طريق الدفع بالعملات الأجنبية أو عن طريق تصدير السلع والخدمات إليها. ويكون الدفع إما عن طريق الحكومات الوطنية أو الهيئات الرسمية المتفرعة عنها، أو عن طريق الهيئات العامة الرسمية الضامنة لالتزامات هؤلاء الأفراد والمؤسسات الخاصة ".

ويقصد بالمديونية بأنها:" تلك العملية التي تتميز بحركة نفقات رؤوس الأموال في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة. وعند انقطاع حركة تدفقات تحدث أزمة المديونية الخارجية، ويكون سبب هذا الانقطاع في أغلب الأحيان راجعا إلى عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية[3] ".

2- **الديون السيادية:** عادة ما تلجأ الحكومات إلى عملية الاقتراض سواء الداخلي أو الخارجي عند عجزها على تغطية نفقاتها. والإشكال القائم هنا هل يتم إصدار هذه السندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين في السوق المحلي، إذ هذه يسمى بحالة الدين الناجم عن عملية الإصدار للدين الحكومي، أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو، ويطلق على الدين الناجم عن هذه العملية عبارة الدين السيادي "Sovereign debt".

---

* - PIIGS: هو اختصار يشير إلى البرتغال وإيطاليا وايرلندا واليونان وإسبانيا. يستخدم من قبل المستثمرين الدوليين والأكاديميين ووسائل الإعلام المالية. وقد صاغ هذا المصطلح للإشارة الى الدول الخمس الأضعف في منطقة الأورو.

1 - بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 30، جويلية 2004، المعهد العربي لتخطيط الكويت، ص 5.

2 - رمزي زكي، الديون والتنمية، دار المستقبل العربي، مصر، 1985، ص 56.

3 - آمال فحاحيرية، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد3، ديسمبر 2005 ص 336.

تتمثل الديون السيادية[1] Sovereign Debt في سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة، أي أنه شكل من أشكال الاقتراض. ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة علي الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية، وأن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الأجنبي والذي يسمح لها بذلك، حرصاً منها علي ثقتها لدي المستثمرين الأجانب، وكذلك علي تصنيفها الائتماني في سوق الإقراض.

فالديون السيادية تنشأ عندما تقوم الحكومات بإصدار سنداتها وبيعها إما إلى جهات محلية مثل المواطنين أو المؤسسات المالية المحلية، أو إلى جهات حكومية محلية، كما تباع السندات إلى أجانب، وهو ما يطلق عليه الدين الخارجي. لذا فإن نوع العملة التي تُصدر بها السندات السيادية للدولة يُعدّ في غاية الأهمية، فالسندات المصدرة بعملة الدولة تنخفض درجة المخاطر المحيطة بها إلى حد كبير، حيث يمكن للدولة في حالة مواجهة أزمة في خدمة تلك الديون أن تصدر المزيد من عملتها المحلية، وتتجنب مخاطر إعلان التعثر، بعكس الحال بالنسبة للسندات المصدرة بعملات أجنبية، حيث أن توقف الدولة عن خدمة هذه الديون سيعني إعلان إفلاس الدولة بصورة رسمية[2].

وبالإجمال تتمثل الديون السيادية في سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة، أي أنه شكل من أشكال الاقتراض، ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية، وأن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الأجنبي والذي يسمح لها بذلك، حرصاً منها على ثقتها لدى المستثمرين الأجانب، وكذلك على تصنيفها الائتماني في سوق الإقراض[3].

الفرع الثاني: أزمة الديون السيادية

إن بداية أزمة الديون السيادية تكون بفشل الحكومة في القيام بخدمة ديونها المقومة بالعملات الأجنبية والذي يترتب عنها فوائد، وهذا راجع لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي في ظل النمو البطيء لاقتصادها[4]. فالحكومة تحرص على ألا تفشل في سداد التزاماتها، وذلك حرصا على الحفاظ على تصنيفها الائتماني في سوق الاقتراض من التدهور، مما قد يؤدي إلى فقدان المستثمرين في الأسواق الدولية الثقة في حكومة هذه الدولة وتجنبهم الاشتراك في أي مناقصات لشراء سنداتها في المستقبل، أكثر من ذلك فإن ردة فعل المستثمرين لا تقتصر على أولئك الذين يحملون سندات الدولة، وإنما يمتد الذعر المالي أيضا لباقي المستثمرين الأجانب في هذه الدولة والذين لا يحملون هذه السندات.

وبشكل عام يفترض عندما تقوم الحكومة بالاقتراض لمدة محددة أن يكون لديها تصور زمني عن هيكل تدفقات إيراداتها، سواء بالعملة المحلية أو بالعملات الأجنبية، وبناء على هذا التصور يمكن للحكومة أن تحكم على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها نحو دائنيها في المواعيد المحددة للسداد أم لا، وتواجه الحكومة أزمة دين سيادي إذا

---

[1]- مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي يناير 2012، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، العدد19، 2011، ص16-17.

[2]- http://www.aleqt.com/2012/01/01/article_612187.html. 2013/03/23 تم الاطلاع على الموقع بتاريخ

[3]- الغرفة التجارية الصناعية الرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، مركز البحوث والدراسات، إصدار سنوي، العدد19 19، 2011، ص 16.

[4]-Lia Menéndez, The Spread of the European Sovereign Debt Crisis, April 2012, P.2.

أساءت تقدير هيكل التدفقات النقدية من العملات الأجنبية في المستقبل، على سبيل المثال إذا تمت المغالاة في تقديرات هذه التدفقات بما قد يوحي للحكومة بتمكنها من الحصول على النقد الأجنبي اللازمة لسداد التزاماتها بسهولة، أو إذا ما تعرضت الدولة لصدمة خارجية تؤثر على تدفقات النقد الأجنبي لهذه الدولة بالشكل الذي يؤدي إلى تعرض مجمع النقد الأجنبي فيها (أرصدة النقد الأجنبي التي تملكها الحكومة لدى البنك المركزي) إلى عجز عن الوفاء بكافة الاحتياجات اللازمة للدولة من العملات الأجنبية، ومن ثم فإن أخذ الحيطة من جانب الحكومات في هيكلة ديونها بالعملات الأجنبية من الناحية الزمنية بالشكل الذي يمكنها من استيفاء متطلبات خدمة هذه الديون وفي المواعيد المحددة وبقدر كبير من الثقة، يعد أمرا ضروريا حتى لا تقع الدولة في أزمة ديون سيادية.

أو قد تلجأ الدولة إلى المؤسسات الرسمية الدولية مثل صندوق النقد الدولي طالبة المساعدة في سداد ديونها فيقوم الصندوق بتقييم أوضاع الدولة، فإذا كان التوقف عن السداد راجعا لظروف طارئة، على سبيل المثال انخفاض أسعار صادرات هذه الدولة، فإنه يعقد معها ما يسمى باتفاق المساندة والذي بمقتضاه يتم منح الدولة تسهيلات نقدية بالعملات الأجنبية في صورة نسبة محددة من حصتها لدى الصندوق (على صورة شرائح)، دون أن يفرض على الدولة إجراءات لتصحيح هيكلها الاقتصادي والمالي. أما إذا كان التوقف عن السداد يعود إلى مشكلة هيكلية مرتبطة بضعف هيكل إيرادات الدولة أو سوء عملية تسعير السلع والخدمات العامة، أو عدم مناسبة عملية تقييم معدل صرف عملتها المحلية... الخ، فإن الصندوق يشترط في هذه الحالة أن ترتبط عملية تقديم المساعدة للدولة بضرورة إتباع الدولة لبرنامج إصلاح هيكلي، يتضمن مجموعة من الإجراءات المقترح أن تتبعها الدولة حتى تستطيع إصلاح هيكل ميزانيتها العامة وتخفيض العجز في ميزان مدفوعاتها، وتحسين قدرتها على الاقتراض والسداد في المستقبل.

الفرع الثالث: نشأة أزمة الديون السيادية في أوروبا

1- انطلاق شرارة الديون السيادية في اليونان: بدأت تلك الأزمة في نهاية عام 2009 وبداية عام 2010. حينما تراكم الدين الحكومي في ثلاث بلدان من منطقة اليورو، هي اليونان وايرلندا والبرتغال، والتي ما لبثت أن امتدت إلي عدة دول أوروبية أخري، وأصبحت خطراً يهدد بالانتشار في ايطاليا واسبانيا، وهما يحتلان المرتبة الثالثة والرابعة علي التوالي في اقتصاد منطقة اليورو.

وتعد اليونان هي أول من دق ناقوس الخطر تجاه أزمة الديون في منطقة اليورو، ففي الفترة من 2002-2007 "طبقا لإحصائيات صندوق النقد الدولي"، لوحظ أن الطلب المحلي قد نما بمقدار 4.2%، بالمقارنة بنسبة 1.8% نمواً في منطقة اليورو بأكملها، ويرجع السبب في هذا النمو السريع إلى لجوء اليونان إلى الاقتراض من الخارج لتمويل مشروعاتها التنموية، دون أن تتخذ التدابير اللازمة لضمان كفاية هيكل تدفقاتها النقدية للوفاء بتلك القروض. الأمر الذي أدى إلى حدوث عجز في حسابها الجاري، الذي ارتفع من 5.8 % في عام 2004 إلي 14.4% في عام 2008م. كما بلغ العجز في الميزانية الحكومية لعام 2008 حوالي 7.7% من الناتج المحلي الإجمالي، وما لبث أن وصلت تلك النسبة إلي 13.6% في أبريل عام 2010م. كما وصل حجم الدين العام في اليونان في عام 2008م إلى

112%، كما بلغ في عام 2011م إلى 18 مليار دولار أمريكي[1]، وارتفعت نسب الفائدة علي الديون المستحقة وارتفع العجز الائتماني للديون الحكومية.

وجدير بالإشارة أن الأزمة المالية العالمية كان لها تداعياتها السلبية الخطيرة علي الاقتصاد اليوناني، لاعتماده علي القطاع الخدمي والسياحي، والتي كانت من القطاعات الشديدة التأثر بهذه الأزمة، وكان لتأثر الحركة السياحية بها أثر بالغ في نقص حصيلتها من النقد الأجنبي، باعتبار السياحة أهم القطاعات توليداً للعملات الأجنبية.

الجدول (07): النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري باليونان (2009-2015م)

البيان	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
النمو الفعلي للناتج الإجمالي المحلي%	2.0-	4.0-	2.6-	1.1	2.1	2.1	2.7
إجمالي الدين (% من الناتج المحلي الإجمالي)	115	133	145	149	149	146	140
ميزان الحساب الجاري %	8.6-	2.4-	0.9-	1.0	3.1	5.9	6.0

Source: The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

تشير بيانات الجدول (07) أعلاه إلى أن حجم الدين الحكومي لليونان قد وصل إلى 115% من الناتج المحلي الإجمالي لها، وتشير توقعات صندوق النقد الدولي أن تلك النسبة ستقترب من 150% بحلول عام 2012، وتبشر النتائج ببداية تخطي الأزمة ونمو الناتج المحلي، وانخفاض حجم الدين وزيادة التوازن في الحسابات الجارية في اليونان بحلول عام 2014، غير أنه في الوقت الحالي نظراً لتزايد المخاوف، وعلي الرغم من إعلان البنك المركزي الأوروبي بأنه سيقوم بشراء السندات اليونانية والايطالية، إلا أن حالة الخوف والقلق ما زالت تجتاح الأسواق المالية العالمية.

ويمكن القول أنه يفضل لليونان لتجاوز تلك الأزمة القيام بزيادة حجم الضرائب، وإنعاش النمو، وتحفيز السياحة. أيضا تشير العديد من التقارير الدولية إلى أنه يوجد هناك حل آخر ممكن أن يكون فعالا ، يتمثل في استغناء اليونان عن اليورو كعملة لها، والاعتماد على عملتها المحلية، وهذا بلا شك سيسهم في تخفيض قيمة عملة اليورو، مما يساهم في خفض فائدة الائتمان، والاعتماد علي القروض المباشرة.

2- تطور الأزمة في باقي دول منطقة الأورو: لعل الأزمة التي امتدت ظلالها علي اليونان قد تشعبت في أنحاء أخري من دول منطقة اليورو، وتعد ايرلندا ثاني أكبر الدول التي تسببت في نشوء أزمة الديون السيادية، فقد تسارع النمو على نحو مرتفع فيها ليصل إلى نسبة 9.6% في الفترة من (1995-2000م). كما وصل سعر الفائدة علي مديونيتها من ألمانيا إلى أدني مستوياته في عام 2005م، كما زادت الأجور بنسبة 13%، إلا أن النمو السريع والسياسة النقدية الأوربية ساهمت في ضخ المزيد من النقد الأجنبي في القطاع المالي، مما أدي إلي زيادة حجم الائتمان ليشكل حوالي 200% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008م.

---

[1]- Nelson, et Al. Greece's, debt Crisis: Overview, Policy, Reponses, and Implication, Congressional Research Service August, 2011, P.9.

غير أنه نظراً لتحول الاقتصاد الايرلندي من اقتصاد صناعي إلى اقتصاد يعتمد علي القطاع الخدمي والإسكان والوساطة المالية والعقارات، فقد تأثرت إيرلندا بالأزمة المالية العالمية، حيث تراجع الطلب المحلي العام فيها بنسبة 16%، وانخفضت حركة الاستثمارات بنسبة 40%، وانخفضت أسعار المساكن بنسبة 40% بحلول عام 2010 "طبقاً لتقارير اللجنة الأوروبية".

إلا أنه من الملاحظ أن أكثر القطاعات تأثراً كان القطاع المالي، حيث انخفضت الأسهم المالية إلى أكثر من 70%، وقدرت خسارة البنوك إلى ما يصل إلى 35 مليار يورو، وبنسبة 20% من الناتج المحلي الإجمالي . وتم الإعلان عن تأميم البنك الانجليزي الايرلندي الذي تكبد خسائر قدرت بنحو 12.7 مليار يورو[1].

وتشير بيانات الجدول (08) إلى أن ايرلندا تصدرت قائمة دول منطقة اليورو من حيث نسبة العجز في الميزانية حيث وصلت نسبة العجز في ميزانيتها إلى نحو 14.7%، يليها اليونان بنسبة 12.2%، ثم أسبانيا وفرنسا والبرتغال.

الجدول(08): نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو في 2010م

الدولة	نسبة العجز في الميزانية %	الدولة	نسبة العجز في الميزانية %
ايرلندا	14.7-	بلجيكا	5.8-
اليونان	12.2-	قبرص	5.7-
اسبانيا	10.1-	النمسا	5.5-
فرنسا	8.2-	ايطاليا	5.3-
البرتغال	8.0-	ألمانيا	5.0-
سلوفينيا	7.0-	فنلندا	4.5-
نيوزيلندا	6.1-	مالطا	4.4-
تشيكوسلوفاكيا	6.0-	لوكسمبورج	4.2-

Source: http://www.spiegel.de/fotostrecke/fotostrecke-54629-3.html

وتشير بيانات الجدول (08) إلى أن ايطاليا هي أعلى دولة يرتفع فيها حجم الدين الحكومي العام بعد اليونان حيث يصل إلي حوالي 119% من الناتج المحلي الإجمالي، بما يثير السؤال الذي يطرح نفسه: هل ستواجه ايطاليا نفس مصير اليونان؟

[1]- Dadush, U., Paradigm Lost, The Euro in Crisis, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, 2010, P.45-47.

الجدول(09): نسبة الديون الحكومية والميزان الجاري من الناتج المحلي الاجمالي في دول منطقة اليورو في عام 2010م

الدولة	الدين الحكومي العام	ميزان الحسابات الجارية	الدولة	الدين الحكومي العام	ميزان الحسابات الجارية
النمسا	72.2	2.7	ايطاليا	119.0	-3.3
بلجيكا	96.7	1.0	لكسمبرج	18.4	7.8
قبرص	60.8	-7.7	مالطا	67.1	-4.8
فنلندا	48.4	3.1	نيوزيلندا	63.7	7.1
فرنسا	82.3	-1.7	البرتغال	92.9	-9.9
ألمانيا	84.0	5.7	تشيكوسلوفاكيا	41.8	-3.5
اليونان	142.8	-10.5	سلوفينيا	37.3	-0.8
ايرلندا	94.9	0.5	اسبانيا	60.1	-4.6

Source: The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

هذا ومن جانب آخر، فقد احتلت البرتغال المرتبة الثانية بعد اليونان من حيث أعلى عجز في ميزان الحسابات الجارية. وتعتبر البرتغال بالفعل من أوائل الدول التي تعاني من أزمة الديون السيادية[1]. ويرجع ذلك لما يعانيه اقتصادها من تباطؤ في النمو ومن انخفاض الإنتاجية بها، مما دفعها لزيادة الاستيراد من الخارج، الأمر الذي يتسبب في عجز التدفقات النقدية الأجنبية، بما يتسبب في عجزها عن الوفاء بديونها السيادية.

الفرع الرابع: خطط الإنقاذ في السنوات الأولى من بداية الأزمة[2]

أعلنت حكومات أوروبية عن مجموعة جديدة من الإجراءات التقشفية لتقليص عجز موازناتها بمليارات اليورو حيث أجبرت الأزمة المتنامية لديون اليونان الدول الأعضاء في منطقة اليورو على اتخاذ تدابير أكثر صرامة.

1- **البرتغال:** أعلنت الحكومة بعد مشاورات من رئيسها وزعيم المعارضة عن خطة تقشف صارمة بمليارى يورو السنة 2010م، وتضمنت هذه الخطة رفع ضريبة القيمة المضافة بـ1% لتصل إلى 23% وزيادة الضرائب على رواتب السياسيين ومسؤولي القطاع العام،كما تضمن أيضا زيادة ضريبة جديدة على أرباح البنوك والشركات الكبيرة بنسبة 2.5% لتصل إلى 27.5% على الأرباح السنوية التي تزيد على 2 مليون يورو وزيادة 1.5% في ضريبة الدخل.

2- **اسبانيا:** تم الإعلان عن خطة تقشف جديدة بقيمة 15 مليار يورو على عامين في محاولة لدعم الميزانية العامة في البلاد وتشمل: خفض رواتب العاملين في القطاع العام بنسبة 5%، وتجميد أجور ومعاشات التقاعد خلال عام 2011م، تخفيض رواتب الوزراء بنسبة 15%، وتخطط الحكومة لإلغاء منحة المواليد الجدد والتي تبلغ 2500 يورو من عام 2011. أيضا تخفيضات أخرى في الإنفاق مثل 6 مليارات يورو استثمارات القطاع العام، 1.2 مليار يورو من

[1]- Dadush. U, Paradigm Lost, op.cit, P.59.

[2]- محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 43-46 بتصرف.

إنفاق المحليات و600 مليون يورو من المساعدات الخارجية التي تقدمها اسبانيا، علاوة على تخفيضات أخرى في تكاليف الأدوية ضمن نظام التأمين الصحي العام.

3- بريطانيا: قررت الحكومة خفض رواتب الوزراء بنسبة 5% وهو ما سيوفر للبلاد 3 ملايين جنيه إسترليني (4.4 مليون دولار). خفض الإنفاق الحكومي وتقليل العجز المقدر بنحو 163 مليار جنيه إسترليني، وخفض الإنفاق على التأمين الصحي بأكثر من 20 مليار جنيه إسترليني.

4- إيطاليا: على الرغم من عدم ورود مصطلح التقشف في القاموس السياسي الايطالي بسبب حرص رئيس الوزراء سيلفيو برلسكوني على ارتفاع معنويات المواطنين، إلا أن ربط الأحزمة قد بدأ قبل سنوات وهو ما ساعد البلاد على ضبط ميزانيتها والحفاظ على نسبة العجز في حدود المسموح به.

وننتهي إلى خطة إنقاذ منطقة اليورو كالآتي: 60 مليار يورو من المفوضية الأوروبية، 440 مليار يورو قروض من دول منطقة الأورو، و250 مليار يورو قروض وعد صندوق النقد الدولي بتقديمها.

الفرع الخامس: ترتيب الديون السيادية في العالم [الربع الأول من سنة 2014]:

صدر مؤخرا التقرير الربع سنوي لمؤسسة *CMA عن مخاطر الديون السيادية في العالم، والذي تضمن تصنيفا للديون السيادية لدول العالم وفقا لأخطر هذه الديون وأكثرها أمانا في ذات الوقت، ويوضح الجدول رقم (10) ترتيب أخطر الديون السيادية في العالم، واحتمال التوقف عن السداد أي احتمال أن تقوم الدولة بإعادة هيكلة ديونها، وتصنيف الدين السيادي للدولة، فضلا عن هامش معدل الفائدة للسندات السيادية للدولة، استحقاق 5 سنوات. أما الجدول رقم (11) فيمثل ترتيب أكثر الديون السيادية في العالم أمانا.

تقرير مؤسسة CMA يقيس الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد Cumulative Probability of Default، أي احتمال أن تكون الدولة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها نحو دينها العام على مدى السنوات الخمس المقبلة، ويتم حساب الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد من خلال نموذج معياري، يتم تطبيقه من جانب المؤسسة على الدول المدينة، وبناء على النتائج يتم وضع تصنيف ائتماني ضمني لكل دولة، ووفقا لهذا التصنيف الائتماني الضمني، يتم ترتيب دول العالم وفقا لأكثر الديون السيادية لدول العالم أمانا، أو أكثر الديون السيادية لدول العالم خطورة.

الجدول رقم (10) يعرض الترتيب الذي أعدته مؤسسة CMA عن أخطر الديون السيادية في العالم في الربع الأول من هذا العام (2014)، واتجاهات تطور ترتيب هذه الديون مقارنة بالربع الرابع من عام 2013، والاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد خلال السنوات الخمس المقبلة، ووفقا للجدول فإن أهم نتائج التقرير الأخير هي بقاء أسوأ خمس دول في الترتيب العالمي من حيث ارتفاع درجة المخاطر المحيطة بديونها السيادية على حالها، وهي على التوالي، من الأسوأ، الأرجنتين، فنزويلا، أوكرانيا وباكستان، قبرص، مع ملاحظة أن قبرص حسنت من ترتيبها بمركزين

* مؤسسة CMA (Country Manager Authority) المتخصصة في المعلومات عن الائتمان في العالم، عن مخاطر الديون السيادية في العالم.

فبعدما كانت في المركز الثالث في الربع الأخير من سنة 2013، انتقلت إلى المرتبة الخامسة في الربع الأول من سنة 2014 من حيث أخطر الديون. مع تراجع بمركز لأوكرانيا وباكستان.

كل هذا حدث رغم ما يجرى من وجود عسكري روسي في شبه جزيرة القرم، والتي لم تتسب في اتساع الفروق في تصنيف *CDS الضمني لدول أوربا الغربية أو دولة الولايات المتحدة.

لا يزال كل من الأرجنتين وفنزويلا محافظتان على مراتبهما الأولى والثانية. مع دخول كل من لبنان وتونس إلى قائمة العشر دول صاحبة أكبر الديون السيادية في العالم خطورة، حيث تحتلان المرتبة التاسعة والعاشرة على التوالي باحتمال تراكمي للتوقف عن السداد خلال الخمس سنوات القادمة مقدر بـ24.63% للبنان و22.09% لتونس.

الجدول رقم(10): أكثر الديون السيادية في العالم خطورة (الربع الأول من سنة 2014)

Position Q1 الترتيب الحالي	Country الدولة	5 Year CPD (%) الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد عن 5 سنوات	5 year CDS Mid (bps) تصنيف CDS الضمني (هامش معدل الفائدة. نقطة)	ترتيب الدولة في السنة الماضية	Previous Ranking الترتيب السابق
1	Argentina (الأرجنتين)	70.54%	1920.9	1	بدون تغيير
2	Venezuela (فنزويلا)	58.91%	1289.9	2	بدون تغيير
3	Ukraine (أوكرانيا)	45.06%	902.1	4	تراجع بمركز واحد
4	Pakistan (باكستان)	42.81%	775.1	5	تراجع بمركز واحد
5	Cyprus (قبرص)	28.96%	386.1	3	تحسن بمركزين
6	Egypt (مصر)	27.25%	448.8	6	بدون تغيير
7	Greece (اليونان)	26.67%	453.1	7	بدون تغيير
8	El Salvador (السلفادور)	25.88%	412.5	8	بدون تغيير
9	Lebanon (لبنان)	24.63%	385.2	12	تحسن بثلاث مراكز
10	Tunisia (Proxy)(تونس)	22.09%	346.5	13	تحسن بثلاث مراكز

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

S&P CAPITAL IQ, Mc GRAW HILL FINANCIAL, Global Sovereign Debt, A Market Drive Perspedive, 1St Quarter, 2014, P.6.

* - Credit Default Swap (CDS).

الجدول رقم (11) يعرض الترتيب الذي أعدته مؤسسة CMA عن أكثر الديون السيادية في العالم أمانا في الربع الأول من هذا العام (2014)، واتجاهات تطور ترتيب هذه الديون مقارنة بالربع الرابع من عام 2013 والاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد خلال السنوات الخمس المقبلة،. نتائج التقرير تشير إلى أن قائمة أفضل عشرة ديون سيادية في العالم ظلت، كما هي دون تغيير، مع خروج اليابان من المرتبة العاشرة ودخول النمسا مكانها. وحدوث تبادل في المراكز داخل القائمة، فبينما ظلت النرويج والسويد على رأس القائمة. كل من أوكرانيا، سويسرا وهولندا لم يتغير ترتيبهم وكان كالتالي: المرتبة (6، 8، 9 على الترتيب)، بدون تغيير بالمقارنة مع الربع الرابع من سنة 2013. تحسن ترتيب الولايات المتحدة بأربعة مراكز وألمانيا والنمسا بمركز واحد. وتدهورت فنلندا بمركزين، أما الدانمارك فكان التدهور بثلاث مراكز.

الجدول رقم(11): الديون السيادية في العالم الأكثر أمانا (الربع الأول من سنة 2014)

Position Q1 الترتيب الحالي	Country الدولة	5 Year CPD (%) الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد عن 5 سنوات	5 year CDS Mid (bps) تصنيف CDS الضمني (هامش معدل الفائدة. نقطة)	ترتيب الدولة في السنة الماضية	Previous Ranking الترتيب السابق
1	Norway (النرويج)	1.21%	13.5	1	بدون تغيير
2	Sweden (السويد)	1.45%	16.2	2	بدون تغيير
3	USA (الولايات المتحدة)	1.55%	17.5	7	تحسن بأربعة مراكز
4	Germany (ألمانيا)	2.01%	22.5	5	تحسن بمركز واحد
5	Finland (فنلندا)	2.07%	23.2	3	هبوط بمركزين
6	UK (أوكرانيا)	2.13%	23.8	6	بدون تغيير
7	Denmark (الدانمارك)	2.15%	23.8	4	هبوط بثلاث مراكز
8	Switzerland (سويسرا)	2.67%	29.8	8	بدون تغيير
9	Netherlands (هولندا)	2.89%	32.5	9	بدون تغيير
10	Austria (النمسا)	3.53%	39.7	11	تحسن بمركز واحد

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

S&P CAPITAL IQ, Mc GRAW HILL FINANCIAL, Global Sovereign Debt, A Market Drive Perspedive, 1St Quarter, 2014, P.08.

خلاصة الفصل الثاني

يشمل مصطلح الهندسة المالية العديد من التقنيات المطبقة، والتي تعتمد على البحث والتطوير، ويرتكز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولا إبداعية لمشاكل الإدارة، ويجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر، وفي الوقت الذي تركز فيه الإدارة المالية التقليدية على إدارة بنود الميزانية العامة للشركات، من حيث إدارة الأصول المتداولة (النقدية، أوراق القبض، المخزون....)، وإدارة كل أصل من الأصول الثابتة والاهتلاكات، وكذلك من حيث إدارة رأس المال (حقوق الملكية)، والقروض قصيرة الأجل وطويلة الأجل، نرى أن الهندسة المالية تهتم بإدارة الأدوات المالية خارج الموازنة العامة، وهي تشمل: (الأدوات المالية الآجلة، الخيارات المالية المستقبلية بالشراء أو البيع بسعر محدد في تاريخ لاحق، المقاصة والمقايضات والمبادلات المالية، مشتقات الأوراق المالية....).

إن استخدام منتجات الهندسة المالية، خاصة من قبل المنشآت المالية والمصرفية، ذو فائدة كبيرة لاسيما وأنها تدعم وتعزز المنتجات التي تقدمها، وتسهم بشكل فعال في تنويع أكثر لمحافظها الاستثمارية، وتزيد من عوائدها. فضلا عن دورها في ابتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة مخاطرها وحمايتها من المخاطر الكبيرة، التي يمكن أن تتعرض لها جراء التقلبات المستمرة في بورصات السلع والأوراق المالية.

ومن ابتكارات الهندسة المالية مايلي التسجيل من الرف، وكذا نظام سمسار الخصم، وهما نظامين يحققان المرونة وتخفيض تكلفة المعاملات، وهناك كذلك نظام مستحدث لتنفيذ أوامر تتضمن أكثر من سهم وهي متاجرة الحزمة، يضاف إلى ذلك الابتكارات المتمثلة في أنظمة الشراء الهامشي والبيع على المكشوف، وكلها ابتكارات للهندسة المالية، ساهمت في الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للاستثمار.

شهد العالم العديد من الأزمات المالية، بداية من سنة 1929 (أزمة الكساد الكبير)، والتي كان من أهم أسبابها الانخفاض الكبير نسبيا والمفاجئ في أسعار الأسهم المتداولة في البورصات. تلتها أزمة 1987 (أزمة الاثنين الأسود)، حيث كانت بسبب زيادة نسبة التضخم، نقص السيولة وارتفاع أسعار الفائدة...الخ، في الولايات المتحدة الأمريكية. وجاءت بعدها أزمة المكسيك 1994 (أزمة سعر صرف عملة المكسيك "البيزو"، وأزمة النمور الأسيوية 1997، كذلك أزمة فقاعة الأنترنيت سنة 2000 بسبب أن أسهم شركات الانترنت ارتفعت أسعارها بالرغم من أن العديد من هذه الشركات لم تحقق أرباحا حقيقية، مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000.

أما آخر أزمتين هما أزمة الرهن العقاري بداية من سنة 2007، والتي من أهم أسبابها توريق الديون العقارية. وجاءت بعدها أزمة الديون السيادية نهاية سنة 2009 وبداية سنة 2010، والتي شملت خاصة مجموعة الدول المنطوية تحت لواء الوحدة الأوروبية، وبالأخص كل من البرتغال، ايرلندا، ايطاليا، اليونان واسبانيا (أو كما يطلق عليها PIIGS)، وهذا الأمر أصبح يثير مخاوف لدى دول المجموعة حول مصير الوحدة النقدية الأوروبية، وحتى حول الاتحاد في حد ذاته.

الفصل: الثالث

الفصل الثالث: إدارة المخاطر المالية

مقدمـة:

ظهر الخطر مع الإنسان، هذا الأخير لجأ إلى وسائل عديدة لمواجهة المخاطر وإدارتها، ولقد حث الدين الإسلامي على مواجهة المخاطر. يقول الله تعالى في كتابه الكريم في سورة يوسف " **يُوسُفُ أَيُّهَا الصِّدِّيقُ أَفْتِنَا فِي سَبْعِ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعٌ عِجَافٌ وَسَبْعِ سُنبُلَاتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ لَّعَلِّي أَرْجِعُ إِلَى النَّاسِ لَعَلَّهُمْ يَعْلَمُونَ** (46) **قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدتُّمْ فَذَرُوهُ فِي سُنبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تَأْكُلُونَ** (47) **ثُمَّ يَأْتِي مِن بَعْدِ ذَٰلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تُحْصِنُونَ**(48) ".

إن لإدارة المخاطر أهمية كبيرة في مواجهتها، فالإنسان دائم السعي إلى استخدام أساليب علمية حديثة لمواجهة المخاطر، كما أن البحوث دائمة ومستمرة في سبيل البحث عن سبل ووسائل لمواجهة المخاطر الجديدة التي يواجهها الإنسان بسبب التقدم العلمي والتكنولوجي.

يعتبر الخطر من أهم المشاكل التي تؤثر على المشاريع تأثيرا فعالا، لذا لابد من تحديد وقياس ومتابعة هذه المخاطر، أي إدارتها وبالتالي الحد أو التقليل منها. فمن بين المخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية هناك الخطر المالي، فالخطر المالي يعني أن هناك فرصة لحدوث خسارة مالية. فالمخاطر المالية ترتبط باستخدام الديون في تمويل احتياجات المنشأة أو التوقف عن سداد الالتزامات المالية، أو التقلبات في أسعار الأصول المالية، أو أسعار الفائدة ...الخ.

ولهذا ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث، خصص الأول منها إلى ماهية الخطر، باعتباره احتمال وقوع خسائر غير منتظرة وغير مخطط لها، أما المبحث الثاني فقد خص للمخاطر في المؤسسات المالية بحيث تنشأ هذه المخاطر من النشاطات الاقتصادية، وهي في تزايد وتنوع مستمر نظرا لتنوع الأنشطة الاقتصادية. حيث توجد كل من (مخاطر أسعار الأسهم، مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف...). المبحث الثالث خص للمخاطر المالية وهي متنوعة منها: (مخاطر السوق، مخاطر الائتمان والسيولة، مخاطر التشغيل والمخاطر القانونية...)، أما المبحث الرابع فقد خص الآخر بدور منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية بحيث التنويع والتوريق والمشتقات المالية يلعبون دورا مهما في إدارة المخاطر المالية. وأخيرا المبحث الخامس والذي سوف نتحدث فيه عن أدوات قياس المخاطر المالية كالأدوات الإحصائية مثلا (التباين والانحراف المعياري، والمعاملات المختلفة - اختلاف وانحدار وبيتا -). أيضا هناك نماذج لتقييم أداء المحفظة المالية لقياس مخاطرها، ومثال ذلك نماذج (شارب، جنسن، فاما، القيمة المعرضة للخطر...).

المبحث الأول: ماهية الخطر

نتناول هذا المبحث من خلال ثلاث مطالب، الأول يتحدث عن الخطر، تقييمه وأنواعه، أما الثاني فيعالج أساليب التعامل مع الخطر وكيفية إدارته، وأخيرا الثالث، والذي تم تخصيصه لأهداف وإستراتيجية إدارة الخطر.

المطلب الأول: الخطر، تقييمه وأنواعه

الفرع الأول: مفهوم الخطر

يعتبر الخطر حالة أو بالأحرى مجموعة حوادث تلقائية أو محصلة أحداث، وحيث أن وقوعه يشوبه اللا تأكد فإن تحققه يمس أهداف المؤسسة التي تتحمله[1].

فيعرف الخطر على أنه:" احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضا، أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة، فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا[2] ".

ومن أهم التعريفات التي تناولت مفهوم الخطر نذكر منها[3]:

- تعريف لجنة التنظيم المصرفي وإدارة المخاطر التابعة لهيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية: " المخاطر هي احتمال حصول خسارة إما بشكل مباشر من خلال خسائر في نتائج الأعمال أو خسائر في رأس المال أو بشكل غير مباشر من خلال وجود قيود تحد من قدرة المصرف على الاستمرار في تقديم أعماله وممارسة أنشطته من جهة، وتحد من قدرة المصرف على استغلال الفرص المتاحة في بيئة العمل المصرفي من جهة أخرى ".

- تعريف معهد المدققين الداخليين الأمريكيين:" المخاطر هي مفهوم يستخدم لقياس حالات عدم التأكد في عمليات التشغيل والتي تؤثر على قدرة المؤسسة في تحقيق أهدافها، ويمكن أن يكون الأثر ايجابيا أو سلبيا، فإذا كان الأثر سلبيا يطلق عليه خطر (تهديد)، وإذا كان ايجابيا يطلق عليه فرص ".

وعلى العموم عرف الخطر على أنه:

- احتمالية التعرض إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها نتيجة تذبذب العائد المتوقع، أي أن المخاطرة تتمثل في انحراف الأرقام الفعلية عن الأرقام المتوقعة أو المتنبأ بها[4].
- احتمال وقوع أحداث من شأنها أن تمنع أو تهدد انجاز الخطة الإستراتيجية للمؤسسة وأهدافها[5].

من التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص أن الخطر هو عبارة عن احتمالية، يتفق مع حالة عدم اليقين وعنصر الشك، أو عدم التأكد من أحداث المستقبل. وبتعبير آخر الخطر هو أن تكون نتائج المستقبل غير معروفة، وغير أكيدة.

---

[1]- B. Barthélemy, Gestion des Risque, Edition D'organisation, Deuxième Tirage, Paris, 2002, P. 13.

[2] و [3]- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2000، ص 166.

[3]- محمود الجبالي، إيهاب نظمي، قياس درجة تطبيق التدقيق الداخلي القائم على مخاطر الأعمال في القطاع المصرفي الأردني، المجلة العربية للإدارة، مجلد 27، العدد 2 ديسمبر 2007، ص 186-187.

[4] - Mark Dorfmen, Introduction to Risk Management and Insurance Hall, 1998, P.15.

[5]- أحمد السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 645.

الفرع الثاني: تقييم الخطر

1- **اكتشاف الخطر:** تعني عملية اكتشاف الخطر، تحديد هذا الأخير بالمؤسسة، حيث يؤثر تحققه في سير العمل بها، ويتطلب اكتشاف الخطر الذي يمكن أن تتعرض له المؤسسة والخسارة المحتملة الناجمة عنه مجهودا كبيرا من مدير الخطر، وذلك لأن الفشل في اكتشاف هذا الخطر، وعدم اتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهته سيكون له نتائج سيئة. تتمثل في أسلوب المعالجة مما قد يسبب خسائر كبيرة للمؤسسة في حين أنه لو عرف هذا الخطر مقدما لاستطاعت هذه الأخيرة التحكم فيه، واتبعت في ذلك وسائل إدارة الخطر المتعارف عليها، ولكي يتمكن مدير الخطر في المؤسسة من أداء واجبه يجب أن يكون على علاقة وثيقة بباقي وحدات وأقسام هذه الأخيرة، وذلك لضمان الحصول على كافة البيانات والمستندات المتعلقة بمختلف نشاطاتها لما لذلك من دور فعال في انجاز الإجراءات الكافية لحماية ممتلكات وأشخاص المؤسسة[1].

وتعتبر إذا عملية اكتشاف الخطر من أهم مراحل برنامج إدارة الخطر، ويتم الاستعانة فيها بعوامل عديدة منها[2]: تحليل القوائم المالية، الاستعانة بشركات التأمين، استخدام دليل الخطر، اللقاءات والاتصالات.

وتعني عملية تحليل القوائم المالية بكل ما يخص الدفاتر المحاسبية، والميزانية العمومية، وحسابات النتائج وكل ما يدعمها مثل خرائط التدفق، وكل المعطيات التي تساعد في هذا المجال لاكتشاف الخطر، وتعتبر هذه الطريقة في غاية الأهمية إذ تمكن من دراسة وتحليل الانحرافات المحققة في التدفق النقدي للمؤسسة عما كان متوقعا بالنسبة لها أو مؤسسات مماثلة ثم استخدام هذه الدراسة في التنبؤ بالأحداث المستقبلية[3].

كما تعد الاستعانة بشركات التأمين مهمة على اعتبار أن القوائم والكشوف، والتي تعدها هذه الأخيرة مساعدة في هذا المجال، حيث يمكن التعرف على الخطر والخسائر التي تتعرض لها المؤسسة، ومعرفة وثائق التأمين المتداولة لتغطية هذا الخطر، كما أن استخدام دليل الخطر يعد عاملا داعما للمؤسسة، إذ يحوي بيانات تفصيلية عن الخطر ومسبباته وأنواعه، وأنسب الوسائل للتحكم فيه، فهو بمثابة حصر منظم وشامل للخطر، وملخصا كاملا وكافيا لأصول المؤسسة، ويستخدم كوسيلة لتقييم الأداء في إدارة الخطر، ولأن كلفته كبيرة، فيمكن التغلب عليها باستخدام دليل الخطر على مستوى الصناعة باعتبار عدم إمكانية توفره لكل مؤسسة لوحدها.

وأما اللقاءات والاتصالات فتوفر المعاينة المباشرة والمناقشة مع المسؤولين والمستخدمين، والاتصال المباشر بوحدات الخطر ومسبباته، وهو أفضل بكثير من القراءة عنها وتلقيها عبر التقارير، وهي تعد إلى جانب الطريقة الأولى أفضل طريقة متاحة وأخفضها تكلفة.

2- **عملية التقييم:** تتمثل عملية تقييم الخطر في مهمتين هما[4]: مراجعة الخطر، وتدقيق الخطر وهما عنصران مهمان بالنسبة لإدارة الخطر ويدخلان في باب الرقابة الإدارية عليه.

---

[1]- حوري ذنيب، إدارة الخطر ومعالجته، مقال منشور في مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، العدد22، ديسمبر2004، ص83.

[2]- حوري ذنيب، المرجع نفسه، ص87، نقلا عن محمد وحيد عبد الباري، إدارة أخطاء الموانئ الجوية المدنية بالتطبيق على ميناء القاهرة الدولي، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة1987، ص26.

[3]- Than Kailin Davis and P.William, Financial Objectives of Risk Management, the Circular Flow of Funds Approach's Risk Management, Jan, 1985, P.6-13.

[4]- حوري ذنيب، إدارة الخطر ومعالجته، نفس المرجع، ص84-86.

أ- مراجعة الخطر: تعد هذه العملية الخطوة الأخيرة نظريا والأولى تطبيقيا في عملية إدارة الخطر، ولا تحدث كخطوة أخيرة سوى في المؤسسات حديثة النشأة، وتتشكل برامج الخطر بالاعتماد على القرارات السابقة، فيما يتعلق بأهداف البرامج والخطر الموجود وأهمية ذلك الخطر الذي يكون وظيفة مدير الخطر، الذي يقوم بتقييم ومراجعة أهداف البرنامج، وتحكيم خبرته فيما يكون قد أغفل في هذا المجال.

وتأتي أهمية عملية التقييم والمراجعة بالنسبة لإدارة الخطر كون الأمور تتغير وهناك خطر يظهر وآخر يختفي ووسائل كانت مناسبة في السابق أضحت غير مجدية حاليا، وهي ما يساعد على اكتشاف الخطر الذي سبقت الإشارة إليه حتى لا يصبح فادح التكاليف، ويقوم مدير الخطر بتقييم ومراجعة الخطر الذي تم التعرف عليه، والتحقق من أن القرار المناسب تم اتخاذه بشأن كيفية التصدي لكل خطر والتحقق من القرارات للتأكد من تنفيذها كما كان مخططا لها، ولذلك فإنه على الرغم من أن مرحلة التقييم والمراجعة لعملية إدارة الخطر تأتي كمرحلة نهائية نظريا إلا أنها وظيفة مستمرة تتكرر بالنسبة لأغلب مديري الخطر

ب- تدقيق الخطر: يعني تدقيق الخطر تحليل البرنامج المنفذ بواسطة شخص ما من خارج المؤسسة، ورغم أن أعمال تدقيق إدارة الخطر يمكن أن تؤدى بواسطة طرف خارجي، إلا أنها يمكن أن تؤدى داخليا أيضا، والاعتماد على الطرف الخارجي لتدقيق الخطر هو لما يتسم به هذا الأخير من الموضوعية والخبرة، بما يوصل إلى تقييم أهداف إدارة الخطر وسياستها والتعرف على التهديدات والتعرضات الممكنة للخسارة، وتقييم قرارات التعامل مع كل تعرض وتقييم تنفيذ تقنيات معالجة الخطر، التي تم اختيارها ثم التوصل – بإدخال تغييرات – لتحسين البرنامج.

ولأن تعريف الوظائف الإدارية تقليديا يجعلها تشتمل على التنظيم والتخطيط والقيادة والرقابة ومرحلة التقييم فالمراجعة والتدقيق تعدان ضمن مرحلة الرقابة الإدارية على عملية إدارة الخطر كما سلف القول، وهي تتطلب وضع معايير أو أهداف ليتم تحقيقها فيما بعد، ثم قياس الأداء طبقا لتلك المعايير الموضوعة، ثم اتخاذ التصويبات اللازمة حتى لا تختلف النتائج المستهدفة عن النتائج الموضوعة، ولأن إدارة الخطر تتعامل مع القرارات في ظل اللاتأكد فإن الأداء لا يقاس ليثبت فيما إذا كانت المؤسسة باقية أو مستمرة فقط، وإنما إذا ظلت مستمرة في ظل ظروف معاكسة بدرجة أكبر.

كما أن الغرض من تدقيق إدارة الخطر هو إجراء تقييم موضوعي لنقاط قوة وضعف برنامج إدارة الخطر مما يحدث فرصة لعلاج عيوب البرنامج وإيجاد برنامج أقوى، والتدقيق المتخصص الموضوعي يمكن أن يكشف عن وجود عيوب حرجة في البرنامج لم ينتبه لها مدير الخطر لقربه من البرنامج.

الفرع الثالث: أنواع المخاطر

يمكن تصنيف المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة إلى ثلاث أنواع ترتبط بكل من مخاطر البيئة الخارجية ومخاطر العمليات ومخاطر المعلومات، بحيث:

1- **مخاطر البيئة الخارجية:** هي المخاطر والتهديدات الناشئة عن عوامل خارجية وتتمثل في مختلف التحولات والاتجاهات التي يشهدها الاقتصاد العالمي من عولمة ومنافسة وتكتلات، وتغير في أذواق وتفضيلات الزبائن، وظهور سلع بديلة، والتغيرات في الأوضاع القانونية والسياسية والاقتصادية للبلد.

2- **مخاطر العمليات:** وهي تلك المخاطر التي تنشأ من عدم فاعلية وكفاءة العمليات اليومية للمؤسسة، ويمكن تصنيفها إلى نوعين أساسيين مخاطر مالية ومخاطر غير مالية، بحيث:

- تتضمن المخاطر المالية جميع المخاطر ذات العلاقة بإدارة الموجودات والمطالب المتعلقة بالمؤسسة التي قد تنشأ من عدم مقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية اتجاه الغير، أو حدوث خلل في هيكلها التمويلي، مثل التوسع الزائد في الإقراض أو الاقتراض، ويمكن تقسيمها إلى مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر التضخم.
- أما المخاطر غير المالية فتتعلق بعمليات التشغيل غير المالية بالأساس، ولكن قد يظهر لها تأثيرات مالية كخسارة الأصول المادية نتيجة الاحتيال والسرقة والتزوير والاختلاس، أو الأصول المعنوية كسمعة المؤسسة.

3- **مخاطر المعلومات:** هي مخاطر مترتبة عن استخدام نظم المعلومات، وتنشأ نتيجة عدم توافر معلومات دقيقة وصحيحة تساعد على اتخاذ قرارات صحيحة تتعلق بالنشاط أو بالعمل سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالبيئة الخارجية أو الداخلية للمؤسسة، كما قد تتمثل في مخاطر ناجمة عن خطأ في إدخال البيانات من قبل العاملين، أو عن خطأ في معالجة البيانات من قبل نظم المعلومات، أو مخاطر ناجمة عن اختراقات غير قانونية عبر الشبكة.

ويقسم عادل محمد رزق المخاطر إلى[1]:

1- **مخاطر الائتمان** Credit Risk: وتتعلق بإمكانية فشل المقترض أو عدم قدرته على السداد.

2- **مخاطر السيولة** Liquidity: وتعني عدم القدرة على مواجهة الالتزامات الخاصة بالمعاملات البنكية في الوقت المحدد لها.

3- **مخاطر الأعمال** Steategic Risk: وتتمثل في مخاطر الأعمال والتي تتمثل في المنافسة أو التقادم.

4- **مخاطر الإذعان** Compliance Risk: وتتمثل في عدم الامتثال للقواعد والقوانين التي تنظم عمليات التشغيل.

5- **المخاطر السلعية** Commodity Risk: وهي المخاطر الناتجة عن تذبذب أسعار السلع والتي تؤثر على التدفقات النقدية للمنشآت.

6- **مخاطر التشغيل** Operatin Risk: وهي المخاطر الناتجة من عدم أداء الوظائف التشغيلية طبقا لقواعد لها.

7- **مخاطر أخرى** Other Risk: وهي المخاطر المرتبطة بالخدمات المالية وهي:

---

[1]- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة، القاهرة، 2004، ص 12.

أ- مخاطر السمعة Reputation Risk: وهي المخاطر المتعلقة بجودة الخدمات و المنتجات التي تقدمها المنشآت المالية مقارنة بالمنافسين .

ب- المخاطر القانونية Legal Risk: وهي المخاطر المتعلقة بالقوانين والقواعد المنظمة التي تتواجد عند قيام المنشأة بتقديم خدمات مالية جديدة أو عند تنظيم التعاملات المالية .

ج- مخاطر المسئولية Future Responsibility: وهي المخاطر التي تظهر عند قيام المنشأة بإحداث تغير مستقبلي في خدماتها أو منتجاتها أو سياساتها .

د- مخاطر تركز المنتج Product Concentration Risk: وهي تلك المخاطر المتعلقة بالتركيز والاعتماد على عدد قليل من المنتجات في حين أن الاعتماد على عدد أكبر من المنتجات مع التنويع يحقق ربحية أكبر.

ه- تكلفة الفرصة البديلة Opportunity: وتظهر عند تقديم منتج جديد أو التطوير في منتج حالي .

كما يمكن تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة إلى مجموعتين من المخاطر هي: مخاطر نظامية (منتظمة) وغير نظامية (غير منتظمة)

1- **المخاطر المنتظمة [النظامية]**[1]: وتعرف بالمخاطر السوقية وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين. وهذه العوامل غير قابلة للسيطرة، هذا يعني أن مضمون المخاطرة المنتظمة يشير إلى أن أسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه واحد، وبذلك المستثمر لا يستطيع السيطرة على هذه المخاطرة، لذلك تسمى بالمخاطرة غير القابلة للسيطرة أو غير القابلة للتنويع ومن أمثلة العوامل المؤثرة التضخم، أي مخاطر انخفاض القوة الشرائية، الأحداث السياسية، تبدل أسعار الفائدة وغيرها من العوامل التي تخص الاقتصاد الوطني، لذلك فإن هذه المخاطرة مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني. فالمتغيرات في البيئة الاقتصادية تؤثر على سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن تنويع محفظة المستثمر لا يجنبه آثار هذه المخاطر.

2- **المخاطر غير المنتظمة [غير نظامية]:** المخاطر غير النظامية هي مخاطر يمكن تجنبها بالتنويع، تنشأ عن طريق وقوع سلسلة من الأحداث الطارئة، التي تحدث وفقا لتوزيعات احتمالية مختلفة، وهذه المخاطر تكون خاصة بالوحدة الاقتصادية[2].

كما تعرف المخاطر غير المنتظمة بأنها[3]:" عبارة عن المخاطر المتبقية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها مؤسسة أو صناعة ما، ونظرا لأن المخاطر غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما أو عدد قليل من المؤسسات فإنه يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى ".

ومنه نستنتج أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء، ولا تقتصر على شركة معينة أو قطاع معين، وهي ترتبط بالظروف الاقتصادية، نذكر منها مخاطر: (تغير سعر الفائدة والتضخم، الإضرابات

---

[1]- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006، ص 163.

[2] - Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, Risk Quantification: Management, Diagnosis and Hedging, England, John Wiley and Sons Ltd,2006, P.4.

[3]- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك) مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف، الدار الجامعية للنشر، 2003، ص 363.

العامة، الحروب، الكوارث الطبيعية، انخفاض القوة الشرائية، انهيار السوق المالي...) ولا يمكن تفاديها عن طريق التنويع. أما المخاطر الغير منتظمة فهي مخاطر لا تؤثر في السوق ككل، تكون منفردة تتعلق بالشركة فقط أو قطاع معين، كحدوث إضراب عمالي في تلك شركة، ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة، الأخطاء الإدارية في تلك الشركة، تغير أذواق المستهلكين بالنسبة إلى سلعة هذه الشركة...الخ. هذه المخاطر يمكن تجنبها عن طريق التنويع.

تجدر الإشارة إلى أنه: المخاطر المنتظمة + المخاطر غير المنتظمة = المخاطر الكلية، إلا أن النصيب الأكبر من المخاطر الكلية يعود إلى المخاطر المنتظمة لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل، ويصعب التنبؤ بها ومواجهتها وبالتالي يمكن التقليل من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع، كما لا يمكن تجنب المخاطر المنتظمة.

المطلب الثاني: أساليب التعامل مع الخطر وكيفية إدارته

الفرع الأول: أساليب التعامل مع المخاطر

هناك ثلاثة أساليب يمكن استخدامها في التعامل مع المخاطرة، هي[1]:

1- **تجنب المخاطرة:** يرفض الفرد أو المؤسسة أحيانا قبول خطر معين، وينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة، مثل ذلك تجنب الاستثمار في وعاء ادخاري معين وتفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة، وعدم شراء سيارة لتجنب حوادث السيارات. ومن أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.

ورغم أن تجنب الخطر يقلل من احتمال وقوع الخطر إلى الصفر، إلا أنه قد يحرم المجتمع من إنتاج سلع أو تقديم خدمات معينة لتجنب المسؤولية المهنية أو الخوف من الخسارة، هذا بالإضافة إلى صعوبة تجنب بعض الأخطار مثل تفضيل السير على الأقدام لمسافات كبيرة لتجنب أخطار الطيران. ورغم أن تجنب الخطر هو أحد أساليب مواجهة الخطر، إلا أنه يعد أسلوبا سلبيا وليس إيجابيا في التعامل مع الأخطار، ولأن التقدم الشخصي والتقدم الاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية، فإن هذا الأسلوب يعد أسلوبا غير مناسب في التعامل مع كثير من الأخطار.

2- **تقليل المخاطرة:** أما في هذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية ولتقليل المخاطر تقوم برصد سلوك القروض من أجل معرفة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكرا، وتقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول والخصوم والتي يجري تصميمها لذلك الغرض.

3- **نقل المخاطرة:** إن شراء التأمين هو إحدى وسائل نقل المخاطرة من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة التأمين) يبدي استعداده لتحملها مقابل ثمن.

---

[1]- محمود عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 314-315.

هناك من أشار إلى خمسة طرق للتعامل مع المخاطر، فأضاف إلى العناصر الثلاثة السابقة، اقتسام المخاطرة والذي يعني قبول بعض المخاطر وتحويل بعضها، أي أن هذه الإستراتيجية تجمع بين التجنب والنقل، بالإضافة إلى التحوط والذي يختلف عن التأمين في كونه نقل للمخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح.

الفرع الثاني: تطور إدارة الخطر

1- **إدارة الخطر:** ظهرت مع بداية القرن التاسع عشر إدارة متخصصة في المشروعات الصناعية وظيفتها الرئيسية إدارة المخاطر، حيث من أهم نشاطاتها توفير الأمن للعاملين بالمشروع، وكذلك توفير الأمن لممتلكات هذه المشاريع ومنذ تلك الفترة اهتم العالم باستخدام الأساليب العلمية لمواجهة الخطر، ومع ظهور الثورة الصناعية ووجود الندرة في بعض الأيدي العاملة المدربة، وارتفاع تكلفة إنشاء المباني وشراء المعدات، كل ذلك أدى بأصحاب الأموال إلى السعي المستمر لمنع وتقليل المخاطر التي يتعرض لها العمال والممتلكات وتعويض الأفراد عما يحدث لهم من خسائر بسبب العمل[1].

وعلى هذا نجد أن إدارة المخاطر هي مجال التوصل لمنع حدوث الخطر، والتقليل من حجم الخسائر عند حدوثها، والعمل على عدم تكراره بدراسة أسباب حدوث كل خطر لتجنبه مستقبلا، كما تمتد إدارة المخاطر إلى تدبير الأموال اللازمة لتعويض المشروع عن الخسائر التي تحدث حتى لا يتوقف عن العمل والإنتاج، وأصبح القائمون على إدارة أي مشروع يهتمون إلى حد بعيد بدراسات إدارة المخاطر.

كما يقصد بإدارة الخطر:" عملية قياس أو تقييم الخطر وبعد ذلك يتم تطوير الاستراتيجيات لإدارة الخطر الذي تم قياسه. عموما الاستراتيجيات استخدمت لتضمن تحويل الخطر إلى نقطة أخرى، أو يتم تجنب الخطر، أو يتم تخفيض التأثير السلبي من الخطر، وفي بعض الحالات يمكن أن يقبل البعض أو كل النتائج لخطر معين[2] ".

كما تعرف عملية إدارة المخاطر بأنها:" عملية تحديد وتقويم المخاطر، واختيار وإدارة التقنيات للتكيف مع المخاطر التي يمكن التعرض لها[3] ".

وتعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم بـ[4]:

- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين؛
- إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بها كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار؛
- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها؛
- العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية، أومن خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر؛

---

[1] - عاطف عبد المنعم وآخرون، تقييم وإدارة المخاطر، دار الكتاب المصرية، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص5.

[2] - نادية الصالح، إستراتيجية إدارة المخاطر ص 4، بحث منشور في موقع www.ksu.edu.sa : //http تم الاستفادة من الموقع بتاريخ 15-07-2009.

[3] - منير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 309.

[4] - المعزوز بن علي، إستراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010، ص 335.

- تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر؛

- إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر؛

- حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين، والمستثمرين، بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها.

يمكن أن نستنتج من التعاريف السابقة أن إدارة الخطر تختص بتحديد المخاطر وقياسها، وصولا إلى تقييمها ومن ثم تطوير أساليب واستراتيجيات لإدارة هذه المخاطر، أي السيطرة عليها والوصول إلى علاج نوعي لكل نوع من المخاطر، وبالتالي التقليل من الخسائر أو الحد منها.

1- **تطور إدارة المخاطر**[1]: تتحمل جميع المنظمات المخاطرة في سبيل تحقيق أهدافها، وبدون مخاطرة، لن يكون هناك مكافأة. في الوقت نفسه، يجب أن تدار تلك المخاطر بطريقة منضبطة ومنهجية ومنظمة. ولا تعمل إدارة المخاطر فقط على حماية المنظمة من الخسارة، بل تسمح تقنيات إدارة المخاطر الملائمة أيضا للمنظمة بتحمل المخاطر الضرورية لتحقيق أهداف عملها.

يقول الاتحاد الدولي لجمعيات إدارة مخاطر التأمين(IFRIMA) *، المنظمة الدولية الأم لجمعيات إدارة المخاطر في جميع أنحاء العالم، إن إدارة المخاطر تشكل جزءا محوريا من الإدارة الإستراتيجية في أي منظمة، إنها العملية التي تتصدى بها المنظمات بشكل منهجي للمخاطر المتصلة بأنشطتها، بهدف تحقيق منافع دائمة عبر محفظة أنشطتها، وغالبا ما يسمى ذلك إدارة مخاطر المشروعات Enterprise Rissk Management (ERM) والهدف منها هو إضافة قيمة قصوى إلى هذه الأنشطة.

إن أساس برنامج إدارة مخاطر المشروعات (ERM) هو عملية منضبطة ومنسقة تشمل المنظمة بأسرها، وينبغي أن تتضمن ما يلي:

1- تحديد المخاطر وتقييمها: تتضمن هذه الخطوة تحديد المخاطر الهامة التي تواجه المنظمة وإنشاء سجلات وخرائط للمخاطر، إلى جانب إجراء تحليل كمي ونوعي(كيفي) لدرجة التعرض للمخاطر.

2- استراتيجيات تخفيف المخاطر: يمثل وضع استراتيجيات لتخفيف المخاطر لب قضايا إدارة المخاطر، ويجب إدراج خطط عمل ضمن خطط أعمال المنظمة الكلية لضمان نجاح التطبيق.

3- نقل المخاطرة المتخلفة (المتبقية): بعد الانتهاء من تقييم وتنفيذ جميع استراتيجيات تخفيف المخاطر، ينبغي أن تدار المخاطرة المتبقية أو المتخلفة بفعالية من خلال مزيج من التأمين والتحوط (hedging) وتقنيات أخرى بديلة لضمان أفضل تغطية ممكنة بأقل تكلفة نقل ممكنة.

4- تقارير المخاطر: تحتاج المنظمة إلى التمتع بالقدرة على إعداد تقارير عن المخاطر داخليا ورفعها إلى الإدارة العليا ومجلس الإدارة.

---

[1]- جوناثان روفيد، ترجمة علاء أحمد إصلاح، إدارة مخاطر الأعمال، دليل عملي لحماية أعمالك، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2008،ص39-40.

* - (IFRIMA): The International Federation of Risk and Insurance Management Associations.

5- المتابعة: يهدف هذا الجزء من العملية إلى ضمان الالتزام بالسياسات والإجراءات المتصلة بإدارة المخاطر وفعاليتها ووثاقة صلتها. إن القيمة المضافة بواسطة إدارة المخاطر تتصل مباشرة برسالة المنظمة وقدرتها على الحياة والاستمرار على المدى الطويل وحتميات(محددات) أعمالها.

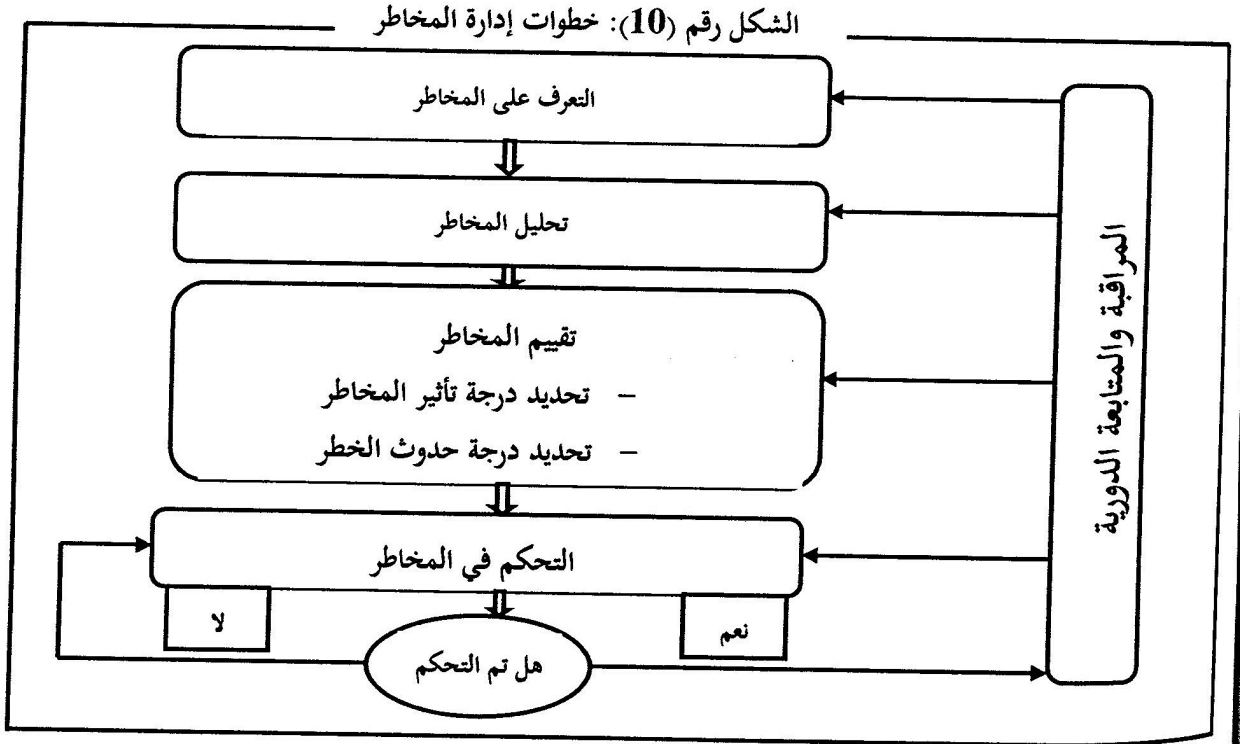
الفرع الثالث: خطوات ووسائل إدارة المخاطر

1- **خطوات إدارة الخطر:** تقوم عملية إدارة المخاطر بعمل فحص وتحليل شامل ومفصل لكل أنواع المخاطر التي قد يتعرض لها موضع دراسة المخاطر، ويتم ذلك بتطبيق خمس خطوات أساسية على النحو التالي[1]:

- **تعريف المخاطر:** وهي الخطوة الأساسية الأولى للتعرف على المخاطر المحيطة بالعمل؛
- **تحليل المخاطر:** ويتم بها تصنيف الخطر والوقوف على مصادره الأصلية؛
- **تقييم المخاطر:** وهو تحديد عنصري الخطر المتمثلين في الآثار التي يحدثها كل خطر، واحتمال حدوث كل خطر؛
- **التحكم في المخاطر:** و بها يتم تحديد أي الطرق تستخدم لتقليل احتمال الخطر وأثاره؛
- **المراقبة والمتابعة الدورية:** وتتم لاستكشاف أي مصادر خطر جديدة، أو فشل التحكم في مخاطر سابقة؛

ويمكن تمثيل هذه الخطوات الأساسية في الشكل التالي:

الشكل رقم (10): خطوات إدارة المخاطر

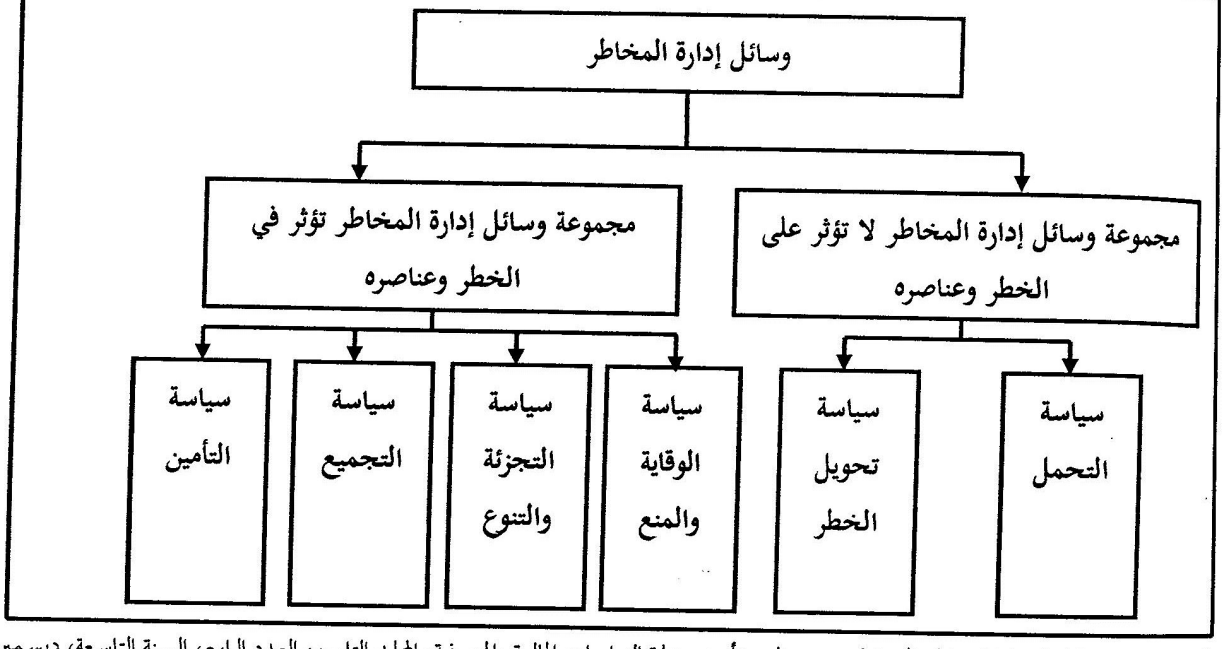


المصدر: عاطف عبد المنعم وآخرون، تقييم وإدارة المخاطر، دار الكتاب المصرية، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص7.

[1]- عاطف عبد المنعم وآخرون، مرجع سابق، ص6.

2- **وسائل إدارة المخاطر:** إدارة المخاطر هي تنظيم متكامل بهدف مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف وذلك عن طريق اكتشافه وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مجابهته مع اختيار أنسبها لتحقيق الهدف المطلوب[1]. يتم تقسيم وسائل إدارة المخاطر تبعاً لمدى تأثير كل وسيلة على المخاطر وعناصره المختلفة كما في الشكل التوضيحي التالي:

الشكل رقم(11): وسائل إدارة المخاطر



المصدر: حسني الخولي، إدارة مخاطر المصارف من منظور تأميني، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع، العدد الرابع، السنة التاسعة، ديسمبر 2001، ص44.

المطلب الثالث: أهداف وإستراتيجية إدارة الخطر

الفرع الأول: أهداف إدارة المخاطر

يقر الباحثون أن عملية إدارة المخاطر وتقييمها والتعامل معها تعتبر أمرا مهما لنجاح واستمرار المؤسسة، ولكن النقاش يدور حول الآليات والسبل المناسبة لذلك وخصوصا عملية قياس هذه المخاطر، وقد اعتبرت عملية إدارة المخاطر في معظم البلدان الأوروبية عنصرا حيوا وهاما من عناصر حوكمة المؤسسات، وأنها تضيف قيمة هامة للمؤسسة، واعتبرت بأنها عنصرا هاما من عناصر الإدارة الإستراتيجية ورافعة هامة للمزايا التنافسية وتحقيق الجودة الشاملة.

وقد ثبت من خلال تطبيقات إدارة المخاطر أن طرق ومناهج إدارة الخطر تختلف من مؤسسة إلى أخرى وتعكس هذه الجزئية حقيقة أن أهداف إدارة المخاطر تختلف أيضا من مؤسسة إلى أخرى، ويمكن تقسيم أهداف المؤسسة المرتبطة بإدارة المخاطر إلى أهداف ما قبل الخسارة، وأهداف ما بعد الخسارة بحيث:

تتمثل أهداف ما قبل الخسارة في كل من الاقتصاد وتقليل التوتر وأداء الالتزامات المفروضة خارجيا والمسؤولية الاجتماعية.

---

[1]- حسني الخولي، إدارة مخاطر المصارف من منظور تأميني، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع، العدد الرابع، السنة التاسعة، ديسمبر 2001، ص 44.

أما الأهداف ما بعد الخسارة فتتمثل في كل من: البقاء، مواصلة النشاط، استقرار الأرباح استمرارية النمو والمسؤولية الاجتماعية.

ويتمثل الهدف الأساسي لإدارة المخاطر في المحافظة على قيم المؤسسة وتحسينها لجعلها ذات مردودية دائمة من خلال تحديد جملة المخاطر المؤثرة في الاستراتيجيات المرسومة قصد التحكم والمحافظة على أدنى مستوى معين للخسارة المحتملة، لذلك فإن إدارة المخاطر تساعد على فهم الجوانب الايجابية والسلبية المحتملة لكل العوامل التي قد تؤثر على المؤسسة، فهي تزيد من احتمال النجاح وتخفض كلا من احتمال الفشل وعدم التأكد من تحقيق الأهداف العامة للمؤسسة، هذا ما يجعل وظيفة إدارة المخاطر تلعب دورا حيويا في المؤسسة[1].

أيضا من بين أهداف إدارة الخطر في المؤسسة الاقتصادية[2]:

- حماية مؤسسات التأمين من مختلف الخسائر ومواجهة حالات عدم التأكد؛
- الحد من آثار تحقق الأخطار، وهذا بوضع سياسة مثلى تهدف إلى مواجهة الخسائر المتوقعة أو الحد منها بأقل تكلفة ممكنة، وفي حدود إمكانيات المؤسسة؛
- تسمح عملية إدارة الخطر للمؤسسة بالتعرف على الأخطار التي قد تتعرض لها بحكم نشاطها، وكذا ضمان بقاء المؤسسة حتى بعد وقوع أو تحقق الخطر عن طريق التقليل من حجم الخسائر الناتجة عن ذلك، من خلال إتباع المؤسسة تقنيات فعالة لإدارة الخطر؛
- تبين إدارة الخطر أنواع التأمين الأكثر إنتاجا في المؤسسة، والخطرة منها والأكثر مردودية، مما يؤدي إلى التخفيض من عامل عدم التأكد، والتقليل من العوامل والموارد المتعرضة للخطر؛
- تسمح إدارة الخطر بتسيير أفضل للأعمال، وتحقيق أفضل النتائج والأهداف بتفادي المفاجآت والحالات الغير متوقعة، واتخاذ تدابير التخفيف واستغلال الفرص عن طريق تحسين توزيع الموارد والأخطار بين مختلف الأطراف بما في ذلك مؤسسات التأمين ومؤسسات إعادة التأمين.

الفرع الثاني: إستراتيجية إدارة الخطر

إن وضع إستراتيجية لإدارة المخاطر مهما كانت متكاملة لا يعني أنها لا حدود لها، ومن الحدود التي تعترض أي إستراتيجية لإدارة المخاطر في المؤسسات ومنها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نجد الآتي[3]:

- كون القرارات ستكون مقيدة ومحدودة؛
- بحث وتحليل المخاطرة ومهارة الفرد أو الأفراد القائمين بتقييم المخاطر في مجال إدارة المخاطر؛
- لن تضمن إدارة المخاطر التحرر من كل المخاطر، ذلك أن القضاء على المخاطرة لم يكن أبدا أحد مقاصد إدارة المخاطر بل ترتيب أولوية التخصيص المناسب للموارد والوقت الشحيحين؛

---

[1] - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، شركات، بنوك)، مرجع سابق، ص147.

[2] - Lambert- Faivre.Y, Economies des Assurances, Ed Armand Colin, France, 1996, P.36.

[3] - علاء أحمد إصلاح، إدارة مخاطر الأعمال، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2008، ص86-87.

- لن تضمن إدارة المخاطر عدم وقوع أحداث معاكسة، إلا أنها تحذر من المشكلات المحتملة، وتساعد في التركيز على طرق حماية المؤسسة واستمراريتها؛

- سوف تحاول عمليات تقييم المخاطر التعرف على كل المخاطر الهامة إلا أنها مقيدة بالموارد المتاحة، بما في ذلك مدى توافر المعلومات وقدرات العاملين والوقت والميزانية.

المبحث الثاني: المخاطر في المؤسسات المالية

يتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، الأول نعالج فيه المخاطر والمؤسسات المالية، أما الثاني فنتناول فيه المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية.

المطلب الأول: المخاطر والمؤسسات المالية:

الفرع الأول[1]: أهمية المؤسسات المالية: Significance of Financial Institutions

تلعب المؤسسات المالية دورا حيويا في الاقتصاد، وذلك عن طريق حشد الأموال من المودعين (المدخرين) إلى المقترضين (الرياديين)، وخلال العملية تقوم المؤسسات المالية بفرض بعض الرسوم على أمل الربح. ففي الفلبين كما أوردوه كل من (Fajardo, Manansala&Actarez) (1991) إن هناك فجوة كبيرة بين الغني والفقير، فكثير من أصحاب الأموال يقومون باستثمار أموالهم في أعمالهم، أو يقومون بإقراض أفراد آخرين أو مؤسسات تجارية أخرى. في الماضي وفي الوقت الذي ازدهر في (حيتان الإقراض) ولكن مع تطور المؤسسات المالية قام الكثير من أصحاب الأموال بإيداع الفائض من أموالهم في البنوك بدلا من التعامل المباشر مع المقترضين، والذين من الممكن في النهاية أن يكونوا غير صادقين في تعاملهم، وهنا فالتعامل مع المؤسسات المالية يعتبر أكثر ملائمة وأكثر أمان.

إن التعامل مع المؤسسات المالية يخلق العديد من التأثيرات الايجابية في الاقتصاد، فالأموال الفائضة التي تودع من قبل أصحاب الأموال في البنوك يمكن إقراضها للأفراد الذين لا يملكون المال الكافي. يقترضون من البنوك أو غيرها من المؤسسات المالية ليؤمنوا مصادر المال اللازم لأغراض الاستثمار، والأثرياء لا داعي لبيع ممتلكاتهم وعند حصولهم على قروض فما عليهم إلا أن يقوموا بتقديم إثبات ملكية عقاراتهم ووضعها كضمان لإقراضهم. ومن جهة أخرى يقدم الفقراء على الاقتراض من أجل سد احتياجاتهم الغذائية والطارئة مثل الأمراض والحوادث ولكن القليل منهم مؤهلين للاقتراض من البنوك ونتيجة وضع كهذا فإنهم مجبرين للتعامل مع مقترضين غير رسميين ومع حيتان الاقتراض. بعض البرامج الحكومية تعرض معدل فائدة منخفضة ولكنها تطلب كمية كبيرة من الوثائق الداعمة والعمل الورقي. كما وتلزم المقترض المرور عبر العديد من المكاتب المختلفة قبل أن تتم الموافقة على صرف القرض. فمثل هذه الظروف غير المشجعة لا تدع للفقير بديلا إلا أن يتعامل مع مقرضي المال غير الرسميين (المرخصين).

عندما تفشل البنوك فإن هذا يكون كما أشار إليه (Sinkey 1989) على الأغلب دائما بسبب الإقراض السيئ، وفي حين أن مخاطر معدل الفائدة ذات وجهين إما ربح وإما خسارة، وإن مخاطر الإقراض هي دائما في

---

[1]- شريف مصباح أبو كرش، إدارة مخاطر الائتمان المصرفي، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين أفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005، ص 5-6.

خسارة، وأفضل ما يمكن حدوثه هو أن يتم تسديد القرض وفائدته كما اتفق عليه، وإن أسوأ ما يمكن حدوثه هو خسارة المبلغ المقرض وفائدته. فهناك شيئان يمكن للبنك عملهما لحماية نفسه من مخاطر الإقراض (الائتمان): أن يكون حذرا في عملية منح الائتمان والتنويع الائتماني، لذا فإن فشل البنوك يكون عادة نتيجة الإقراض اللا مسئول (الأرعن) والنقص في التنويع الائتماني أو كلاهما معا.

الفرع الثاني: المخاطر شيء حتمي للمؤسسات المالية

يرى شريف مصباح أبو كرش أن[1]: عدم التأكد لا يمكن إبعاده أو إلغاءه تماما، وحيثما يوجد هناك عدم تأكد تكون هناك مخاطر وكما وصفها (Drucker , 1986) فإن محاولة إلغاء المخاطر في شركات الأعمال شيء وهمي. فالمخاطر أصيلة في أساس المصادر الموجودة كما في توقعات المستقبل، وفي الواقع فإنه يمكن تعريف التقدم الاقتصادي على أنه القدرة على اتخاذ إجراءات ذات مخاطر أكبر، وأن محاولة إلغاء المخاطر أو حتى محاولة التخفيض منها لا يمكن أن تجعل منها إلا مخاطر غير عقلانية وغير محتملة، وأنها لن تؤدي إلا إلى نتيجة واحدة هي مخاطر أكبر.

التوقف مبرر أو لا، هو شيء لا يمكن تجنبه في مجال الأعمال فإن أية مغامرة في مجال الأعمال هي كلعبة المقامرة، لأن إمكانية الخسارة تملك إمكانية تحققها بقدر ما تملك إمكانية تحقق آمال الربح، ومع أن المدراء يعملون كل شيء يقدرون على فعله لكي يؤمنوا أن أعمالهم سوف تنجح فإنهم لا يستطيعوا حمايتها ضد كل أنواع المخاطر فهناك وعي جديد من جانب البنوك وعملائها وإداراتها في العديد من البلدان لأهمية المخاطر وأهمية إدارتها.

هناك تعريفات عديدة للمخاطر والتعريف الأكثر شيوعا يبين أن المخاطر هي: اللا تأكد أو فرص الخسارة. والإدارة الحكيمة هي التي تتعامل مع المشكلة بواسطة التخطيط والتنظيم والتنسيق والتنفيذ والمراقبة، لذا فإن الإدارة الحكيمة للمخاطر هي التعامل الحكيم مع المخاطر من أجل حماية حاضر ومستقبل أصول شركات الأعمال.

الفرع الثالث: وعي المؤسسات المالية بالمخاطر المالية

يرى شريف مصباح أبو كرش أن[2]: المؤسسات المالية على وعي دائم بالمخاطر وقد وصفها (Chorafas ,1990) أنها هي أحد المصادر الرئيسية والأساسية في مجال المخاطر وإدارة أعمالها، حيث أن الرؤية المستقبلية والقدرة على البقاء وكذلك القدرة على الإدارة الذاتية، ونقل وتبادل القيم والعادات تتضمن دائما مخاطر من أنواع مختلفة والمهمة الملقاة هي إدارة المخاطر. كما تعلمت المؤسسات المالية كيفية التغلب على المخاطر عن طريق إدارة الإنتاج والرقابة وكذلك تأسيس ترتيبات ذات فوائد متبادلة مع مؤسسات مالية أخرى، وكل هذا يتم عن طريق وضع تشريعات وقوانين منظمة وتصميم هياكل تنظيمية جيدة من أجل بناء جسور الثقة والأمانة والتكامل لمجمل النظام المالي وكذلك تأمين وتوفير الحماية لزبائن الخدمات المالية والمستثمرين.

إن هناك وعي متنامي في مجال عالم الأعمال الحديث، وقد بين (Chorafas, 1990) أن المخاطر وصلت إلى أعلى مستوياتها جراء الأنظمة الرسمية الروتينية للإدارة، والرقابة التي تعتبر أساسها. إن إعادة الهيكلة لأسواق رأس

---

[1]- شريف مصباح أبو كرش، مرجع سابق، ص 3-4.
[2]- المرجع نفسه، ص 4-5.

المال سمحت بوجود أوسع للمؤسسات ذات الإمكانيات الأولية القليلة من الانخراط في مثل هذا المجال، ومجالات عمليات الدمج والاتحاد مما أدى إلى بروز مجموعة تركيبات مالية كبيرة، والتي من خلالها حصلت على الثقة والتقانة المصرفية التقليدية مما جعلها تبحث عن تقاليد وأعمال أخرى. إن التطور التجاري العالمي الواسع أخذ مكانه من خلال تبادل المعلومات بمختلف أشكالها، والتطورات في مجال الكمبيوتر والالكترونيات وتقنية الاتصالات تمنح معنى لإدارة المخاطر ولكنها أيضا تخلق إمكانيات لوجود مخاطر معينة.

المطلب الثاني: المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية

تقسم المخاطر التي تواجهها المؤسسات المالية إلى مخاطر مالية وأخرى غير مالية، المخاطر المالية يمكن أن نصنفها إلى مخاطر سوق ومخاطر ائتمان. أما المخاطر غير المالية فتشمل، إضافة إلى أنواع أخرى مخاطر التشغيل، والمخاطر الرقابية والمخاطر القانونية.

نتحدث عن المخاطر التي تواجه المصارف بصورة خاصة والمؤسسات المالية بصورة عامة، ومن هذه المخاطر[1]:

الفرع الأول: مخاطر السوق ومخاطر أسعار الفائدة

1- **مخاطر السوق:** تعتبر الأدوات والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالتغيرات الاقتصادية الكلية أو نتيجة تغير أحوال المنشآت الاقتصادية، أي المتغيرات الاقتصادية على مستوى الجزئي فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار وفي السياسات على مستوى الاقتصاد ككل. أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أو أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها، على أن تقلبات الأسعار في الأسواق المختلفة تؤدي إلى أنواع مختلفة من مخاطر السوق وعلى هذا يمكن تصنيف مخاطر السوق إلى: (مخاطر أسعار الأسهم، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر أسعار الصرف مخاطر أسعار السلع).

ويظهر من ذلك أن مخاطر السوق تظهر في الدفتر المصرفي والدفتر التجاري للمصارف ورغم أن جميع هذه المخاطر ذات أهمية، إلا أن مخاطر أسعار الفائدة تبقى أهم المخاطر التي ينبغي على المصارف أن تظل مهمومة بشأنها، وفيما يلي توضيح لطبيعة مخاطر أسعار الفائدة.

3- **مخاطر أسعار الفائدة:** وهي عبارة عن تعرض الموقف المالي للمصرف للتغيرات في أسعار الفائدة. وهي مخاطر تنشأ من عدة مصارف. فمخاطر إعادة التقييم تكون بسبب التفاوت الزمني لأجال وإعادة تقييم الأصول، الخصوم والبنود خارج الميزانية. وحتى في حالة تشابه خصائص إعادة التقييم فربما تظهر ما يعرف بمخاطر الأساس(وهي الفرق بين السعر الأدنى والآجل) إذا لم يكن هناك ارتباط تام بين التعديل في أسعار الفائدة على الأصول والخصوم. وتعني مخاطرة منحنى العائد، عدم التأكد من الدخل بسبب التغيرات في منحنى العائد. وأخيرا فإنه قد تكون هناك مخاطر إضافية نتيجة التعامل في أدوات سوق الخيارات.

---

[1]- طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده، المملكة العربية السعودية ط1، 1423هـ، 2003، ص 29-32.

الفرع الثاني: مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة

1- **مخاطر الائتمان:** هي المخاطرة التي ترتبط بالطرف المقابل (الآخر) في العقد، أي قدرته على الوفاء بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي موعدها كما هو منصوص عليه في العقد. ويرد حدوث المخاطرة الائتمانية في الدفتر المصرفي كما يرد في الدفتر التجاري للمصرف، ففي الدفتر المصرفي؛ تظهر المخاطر الائتمانية في حالة القرض عندما يعجز الطرف الآخر عن الوفاء بشروط القرض كاملة وفي موعدها، ونتيجة لهذه المخاطرة هنالك حالة عدم التأكد من صافي الدخل ومن القيمة السوقية للأصول تنشأ من عدم السداد كلية، ومن التأخير في سداد أصل القرض والفوائد المستحقة علية.

وبالمثل، تكون المخاطر الائتمانية للدفتر التجاري بسبب عدم قدرة المدين أو عدم رغبته في إبراء ذمته من التزاماته التعاقدية في العقود التجارية. ومن الممكن أن يقود ذلك إلى مخاطرة التسوية عندما يقوم أحد طرفي العقد بتسديد قيمة الأصل الذي اشتراه أو تسليم الأصل الذي باعه قبل أن يفعل الطرف الآخر الشيء ذاته، وبهذه الطريقة يتعرض الطرف الأول لاحتمال الخسارة، وتظهر مخاطرة التسوية عند المؤسسات المالية خاصة في عمليات الصرف (بيع وشراء العملات). ويمكن معالجة المخاطر الائتمانية جزئيا، من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية، ولكن يمكن التخلص منها بالكامل.

2- **مخاطر السيولة:** تنشأ هذه المخاطرة من عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقلل من مقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته التي حانت أجالها. وربما تكون هذه المخاطرة نتيجة الصعوبة في الحصول على السيولة بتكلفة معقولة عن طريق الاقتراض (مخاطرة تمويل السيولة)، أو تعذر بيع الأصول (مخاطرة تسييل الأصول). وأحد أوجه إدارة الأصول والخصوم في الأعمال المصرفية هو تخفيض مخاطرة السيولة. بينما يمكن السيطرة على تمويل مخاطرة السيولة من خلال الترتيب المناسب للتدفقات النقدية المطلوبة، والبحث عن مصادر جديدة لتمويل عجز السيولة يمكن معالجة مخاطرة تسييل الأصول من خلال تنويع محفظة الأصول ووضع قيود على بعض المنتجات ذات السيولة المنخفضة.

الفرع الثالث: مخاطر التشغيل والمخاطر القانونية

1- **مخاطرة التشغيل:** هي مفهوم عام وربما تكون نتيجة الأخطاء البشرية أو الفنية أو الحوادث، وهي مخاطرة الخسارة المباشرة وغير المباشرة الناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية. وتعود العوامل الداخلية إما إلى عدم كفاية التجهيزات أو الأفراد أو التقنية وإما إلى قصور أي منهما. وبينما تكون المخاطر البشرية بسبب عدم الأهلية أو بسبب فساد الذمم، فإن المخاطر الفنية قد تكون من الأعمال التي تطال أجهزة الاتصالات والحاسب الآلي. أما مخاطرة العمليات فقد تحدث لأسباب عديدة منها أخطاء مواصفات النماذج، وعدم الدقة في تنفيذ العمليات، والخروج عن الحدود الموضوعة للسيطرة على التشغيل، ونظرا للمشكلات التي تأتي من عدم الدقة في العمل، وفي حفظ السجلات وتوقف الأنظمة، وعدم الالتزام بالضوابط الرقابية هناك احتمال أن تكون تكاليف التشغيل أكثر من التكاليف التقديرية لها الأمر الذي سيؤثر سلبا على الإيرادات.

2- **المخاطر القانونية:** ترتبط هذه المخاطر بعدم وضع القيود المالية موضع التنفيذ، أي أنها ترتبط بالنظام الأساسي والتشريعات والأوامر الرقابية التي تحكم الالتزام بالعقود والصفقات، وربما تكون طبيعة هذه المخاطر خارجية مثل الضوابط الرقابية التي تؤثر في بعض أنواع الأنشطة التي تمارسها المصارف، كما يمكن أن تكون ذات طبيعة داخلية تمت بصلة لإدارة المصرف ولموظفيه، مثل(الاحتيال، وعدم الالتزام بالضوابط والقوانين). وقد اعتبرت لجنة بازل للرقابة المصرفية أن المخاطر القانونية جزء من مخاطر التشغيل، أما المخاطر الرقابية قد تنشأ من التغيرات في الإطار الرقابي للبلد المعني.

الفرع الرابع: مخاطر التعامل في الأوراق المالية

لقد تناولنا في الفروع السابقة الذكر المخاطر التي تتعرض لها المصارف باعتبار المصارف مؤسسات مالية، وفي هذا الفرع سوف نتطرق إلى مخاطر التعامل في الأوراق المالية باعتبار أن الأوراق المالية تصدرها المؤسسات المالية.

يرى محمد عبد اللاه أحمد حسن أنه يمكن إجمال المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية في[1]:

1- **مخاطر الاسترداد** Call Risk: عندما يشتري المستثمر ورقة مالية (سهم،سند) فإنه يحدد لنفسه فترة زمنية يحتفظ فيها بهذه الورقة سواء كان مستثمر عاديا أو مضاربا، فإذا قام مصدرها (الشركة أو الهيئة) باستدعاء السند أو إعادة شراء السهم من المستثمر عند وقت يقل عن الوقت المحدد من طرف المستثمر للتصرف في هذه الورقة فإن العوائد التي يحققها المستثمر قد تكون أقل من التي توقعها.(الاسترداد قد يتم أيضا للأسهم الممتازة).

2- **مخاطر التحويل** Connectible Risk: إذا تم تحويل سندات أو أسهم ممتازة إلى عدد محدود من الأسهم العادية في الشركة صاحبة الإصدار للسند أو السهم الممتاز فإن معدل العائد على الاستثمار قد يتغير لأن قيمة السهم العادية المحدودة قد تزيد أو تنقص، والورقة المالية القابلة للتحويل (سند، سهم ممتاز) معدل كبونها أو ربحها عادة ما يكونان منخفضان.

3- **مخاطر عدم السداد** Default Risk: ويقصد بها احتمالات أن تتعرض الشركة صاحبة الإصدار للأوراق المالية للإفلاس. ففي السندات قد تحقق الشركة خسائر وبالتالي لا تستطيع سداد الفوائد وأصل القرض، أما بالنسبة للأسهم العادية فقد تصل القيمة السوقية لهذا السهم إلى الصفر(التنويع هو الحل الأنسب للمستثمر في هذه الحالة).

4- **مخاطر سعر العائد** Interest Rate Risk: أي التغيرات التي تحدث في العائد نتيجة تحركات أسعار العائد. عندما ترتفع معدلات العائد فإن قيمة الأوراق المالية الحالية تنخفض والعكس، كذلك الأوراق المالية التي يكون استحقاقها لفترات أطول تتأثر أكثر من الأوراق المالية التي يكون استحقاقها لفترات زمنية أقصر.

5- **مخاطر الإدارة** Management Risk: تنشأ هذه المخاطر من الأخطاء التي تتسبب فيها إدارة الشركة نفسها عند اتخاذ القرار الاستثماري، التمويلي. أي أن الشركة تواجه مخاطر الأعمال (تقلب في صافي الدخل الناتج عن العملية التشغيلية) والمخاطر المالية (التقلب في العوائد الناتجة من قرارات الرافعة المالية ـعمليات الاقتراضـ).

---

[1]- محمد عبد اللاه أحمد حسن، عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية (دراسة مقارنة مع القوانين الأمريكية والفرنسية)، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010، ص40-49. بتصرف.

6- **مخاطر التسويق** Marketability Risk: وهي المتغيرات في العوائد الاستثمارية الناتجة عن عمولات واتفاقيات تحديد أسعار بيع أصل مالي غير سائل Liquid Asset وتتكون قابلية الورقة المالية للتسويق من حجم ما يمكن بيعه أو شرائه من الورقة خلال الفترة القصيرة من الزمن، وبدون إحداث تأثير عكسي على السعر اللازم أو الضروري، لاستكمال بيع عدد محدود من الأوراق. (تقاس مدى قابلية الورقة للتسويق بالفرق بين ثمن عرض البيع Bide Price، وطلب ثمن الشراء Ask Price)، والفرق بينهما يمثل: تكلفة بيع هذا الأصل بسرعة أو الهامش الذي يطلبه صانع السوق*.

7- **المخاطر السياسية** Political Risk: الاستقرار السياسي وغياب العمليات الإرهابية والأمان، ووجود الديمقراطية الحقيقية وتبادل السلطة السليم الآمن، واحترام حقوق الإنسان، يزيد من الثقة في التعاقدات المالية التي تتم والعكس (يتغير العائد في هذه الأحوال)، كما أن المخاطر السياسية المحلية (شكل تشريعات الضرائب، السياسات المالية النقدية الحكومية...) تؤثر تأثيرا مباشرا على عوائد الأوراق المالية في السوق. علاوة على أن عدم نضوج التشريعات في المجالات المصرفية لأي سبب كان، يعوق سرعة تداول الأوراق المالية الجديدة على نطاق واسع ويمثل خطرا من أخطار الأوراق المالية.

8- **مخاطر القوة الشرائية للنقود** Power-Purchasing Risk: هي هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الاستثمار نتيجة لارتفاع مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل، وتسمى هذه المخاطر – أحيانا – مخاطر التضخم. فالعبرة دائما في حسابات العائد من الاستثمار بالعائد الحقيقي وليس العائد الرقمي وتتعرض الأوراق المالية ذات العائد الثابت لهذا النوع من المخاطر.

9- **المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة** Systematic and Unsystematic Risk: يقصد بالمخاطر المنتظمة ذلك التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية، نتيجة للارتفاع العام أو الهبوط العام في السوق المالي كله. في حين أن المقصود بالمخاطر غير المنتظمة، فهو التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية نتيجة لبعض العوامل الخاصة بها فقط.

إضافة إلى ما سبق هناك مخاطر أخرى غير مباشرة يتعرض لها المتعاملون في الأوراق المالية منها:

- أن سوق الأوراق المالية في مجموعها لا تتسم في أدائها بالرشد Rationality، فهي عادة ما تسلك مسلكا مغاير للظروف الاقتصادية والأصول العلمية (قد يكون المركز المالي للمنشأة قويا والوضع الاقتصادي للبلاد أكثر قوة والسوق مع هذا في اتجاه نزولي، أو قد يكون المركز المالي للمنشأة ضعيفا والوضع الاقتصادي القومي أكثر ضعفا والسوق مع ذلك في مجموعه قويا).

- عدم المساواة في الحصول على البيانات عن الشركات سواء للمستثمر أو المستشار، وذلك لكي يتخذ المستثمرون والمستشارون قرارات مناسبة عند توظيف أموالهم أو تقديم استشارات للمستثمرين. المساواة تعني بأن يكون المتعاملون ومستشاريهم على علم بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها. لهذا تحرص التشريعات على محاربة كل من: (المضاربة

---

* – صانعي السوق على خلاف الوساطة العمومية التي يقوم بها السماسرة فهم يقومون بأعمال الوساطة بشخصهم وليس نيابة عن الغير، وبذلك يلجئون إلى بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

ترويج الشائعات الكاذبة بشأن تداول الأوراق المالية وتداول المعلومات المزيفة والتلاعب المدبر للتأثير على الأسعار بطرق غير مشروعة...)

- اتجار المطلعين في الأوراق المالية: من مستشارين وسماسرة ومديرين للشركات والمحافظ المالية، وهو ما يؤدي لعدم المساواة، وقد تنبهت معظم القوانين إلى ذلك وعملت على تحريم استغلال المطلعين للمعلومات التي بين أيديهم مما يشكل خطورة على باقي المتعاملين في الأوراق المالية.

- التكاليف غير المباشرة Indirect Costs: تتضح هذه المخاطر في الآتي: تكلفة الفرصة الضائعة وهي العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو استثمرت هذه الأموال في مجالات استثمارية أخرى، وتكلفة الوقت والجهد الذي يبذله المستثمر في تقييم ودراسة وتحليل الأوراق المالية وطلب الاستشارات قبل الارتباط بها. وكذلك التكلفة النفسية المتمثلة في القلق الذي يعيش فيه المستثمر خوفا من احتمال تدهور قيمة استثماراته في السوق.

المبحث الثالث: المخاطر المالية

تنشأ المخاطر المالية من النشاطات الاقتصادية، وقد استمرت المخاطر المالية في التزايد مع التنوع الذي عرفته الأنشطة الاقتصادية، بل وأصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة، وهذا التلازم بين النشاط الاقتصادي والمخاطرة يجعل التخلص منها بشكل نهائي أمر غير ممكن، لكن ذلك لا يعني بالضرورة عدم إمكانية التعامل معها وفق مجموعة من السياسات والاستراتيجيات التي تجعل آثارها ونتائجها متحكم فيها إلى حد بعيد.

المطلب الأول: ماهية الخطر المالي

الفرع الأول: تعريف الخطر المالي

يعرف الخطر المالي بأنه[1]:" الارتفاع في مخاطر الاستغلال بسبب اللجوء إلى الاستدانة، أي جلب موارد مالية في شكل ديون من شأنه أن يؤثر سلبيا على مردودية المؤسسة ".

ينظر للمخاطر المالية بأن[2]:" مصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية)، حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية ".

كما يعرف الخطر المالي بأنه[3]:" تلك التذبذبات التي تصيب نتيجة الاستغلال بعد الضريبة، أي التذبذبات في العائد المتاح للمساهمين (حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر تمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض، وتوزيعات الأسهم الممتازة ".

يرى طارق عبد العال حماد أن[4]:" المخاطر المالية تتعلق أساسا بهيكل رأس المال وقدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات والمصاريف الثابتة، وتتعلق بعوامل السيولة القصيرة، والقدرة على سداد الالتزامات الطويلة ".

---

[1]- اليلس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، عمان الطبعة الأولى، 2006، ص 459.

[2]- بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص 332.

[3]- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، 2003، ص 262.

[4]- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، مرجع سابق، ص 366.

ويقصد بالخطر المالي الخطر المتعلق بالمردودية المالية، حيث يتحمل المساهمون وحدهم عبء الديون المالية للمؤسسة، الأمر الذي يؤدي بهم إلى سحب أموالهم نتيجة ارتفاع الخطر المالي[1]، وعادة ما تظهر المخاطر المالية أمام المؤسسات نتيجة لاستخدام الديون، ما يزيد من درجة التغير في عائد المساهمين، فضلا عن زيادة احتمالات حدوث العسر المالي*.

ويذكر محمد علي محمد علي عدة تعاريف للخطر المالي لعدة كتاب نورد منها ما يلي[2]:

يعـــــرف قامـــــوس Gastineau,G.L, & Kiritzman, M.P,1996 لإدارة المخاطر المالية The dictionary of financial Risk management الخطـــر المالي على أنه: الخسارة التي يمكن التعرض لها نتيجة للتغيرات غير المؤكدة Risk: Exposure to uncertain change.

ويـــــرى Petty, J, et al,1982. أن المخاطر المالية هي مقياس نسبي لمدى التقلب في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً.

ويـــــرى Williams, Smith, & Young,1995 أن الخطر هو التقلب المحتمل في النواتج، وأن الخطر مفهوم موضوعي، ويمكن قياسه كمياً، وأنه يخلق خسائر محتمله، حيث يمكن أن يترتب على التصرف الذي يصاحبه الخطر مكاسب أو خسائر ولا يمكن التنبؤ بأيهما سوف يحدث فعلاً.

ويـــــرى Peters,D,1997 أن الخطر المالي يعني أن هناك فرصة لحدوث خسارة مالية The chance of financial loss، وأن مصطلح الخطر يستخدم للإشارة إلى التغير الذي يمكن أن يحدث في العوائد المصاحبة لأصل معين.

ويـــــرى Watsham,T.J,1998 أن مفهـوم الخطـر يشـير إلي عـدم التأكـد المحسـوب بشـكل كمـي Quantified uncertainty، وأن الخطر المالي يرتبط بالتغير غير المرغوب في قيمة المتغير المالي.

ومنه انطلاقا من التعاريف المذكورة سابقا نصل إلى أن الخطر المالي: هو الارتفاع في مخاطر الاستغلال (بسبب الاستدانة)، أو هـو عبـارة عـن الخسـارة المحتملـة في الأسـواق الماليـة نتيجـة عـدم قـدرة الأصـول الجاريـة علـى تغطيـة الالتزامات، أو نتيجة التغير في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا، فالخطر المالي يقاس كما وتصاحبه حالة عدم التأكد من نتيجة معينة. يرتبط الخطر أيضا باستخدام الديون في تمويل احتياجات المؤسسة، أو بتقلب الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.

---

[1] - زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2011، ص 96.

* - العسر المالي: هو قلة السيولة المالية وعدم قدرة المؤسسة المالية على سداد تكاليفها المستحقة واسترداد حقوق مساهميها، ويندرج تحت هذا المفهوم نوعين من العسر المالي، العسر المالي الفني ويقصد به عدم قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها برغم زيادة إجمالي الموجودات لديها عن المطالب. والعسر المالي الحقيقي وهو عدم قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها مع نقص في إجمالي الموجودات عن إجمالي المطالب.

[2] - محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة جامعة القاهرة، 2005/1425، ص 35.

الفرع الثاني: إدارة الخطر المالي

وبشكل عام ، يمكن توضيح ما يعنيه مصطلح إدارة المخاطر المالية Financial risk management من خلال مراجعة بعض التعريفات، كما يلي[1]:

عرف Erik , B ,1993 إدارة الخطر على أنها: إدارة الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها، والتي قد يترتب عليها خسائر محتملة الحدوث في المنشأة، إذا لم يتم التعامل معها بشكل مناسب. وأوضح أن عملية إدارة الخطر تتضمن ثلاث مراحل أساسية، هي: تعريف الخطر Identification، وقياس الخطر Measurement، وإدارة الخطر Management. كما أوضح أن مرحلة إدارة الخطر يمكن أن تتبع أحد ثلاث استراتيجيات، هي: الاحتفاظ بالخطر Retention. أو تخفيض الخطر Reduction أو تحويل الخطر Transference.

ويرى Williams, Smith, & Young, 1995 أن إدارة المخاطر المالية بالمنشأة تتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، وقياسها، والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها. وأن الغرض الرئيسي لإدارة المخاطر المالية بالمنشأة يتمثل في تمكين المنشأة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة.

ويرى Williams, Smith, & Young أن إدارة المخاطر بشركة المساهمة Corporate risk management هي تطبيق لرؤية نظرية التمويل والإدارة المالية إلى الأنشطة التي تتم في المنشأة على أنها ممارسات يجب تقييمها في ضوء تأثيرها على القيمة السوقية للمنشأة.

ويشير Finard, J.B.1996 إلى أن القيام بإدارة المخاطر المالية أصبح ضرورياً لاستمرار الشركة في ظل المنافسة العالمية المعاصرة، وأن إدارة المخاطر المالية بالمنشأة تسعى إلى ثلاثة أهداف رئيسية هي:

- الوقاية من الخسائر؛
- تعظيم درجة الاستقرار في الأرباح؛
- تدنيه تكلفة إدارة الخسائر المالية المحتملة.

ويرى Brigham & Houston, 1998 أن إدارة المخاطر هي مجموعة من الأنشطة تستهدف تدنية الخسائر المحتملة Exposures من وقوع المخاطر، وأن هذه الأنشطة تندرج تحت ثلاثة مراحل رئيسية، هي:

- تحديد وتعريف المخاطر التي تواجه المنشأة؛
- قياس التأثير المحتمل لكل خطر؛
- تحديد كيفية التعامل مع الخطر موضوع الاهتمام.

وبمراجعة المفاهيم والتعريفات السابقة، يمكن استخلاص نقطتين أساسيتين ترتكز عليهما الدراسة الحالية وهما[2]:

1- أن مصطلح " إدارة المخاطر المالية " يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد.

2- أن النظام المتكامل لإدارة المخاطر المالية بالمنشأة يعتمد على ثلاث مراحل رئيسية، هي:

---

[1] - محمد علي محمد علي، المرجع السابق، ص 30-31.

[2] - المرجع نفسه، ص 34.

أولا: تحديد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة.

ثانيا: قياس مستوي الخطر والخسائر المحتملة من حدوثه.

ثالثا: استخدام الأساليب أو الأدوات المناسبة لتدنية مستوي الخطر، وتدنية أو منع حدوث الخسائر المحتملة بسببه.

وانطلاقا من المفاهيم السابقة لإدارة الخطر المالي نتوصل إلى أن إدارة الخطر المالي تعني: القيام بمجموعة من الأنشطة والعمليات (تحديد المخاطر، قياسها، التعامل مع مسبباتها، إدارتها...) بهدف التقليل من الخسائر المحتملة من وقوع الخطر. كل هذا يمكن المؤسسة من التطور والاستمرارية وتحقيق أهدافها.

الفرع الثالث: أدوات إدارة المخاطر المالية

يرى منير إبراهيم هندي أنه هناك ثلاث أدوات لإدارة المخاطر المالية وهما[1]:

1- **الأداة الأولى:** هي تخفيض المخاطر وذلك بالتخلص من مصدر المخاطر بالبيع. فإحلال جزء من الأصول ذات المخاطر المرتفعة مثل الأسهم العادية، في ظروف معينة بأصول أقل مخاطر أو خالية من المخاطر مثل السندات الحكومية، أو أذون الخزانة، هو خير مثال على تلك الأداة. والتعامل في السوق الحاضر وأسواق المشتقات، بيع أصل في أحد الأسواق وشرائه من سوق أخر، مثال مقبول أيضا.

2- **الأداة الثانية:** أما الأداة الثانية فهي التنويع وما يترتب عليه من تخفيض المخاطر، إنها الفلسفة التي تقوم عليها صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ.

3- **الأداة الثالثة:** أما السبيل الثالثة فهي التأمين ضد المخاطر. ومن الأمثلة على ذلك قيام المستثمر الذي يمتلك أسهم منشأة معينة، بإبرام عقد اختيار بيع عليها. فإذا ما انخفضت الأسعار في السوق الحاضر، حقق له عقد الاختيار الحماية المنشودة. أما إذا ارتفعت الأسعار في السوق، وأصبح تنفيذ العقد في غير صالحه، حينئذ سوف يخسر قيمة المكافأة. والمكافأة هنا هي ثمن للتأمين.

باستقراء الكتابات المالية العديدة التي ركزت علي موضوع إدارة المخاطر المالية بالمنشأة يمكن تحديد ثلاثة استراتيجيات رئيسية لإدارة المخاطر المالية، وهي[2]:

1- **إستراتيجية ترك الموقف مفتوح:** To leave the position open

ويقصد بذلك الاحتفاظ Retention بمستوي الخطر علي ما هو عليه، ويمكن أن تعتمد الشركة على هذه الإستراتيجية حينما يكون مستوى الخطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، وتندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسة قبول الخطر Acceptance.

2- **إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة:** To take a calculated risk

ويقصد بذلك تحديد مستويات الخطر التي يمكن تحملها بالمنشأة ـ والتي لا ترغب المنشأة في تحمل أكثر منها ـ ثم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنيه المخاطر بالمنشأة حتى هذا المستوى المقبول. ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تخفيض الخـــطر Reduction مثل: التنويع في خطوط منتجات الشركة (هيكل الاستثمار) والتغيير في

---

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، مرجع سابق، 2002، ص 12 - 13.

[2] - محمد علي محمد علي، المرجع السابق، ص 45-46.

مستوى الرافعة التشغيلية تبعا لظروف الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة المالية (هيكل التمويل)، واستخدام الأدوات المالية المشتقة للحماية ضد مخاطر الأسعار.

3- **إستراتيجية تغطية كل الخطر** To cover all the risk: ويقصد بذلك تحييد مصدر الخطر بالنسبة للشركة، أي تدنية الخطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر Transference مثل: التغطية الكاملة أو التأمين ضد الخطر باستخدام أدوات الهندسة المالية، تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين، والتجنب التام للأنشطة التي ينشأ عنها الخطر.

ويرى عادل رزق أنه يمكن إدارة المخاطر المالية عن طريق ما يسمى بـ: إدارة المخاطر باستخدام إستراتيجية التحصن[1] Immunization Strategic، فالتحصين هي كلمة مستعارة من العلوم الطبية حيث يهدف إلى الوقاية من بعض الأمراض، فإن مخاطر ارتفاع سعر الفائدة له تأثير سلبي على السندات، حيث يمكن تقليل ذلك التأثير السلبي عن طريق إستراتيجية التحصين. وبرنامج التحصين يقوم على محورين أساسيين:

المحور الأول: تقدير المدة الزمنية المثلى للاحتفاظ بالسندات الاستمرارية Duration: ويقصد بالاستمرارية هي المدة الزمنية المناسبة للاحتفاظ بالسند وهي بذلك تعني طول الفترة اللازمة للاحتفاظ بالسند حتى يغطي التكاليف. ولكي يمكن تحقيق الفاعلية في تقدير المدة الزمنية المناسبة للاحتفاظ بالسند يلزم توافر مجموعة من الشروط وهي:

- أن المدة المناسبة أو الاستمرارية هي دائماً أقل من فترة استحقاق السندات؛
- أن السندات التي تعطي كوبون أعلى تكون مدته المناسبة أقل لأنه يغطي تكاليف أسرع؛
- أن السندات التي لا تصرف كوبونات (لا يعطي عائد دوري ثابت) سوف تكون مدته المثلى والمناسبة هي نفسها فترة الاستحقاق؛
- التأثير الإيجابي لأحد مكونات مخاطر تغير سعر الفائدة (مخاطر السعر أو مخاطر إعادة الاستثمار) مساوياً للتأثير السلبي الذي يحدثه النوع الآخر.

المحور الثاني: إعادة استثمار التدفقات النقدية: وهو ذلك الأسلوب الذي يتم عن طريق تحقيق عائد مستهدف في مواجهة ارتفاع سعر الفائدة، حيث مع ارتفاع سعر الفائدة تقل قيمة السند سوقيا، لذا يتم إعادة استثمار تدفقات السند النقدية بمعدل العائد السوقي حتى يمكن تلافي الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة على قيمة السند، ويتم ذلك عن طريق إتباع ما يلي:

1- حساب هبوط السندات نظراً لارتفاع سعر الفائدة.

2- حساب العائد من استثمار التدفقات النقدية لذلك السند بمعدل العائد السوقي.

---

[1]- عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 88.

كما يرى منير إبراهيم هندي أنه يمكن استخدام الأمد لإدارة المخاطر المالية[1]:

فحسب منير إبراهيم هندي الأمد هو: العمر الاقتصادي أو الواقعي للسند، كما يمكن أن نعبر عنه- تجاوزا – بأنه تاريخ الاستحقاق الفعلي. وبصفة عامة كلما طال الأمد، أصبح سعر السند أكثر عرضة للتقلب مع التغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة في السوق، أي مع التغير في غلة الســـــند Bond Yield. انطلاقا من جدول يزودنا بتقدير الأمد لتشكيلة من السندات تتباين من حيث تاريخ الاستحقاق ومعدل الكوبون، وبفرض سعر الفائدة السائد في السوق ـ الغلة ـ لتلك السندات هو 10% توصل منير إبراهيم هندي إلى ما يلي: عند أي تاريخ للاستحقاق ينخفض الأمد أي حساسية السند للتغير في أسعار الفائدة، وذلك كلما ارتفع معدل الكوبون، وهذا منطقي على أساس أن الأمد يعد مؤشرا للعمر الاقتصادي للسند. كذلك فإنه عند أي مستوى لمعدل الكوبون يزداد الأمد كلما امتد تاريخ الاستحقاق. مع ملاحظة أنه كلما طال تاريخ الاستحقاق طال الأمد بمعدلات متناقصة. أما بالنسبة للسندات الصفرية Zero-Coupon Bonds فإن الأمد يكون أكبر ما يمكن ويساوي تماما تاريخ الاستحقاق. أيضا كلما ارتفعت غلة السند (سعر الفائدة السائد في السوق) انخفض الأمد، ذلك أنه كلما ارتفعت الغلة (معدل الخصم أو معدل العائد الداخلي) انخفضت القيمة الحالية للتدفقات النقدية الفردية التي تمثل وزن تلك الاستثمارات وهي متغير شديد التأثير على مقياس الأمد. أيضا أمكن استخلاص قواعد عامة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- يزداد الأمد أي درجة حساسية سعر السند للتغير في أسعار الفائدة السائدة، كلما طال تاريخ الاستحقاق.
- السند الذي يتولد عنه فوائد دورية، يكون فيه الأمد أقل من تاريخ الاستحقاق.
- السندات ذات الكوبون الصفري، يكون فيها الأمد مساويا لتاريخ الاستحقاق.
- السند الذي يباع بخصم كبير Deep-Discount Bonds أي السند الذي يحمل معدل كوبون منخفض بشكل واضح، في الوقت الذي ترتفع فيه غلة السند أي العائد على الاستثمار الذي يقبله السوق، يرتفع فيه المدى حتى يصل إلى مستوى معين، بعده يبدأ في الانخفاض كلما امتد تاريخ الاستحقاق.
- خلال الفترات التي ترتفع فيها أسعار الفائدة، يكاد يتماثل الأمد للسندات طويلة الأجل ومتوسطة الأجل. بمعنى أن الأمد لا يزداد بقدر ملموس مع ازدياد تاريخ الاستحقاق.
- خلال الفترات التي تنخفض فيها معدلات الفائدة، يتزايد الأمد بسرعة مع امتداد تاريخ الاستحقاق.

ولكن ماذا يعني هذا في عرف الإدارة؟ بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في تخفيض حجم المخاطر، كالمستثمر الصغير والمستثمر المؤسسي كصناديق المعاشات والبنوك، قد يكون من صالحهم التعامل في السندات ذات الأمد الأقل. لماذا؟ لأنها تحمل في طياتها تقلبا أقل في القيمة السوقية للسند، نتيجة للتغير في أسعار الفائدة، وهو ما يوليه هؤلاء المستثمرين اهتماما خاصا. كما يكون من صالحهم أيضا عدم توجيه أموالهم للاستثمار في سندات لا يمتد تاريخ استحقاقها لفترات طويلة، في الوقت الذي ينصحون فيه بالاستثمار في السندات ذات معدل الكوبون الأعلى مع ثبات العوامل الأخرى. تفضيل هؤلاء المستثمرين للسندات التي تحمل كوبون أعلى، لا يرجع فقط إلى كون هذه

[1] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص101-105. بتصرف.

السندات تولد تدفق نقدي دوري أكبر يتمثل في الفوائد، بل يرجع أيضا إلى الرغبة في الحد من مخاطر تغير سعر الفائدة أي التقلب في القيمة السوقية للسند.

قد يفضل المضاربون السندات الأكثر حساسية للتغير في أسعار الفائدة، أملا في تحقيق أرباح من التغيرات التي تحدث في أسعارها، فإذا كانت توقعاتهم تشير إلى احتمال انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل، فإن السند الأكثر حساسية للتغير في سعر الفائدة أي ذات الأمد الأكبر يكون مصدرا خصبا لتحقيق أرباح رأس مالية كبيرة.

من الأفضل للمستثمر الذي لا يرغب في التعرض لقدر كبير من مخاطر تغير سعر الفائدة أن يوجه موارده لسندات لا يمتد تاريخ استحقاقها لزمن طويل. حيث يعطي اهتماما أكبر لسياسته خلال الفترات التي تنخفض فيها أسعار الفائدة، حيث يزداد الأمد بمعدل أكبر من معدل الزيادة في تاريخ الاستحقاق.

المطلب الثاني: التغطية والتحوط ضد المخاطر المالية(HEDGE)

هناك العديد من الكتاب من يستعمل مصطلح التغطية، وهناك كتاب آخرون يستعملون مصطلح التحوط. نشير إلى أن المصطلحين لهما نفس المعنى، بحيث معناهما في اللغة الانجليزية هو: (Hedging) .

الفرع الأول: مفهوم التغطية

هي مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلا على أصل معين، كما يمكن تعريفها بأنها أسلوب لحماية قيمة أصل ما يملكه المستثمر إلى أن يتم تصفيته. تعريف يكشف عن صورتين للتغطية: الصورة الأولى هي للمستثمر الذي يرغب في شراء أصل مالي معين، ولا يملك الموارد اللازمة، وإن كانت ستتاح في المستقبل، غير أنه يخشى أن يرتفع سعر ذلك الأصل إذا ما انتظر حتى تتوافر تلك الموارد. هذا المستثمر يمكنه إبرام عقد مشتقات يضمن له التعاقد على الأصل من الآن بسعر متفق عليه، على أن يتم التنفيذ الفعلي عندما تتوافر له الأموال المطلوبة. هذه هي الصورة الأولى. أما الصورة الثانية فتتمثل في حالة مستثمر يمتلك أصل مالي معين ويخطط لبيعه في تاريخ لاحق. في الوقت الذي يخشى فيه انخفاض سعره عندما يحين ذلك الوقت. هذا المستثمر يمكنه إبرام عقد على أحد المشتقات لبيع الأصل مستقبلا بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد، أما عقود المشتقات المستخدمة في التغطية فهي أساسا العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلة[1].

مصطلح التغطية يستخدم للدلالة على تحييد المخاطر وتقليصها، وهناك من يفرق بين التغطية وبين التأمين. بأن التغطية هي تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح[2].

---

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، منشأة المعارف الإسكندرية، 2003، ص 65.

[2] - سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، 2008 ص 66.

الفرع الثاني: مفهوم التحوط [1]: عرفه اتحاد المصارف العربية بأنه:" فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات ".

بينما عرفه صندوق النقد الدولي بأنه:" وسيلة تقليل مخاطرة مالية بطلب مركز في إحدى الأدوات يعوض به- جزئيا أو كليا – مخاطرة تقترن بمركز آخر ".

أما موسوعة التمويل المصرفي من منظور تطبيقي فعرفت التحوط بما يلي:" التحوط هو شراء أو بيع عقد آجل في مقابل شراء أو بيع سابق لكمية متساوية من نفس السلعة، أو كمية معادلة لسلعة أخرى والتي تتحرك أسعارها في اتجاه مواز لها ".

أما جوزيف سينكي فقد تناول مفهوم التحوط بالمعنى العام إذ عرف التحوط بالآتي:" التحوط هو أن تحمي نفسك من الخسارة ".

بينما عرفه شانس بالآتي:" التحوط هو العملية التي يبحث من خلالها أحد المستثمرين عن حماية مركز له في السوق الحاضرة باستخدام مركز مضاد باستخدام المشتقات ".

أما Desmond فقد حرص على تناول جوهر التحوط دون حاجة في الخوض في تفاصيله إلا ما اقتضت الضرورة، ولذا فإنه يعرفه كالآتي:" إن جوهر التحوط هو تقليل حجم المخاطرة، وتحويلها من خلال العقود المستقبلية إلى مشاركين آخرين في السوق ".

وفي تعريف أخر لشانس أيضا:" فالتحوط في هذا التعريف هو عملية يتم تصميمها لتقليل- أو في بعض الحالات – تصفية المخاطرة ".

وآخر التعريفات والتي وقع عليها اختيار الباحث هو التعريف التالي: يعرف التحوط على أنه إزالة الآثار السلبية التي تصاحب التطورات غير الملائمة في أسعار الصرف، أسعار الفائدة، أو قيم الأصول المستثمر فيها، أو الحد منها إلى أدنى درجة ممكنة.

الفرع الثالث: إستراتيجية التحوط ضد المخاطر[2]

هناك عدد من الاستراتيجيات التي يتم استخدامها للتحوط ضد المخاطر، أو لتقليلها إلى أدنى حد ممكن. ولعل أهم تلك الاستراتيجيات الإستراتيجيتان الآتيتان:

1- إستراتيجية التحوط القصير Short Hedge.

2- إستراتيجية التحوط الطويل Long Hedge.

والمصطلحان المتقدمان يتم توظيفهما في التمييز بين التحوط الذي ينطوي على مركز قصير Short Psition والتحوط الذي ينطوي على مركز طويل Long Position.

---

[1] - محمد عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 317-319.

[2] - نفس المرجع، ص 321-323.

سنحاول من خلال استعراض هاتين الإستراتيجيتين لإزالة وجوه الخلط والالتباس الذي شاع بين كثير من الممارسين والدارسين سواء بسواء من حيث الدلالة ووجوه الاستخدام.

يدور استخدام مصطلح التحوط القصير والتحوط الطويل، أو المركز القصير والمركز الطويل حول مسألة التسليم أو التسلم Making delivery or accepting delivery فإذا ما كنا بصدد التسلم فثمة مركز طويل، وإذا ما كنا بصدد التسليم فثمة مركز قصير.

فإذا ما كان المستثمر يحتفظ بمركز طويل في السوق الحاضـــرة In the spot market، فإنه يكون ممتلكا للأصل ذاته، بينما الذي يحتفظ بمركز قصير في ذات السوق فليس مالكا للأصل وإنما هو مقترض له، وعليه التزام برده لمن اقترضه منه، ولذلك فإن حيازته هنا سلبية.

ونتناول في كل من هاتين الإستراتيجيتين بقدر أكبر من التفصيل.

1- **التحوط القصير** Short Hedge: فالشخص الذي يمتلك سلعة أو أحد الأصول، ويخشى انخفاض سعر هذه السلعة أو هذا الأصل، فإنه سوف يأخذ في الاعتبار التحوط ضد انخفاض السعر من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في بورصة العقود المستقبلية Short position in future. فإذا انخفض السعر في السوق الحاضرة Spot market. فإن السعر سوف ينخفض أيضا في بورصة العقود المستقبلية. ويطلق على هذا التحوط، التحوط القصير لأن المتحوط يحتفظ بمركز قصير في المستقبليات، بأن يتعاقد على بيع هذا الأصل في بورصة العقود، ولو افترضنا أن سعر هذا الأصل اليوم هو 100 دولار وأنه تعاقد على بيع هذا الأصل في بورصة العقود بذات السعر وهو 100 دولار فإذا انخفض السعر إلى 80 دولار فإن الخسارة التي مني بها نتيجة انخفاض السعر الذي في حيازته سوف يعوضها الربح الذي سيجنيه من خلال العقد المستقبلي، وبذات الفرق بين السعرين. حيث سيكون بوسعه شراء هذا الأصل من السوق الحاضر بسعر 80 دولار وبيعه في بورصة العقود وفقا للعقد بسعر 100 دولار.

2- **التحوط الطويل** Long Hedge: ويطلق عليه أيضا اسم التحوط التوقعي لأن المتحوط يتوقع شراء سلعة أو أصل نقدي من خلال السوق الحاضرة في تاريخ لاحق. ويستهدف هذا النوع من التحوط تجميد أو تثبيت سعر الشراء، ويستخدم التحوط الطويل لحماية المستثمر ضد انخفاض أسعار الفائدة.

فالشخص الذي يخطط لشراء سلعة ما في تاريخ مستقبلي لاحق وهو يخشى أية زيادة في سعر السلعة، قد يقوم بشراء عقد مستقبلي، فإذا ارتفع سعر السلعة، فإن السعر في بورصة العقود المستقبلية سوف يرتفع أيضا وينتج ربحا سوف يعوض ولو جزئيا التكلفة المالية لشراء السلعة، وهذا ما يشار إليه بالتحوط الطويل لأن المتحوط يحتفظ بمركز طويل في سوق المستقبليات Futures market.

ومثال آخر على ذلك حينما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف، أي أنه يبيع ما لا يملك في السوق الحاضرة وهو يتوقع انخفاض السعر، وعلى أمل أن يشتريها بالتالي بسعر منخفض ويربح الفرق بين السعرين، إلا أن البائع على المكشوف ليس على ثقة تماما من انخفاض السعر، فتقلبات السوق ليست مأمونة فيقرر شراء عقد مستقبـــلي Futures contract. فإذا ما ارتفع السعر فإنه سوف يحقق ربحا يغطي به الخسارة نتيجة البيع على المكشوف.

المبحث الرابع: دور منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية

نعالج هذا المبحث من خلال التطرق إلى ثلاثة مطالب. الأول منها حول الهندسة المالية والمشتقات المالية. والثاني نتطرق فيه إلى الخيارات المالية، التوريق والتنويع لإدارة المخاطر المالية، أما الثالث فيتحدث حول السندات الصفرية وإدارة المخاطر.

المطلب الأول: الهندسة المالية والمشتقات المالية

الفرع الأول: تذكير بمفهوم الهندسة المالية ومفهوم المشتقات المالية

لقد تعرضنا في الفصول السابقة لمفهوم كل من الهندسة المالية والمشتقات المالية، لكن سوف نتطرق للمفهومين في هذا الفرع باختصار شديد.

1- **تعريف الهندسة المالية:** الهندسة المالية هي مجموعة متعددة وواسعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتقييد والاندماج وإعادة الهيكلة المالية للشركة، وغيرها من الأنشطة المالية، وتنشأ الحاجة إلى الهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية تحتم على المستثمر أو الشركة عدم تضييعها، أو التعامل مع ظروف المنافسة الدولية وتزايد المخاطر الملازمة للأنشطة الاستثمارية. بذلك تعتبر الهندسة المالية من أدوات ووسائل التحوط المالي التي لا يمكن لأي مؤسسة أو مستثمر الاستغناء عنها[1].

2- **تعريف المشتقات المالية:** عرفت المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية System National Accounts Group (SNA) المشتقات المالية بصورة أكثر تفصيلا، فهي: أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاق أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط من المخاطر، والمراجعة بين الأسواق، وأخيرا المضاربة[2].

الفرع الثاني: أي المخاطر التي ينبغي إدارتها أو هندستها

يستخدم اصطلاح الهندسة المالية أحيانا، على أنه مرادف لاصطلاح إدارة المخاطر، وعليه سواء كانت المهمة هي إدارة المخاطر أو هندسة المخاطر، فإنه عادة ما يقصد بها المخاطر في مجال الإدارة المخاطر الإستراتيجية Strategic Risk، وهي مخاطر السعر التي تؤثر بالضرورة، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر على مستوى أداء المنشأة، ويأتي في مقدمة المخاطر الإستراتيجية، مخاطر تغير سعر الفائدة، ومخاطر تغير سعر الصرف، ومخاطر تغير أسعار السلع، وقد بلغت تلك المخاطر شأنا عظيما في السبعينات في القرن الماضي، فبعد أن كانت مخاطر تغير أسعار السلع هي المكون الأساسي للمخاطر الإستراتيجية، ظهرت في السبعينات مخاطر تغير أسعار الفائدة ومخاطر تغير

---

[1] - محفوظ جبار، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مقال منشور في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف2، العدد 10، 2010، ص 24.

[2] - بن رحمة محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟ منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 2، 2009، ص 291، نقلا عن .SNA,1993,IMF,Working paper, PP 8-9

أسعار الصرف، كما أصبحت مخاطر تغير أسعار البترول ذات شأن، وهي كلها مخاطر قد تركت بصماتها على أداء منشآت الأعمال[1].

وفي هذا الصدد يحكي لنا مارشال و بنسال Marshall and Bansal قصة شركتين كانتا ضحية للمخاطر الإستراتيجية، القصة الأولى لشركة الخطوط الجوية لاكر Laker Airlines، وهي شركة بريطانية كانت في أوج إزدهارها في أواخر السبعينات، إلى حد أن أسطول طيرانها لم يكن كافيا لمواجهة الطلب، وفي محاولة من الشركة لمواجهة الطلب المتزايد، قامت بشراء خمس طائرات تم تمويلها بالدولار، ومن هنا بدأت المخاطر الاستراتيجية في الظهور، حيث أخذت صورة عدم الملائمة بين عملة التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات) وهي بالجنيه الإسترليني وعملة التدفقات النقدية الخارجة (سداد الفوائد وأصل الدين) وهي بالدولار، ففي خلال فترة الاقتراض إنخفض سعر صرف الجنيه الإسترليني في مقابل الدولار، مما ترتب عليه عدم القدرة على الوفاء، وانتهت الشركة بإعلان إفلاسها.

قصة أخرى لشركة أمريكية هي كاتربلار Caterpillar لصناعة الآلات والمعدات، التي اهتز أداؤها بشدة في الثمانينات نتيجة تحسن مركز الدولار في مواجهة الين الياباني، هذا التحسن كان من نتيجة تأثير عكسي على صادرات الشركة، بسبب ارتفاع أسعار منتجاتها في أعين المشترين المحتملين، في مقابل جاذبية المنتجات اليابانية المنافسة، وهكذا نجد أنفسنا نعود إلى ما سبق ذكره على لسان جرينسبان Greenspan محافظ البنك الفيدرالي الأمريكي سابقا، وهو أن إدارة منشآت الأعمال هي في المقام الأول إدارة للمخاطر، وعندما تتمكن الإدارة من وضع آليات للتعامل مع تلك المخاطر، سوف تجد الوقت الكافي للتعامل مع المخاطر التي ترتبط بعملياتها، وما لم يتحقق لها ذلك، فإن تأثير المخاطر الإستراتيجية قد يأخذ المنشأة إلى طريق الإفلاس.

الفرع الثالث: دور الهندسة المالية في صناعة المشتقات المالية[2]

إن التطور المذهل والسريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد على كثافة العمـــل Intensive Knowledge Economies ترك بصماته على أساليب التمويل للحكومات والشركات وعلى التمويل المصرفي الذي ركن طويلا إلى التقليد، وعزف عن التطوير، مكتفيا بما قدمته المنظومة المالية المصرفية من أدوات تقليدية لم تعد تستجيب ولا تتواءم مع متغيرات العصر والتطور المذهل في تقنية المعلومات والذي صاحبه ظهور الشركات متعددة الجنسيات Multinational Corporations والتي يطلق عليها البعض استحسانا عابرة القوميات، كما اقترن به خلق آليات جديدة كصناديق الاستثمار* Mutual Funds وبطاقات الائتمـــان Credit Cards وشهادات الإداع* Certificate of Deposits (CDs).

---

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التو ريق والمشتقات)، الجزء الثاني، 2003، مرجع سابق، ص77-78.

[2] - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 76-77.

* - صندوق الاستثمار: هو بمثابة أسلوب استثماري جماعي للأموال، يرتكز على تجميع مدخرات الأفراد بهدف إعادة استثمارها في تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية بمعرفة إدارة متخصصة. وبالشكل الذي يحقق عائدا مناسبا لكافة الأطراف (المستثمرين)، ويحصل كل مستثمر مقابل أمواله على حصة ملكية في أصول الصندوق، يطلق عليها (وثيقة استثمار). كما يتم توزيع عوائد الاستثمار على حملة الوثائق كل بنسبة ما يملكه.

* - شهادات الإيداع: هي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من الجهة المصدرة إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها في السوق الثانوي (البورصة).

كذلك أسهم الخزانة** Treasury Stoks وأدوات مالية مبتكرة لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية Financial Markets والسلعية Commodity Markets وأسواق المعادن النفيسة Precious Metals Markets، وإنما كانت ثورة في أساليب وصيغ التعامل، ونوعية الأدوات التي يجري التعامل عليها في هذه الأسواق.

ولعل أهم تلك الأدوات قاطبة التي اقتحمت أسواق المال، وقدمها الفكر المالي هي المشتقات المالية Financial Derivatives والتي لم يعد بوسع باحث مهما علا قدره أن يلم بها جميعا، وإن كان البعض قد أجملها في العقود الآجلة Forward Contracts، وعقود الخيار Option Contracts، والعقود المستقبلية Futures Contracts، وعقود المبدلات Swaps، والمبادلات الاختيارية Swaptions والتي يطلق عليها البعض مشتقات المشتقات Derivatives of Derivatives فضلا عن اتفاقيات إعادة الشراء*** Repurchase greements والتي اصطلح على تسميتها بعمليات الريبو (Repo) وغير ذلك كثير.

وكل هذه العمليات ولدت ما يسمى بالهندسة المالية Financial Engineering، وقد ساعد على ابتكار هذه الأدوات العديد من العوامل نذكر منها:

1- انهيـــار اتفاقية بريتون وودز (Bretton Woods) ♠وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، فكانت مدعاة لتطوير عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

2- زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

3- انهيار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.

4- المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

** - أسهم الخزانة: هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة للأسهم بإعادة شرائها من السوق عن طريق عملية شراء من خلال بورصة الأوراق المالية، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها. تلك الأسهم التي تقوم الشركة باقتنائها (من أسهمها المصدرة)، وتفصح عن قيمتها (بتكلفة الاقتناء) في جانب حقوق الملكية، وتعتبر من حسابات حقوق الملكية المقابلة، لأنها تخفض حقوق الملكية، وهذا التخفيض يمكن تسميته تخفيض مؤقت لرأس المال ولكن غير فاعل. وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.

*** - اتفاق إعادة الشراء أو ما يعرف باسم الريبو repo هو السعر الذي يستخدمه البنك المركزي في إعادة شراء الأوراق المالية الحكومية من البنوك التجارية للسيطرة على المعروض النقدي. والريبو (Repuchase Agreement) يعني اتفاقية إعادة الشراء، وهو سعر الفائدة لمدة ليلة واحدة أو لمدة قصيرة جدا لعملية شراء وبيع سندات حكومية من البنك المركزي، حيث يشتري المتعاملون سندات الحكومة لمدة معينة ثم يبيعونها للمستثمرين لمدة قصيرة أو ليلة واحدة ويقومون بشرائها في اليوم الثاني.

♠ - اتفاقية بريتون وودز هي اتفاقية تم عقدها بعد الحرب العالمية الثانية عام 1944 في بريتون وودز بالولايات المتحدة الأميركية بهدف تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، وتم فيها تثبيت سعر صرف الدولار الأميركي بما يساوي 35 أوقية من الذهب، ثم تثبيت عملات الدول أمام الدولار الأميركي، وعدم السماح لسعر صرف العملة بالتقلب أكثر من 2% صعودًا وهبوطًا من القيمة الثابتة أمام الدولار.

الفرع الرابع: المشتقات المالية كأداة للتغطية ضد المخاطر المالية

1- **عمليات التحوط، المضاربة، المراجحة لإدارة المخاطر المالية في سوق المشتقات المالية:** يرى طارق عبد العال حماد أن[1]: المشتقات تعد ابتكارات ناجحة جدا في أسواق المال، ويمكن تصنيف المتعاملين أو المتاجرين في المشتقات إلى ممارسي التحوط (Hedgers) ومضاربين، ويكون ممارسوا التحوط في وضع يواجهون فيه مخاطرة مرتبطة بسعر أصل ما وهم يستخدمون المشتقات للإقلال من المخاطرة أو القضاء عليها، أما المضاربون فيرغبون في المراهنة على التحركات المستقبلية في سعر أصل ما، ويستخدمون المشتقات للحصول على رافعة مالية زائدة، أما المراجحون فيهدفون إلى الاستفادة من الفرق بين الأسعار في سوقين مختلفين، فإذا رأوا مثلا أن سعر الخيارات لأصل ما لا يسير بشكل منسجم ومتوازي مع السعر النقدي يتخذون مراكز مقابلة عكسية في السوقين للحصول على ربح ما (أي الشراء للأصل من السوق منخفض السعر والبيع لنفس الأصل في السوق مرتفع السعر).

2- **المشتقات المالية والتغطية ضد المخاطر:** يرى سمير عبد الحميد رضوان أنه[2]: حيث يجري استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زيادتها، فمن يشتري عاجلا في السوق الحـــــاضرة Spot market ويبيع آجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الاختيـــــارات Futures markets انما يلجأ إلى ذلك بغرض تحجيم المخاطرة، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو الأدوات المشتراة في السوق الحاضرة، فإن ذلك يعني بالضرورة على الجانب الآخر انخفاض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حينئذ يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن أقل يحقق بذلك كسبا (Gain) يعوضه ولو بقدر أقل من خسارته في السوق الحاضرة. وليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرون بغيتهم في أسواق المشتقات والتي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة.

والى نفس هذا المعنى ذهب جاك كلارك فرانسيس – فيما نصه- أن منتجات المشتقات لها دور أساسي وهو نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى آخر، أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى، دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد، ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد يتجنبون استثمارات معينة، أو يقومون بتصفية استثمار ما بسبب ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق أو إزعاج، أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة، قد يقع اختيارهم على استخدام أدوات المشتقات كآلية لها تأثير على إستراتيجية الاستثمار الشامل، ولنفس المعنى ذهب صندوق النقد الدولي، ويؤكد هنا صندوق النقد الدولي أن الأسواق المالية قد طورت وسائل غير محدودة للمتاجرة في المخاطرة من خلال استخدام أدوات المشتقات المالية.

كما يرى منير إبراهيم هندي أنه[3]: شهد العقدين الأخيرين من القرن العشرين ظاهرة جديدة، تمثلت في الزيادة المضطردة في الموارد المالية والبشرية التي تكرسها منشآت الأعمال لإدارة المخاطر. ظاهرة يسهل رصدها في المنشآت التي استطاعت أن تحقق نموا ملموسا في نتائج أعمالها. فلقد لجأت تلك المنشآت إلى إنشاء إدارات متخصصة.

1- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، 2001، مرجع سابق، ص 34.

2- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 68-69.

3- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 28-29.

تكرس جهدها لتحديد وتشخيص نوعية المخاطر التي تتعرض لها وحجم كل منها، وكيفية التعامل معها أو بمعنى آخر كيفية إدارتها. وقد لاقى إنشاء تلك الإدارات استحسانا على أساس أن الأدوات التقليدية المستخدمة لإدارة المخاطر مثل التأمين، والمواءمة بين مصادر التمويل ومجالات الاستثمار، لا يمكنها التعامل مع نوعية جديدة من المخاطر باتت تمثل خطرا ليس فقط على منشآت الأعمال، بل على الاقتصاد العالمي بأسره. فالتقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف، إضافة إلى التقلبات في أسعار السلع الإستراتيجية وفي مقدمتها أسعار البترول، والتقلب في مؤشرات أسواق الأوراق المالية، قد تميزت كلها بقدر كبير من العنف. كل ذلك في الوقت الذي يصعب فيه توقع توقيت حدوث تلك المخاطر، أو على الأقل صعوبة توقع حجمها وحجم الآثار التي تنجم عنها، وعدم ملائمة الأدوات التقليدية في التعامل معها.

إن الأهمية التي تحظى بها المشتقات كأدوات لإدارة المخاطر، بوصفها وليد الهندسة المالية، تظهر جلية من دراسة أجريت في عام 1993، على مجموعة من المنشآت المالية، يطلق عليها مجموعة الثلاثين Group of thirty (G-30)، حيث كشفت أن 44% من تلك المنشآت تعتقد في أن المشتقات أداة هامة للتغطية ضد المخاطر، بينما تنظر إليها 37% من مفردات العينة على أنها حتمية، كما كشفت الدراسة كذلك على أن 87% من تلك المنشآت تستخدم عقود مبادلة أسعار الفائدة، 64% منها تستخدم عقود مبادلة العملات، 78% تستخدم العقود الآجلة والعقود المستقبلية للتغطية ضد مخاطر أسعار الصرف، 40% تستخدم عقود الخيارات على أسعار الفائدة، 31% تستخدم عقود الخيارات على العملات.

يرى عادل عبد الفضيل عيد أن المشتقات المالية[1]: وسيلة لإدارة المخاطر من ناحية كونها تتيح للمستثمر فيها فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية، وإدارة كل مخاطرة على حدة، ومن ثم إتاحة الفرصة لتخفيض درجة المخاطر عموما، وذلك من خلال التحوط – عموما التحوط هو الوقاية والاحتماء من المخاطر، ويعرف بأنه فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات، كما يعرف بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع، وغير المرغوب للعاقد، وذلك بأقل كلفة – أو التغطية للحماية من آثار التقلبات السعرية، والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف، أو تقلب أسعار الفائدة، أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية، سواء كانت هذه الأصول سلعا، أم أوراقا مالية.

وبالرغم من أن المشتقات المالية يجري استخدامها في إدارة المخاطر أو التحوط ضد المخاطر، إلا أنها تتسم بقدر كبير من المخاطرة، فالمتعاقدين في حقيقة الأمر أحدهما بائع للمخاطرة، والآخر مشتري لها، وهو ما يعني أن شخصا ما أو جهة ما لديها الرغبة في تقليل بعض المخاطر المالية أو التخلص منها، وجهة أخرى تسعى إلى تحمل المخاطر نيابة عن الآخرين، وهي تأمل في الحصول على ثمن المخاطرة، أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة.

---

[1]- عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص 700-701.

الفرع الخامس: دور عمليات الهندسة المالية في التقليل من المخاطر المالية

انطلاقا مما ذكر سابقا من شرح في المبحث الثالث من الفصل الثاني لعمليات الهندسة المالية نتوصل إلى أن: عمليات الهندسة المالية تلعب دورا مهما في التقليل من المخاطر المالية في الأسواق المالية، (هذه العمليات نافعة ومفيدة حينما تحقق المصالح المشروعة، وحينما لا تتجاوز الأنظمة ولا تتخطى السياسات، ولا يكون هناك تحايل وغش لزيادة الربحية، وتكون غير نافعة لما تنتشر وتستعمل بشكل فوضوي، الخداع والغش والتحايل على المتعاملين والمستثمرين في البورصة، الاحتكار ـ كأن يشتري متعامل ورقة مالية بغرض احتكارها ـ ...)، والشرح التالي يبين أهمية هذه العمليات ذلك:

1- **التسجيل على الرف:** يعفي المنشأة من دفع رسوم التسجيل في كل مرة تلجأ فيها إلى طرح إصدار جديد، مما يعني تخفيض نصيب السهم من التكلفة الثابتة للتسجيل. يسهم في تخفيض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع، وهو تخفيض من شهرين أو أكثر إلى بضع ساعات. يخلق منافسة أشد بين بنوك الاستثمار الراغبة في تولي شئون الإصدار. إذا لم تستطع المنشأة توزيع الكمية المصدرة فإنه يمكنها الانتظار ثم المحاولة مرة ثانية وثالثة، إلى أن ينتهي توزيع الكمية كلها، أو حتى تنتهي المدة المحددة في طلب التسجيل والتي تصل إلى عامين.

2- **سمسار الخصم:** هو الذي يقدم حد أدني من الخدمة لعملائه، والتي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة وإجراءات البيع والشراء، يتناسب مقدار العمولة التي يحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التي يقدمها. ومن خدماتهم:

أ- الحفظ والحماية: توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ الأوراق المالية المملوكة للمستثمر (العميل)، ومن ثم لا يكون في حاجة إلى تأجير أو شراء خزائن خاصة.

ب- توفير المعلومات: توفر بيوت السمسرة للعميل أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها، وذلك وفقا لتقارير خبراء متخصصين.

ج- خدمة الائتمان: تعمل بيوت السمسرة كسوق متنوعة للاتجار، فيمكنها بيع وشراء الأوراق المالية بأنواعها بالإضافة إلى المضاربة في سوق السلع.

د- التسهيلات الائتمانية: كذلك تقدم بيوت السمسرة ذات الخدمة الشاملة تسهيلات ائتمانية.

هـ- النصح والمشورة: تقوم بالنصح لعملائها بشأن قرارات الاستثمارات وما ينتج عن عمليات البيع والشراء للأوراق المالية.

و- الخدمات الإضافية: منها السلع التي قد تعرضها بيوت السمسرة على عملائها بأسعار رمزية، والهدايا التي يمكن أن تقدمها لهم. بالإضافة إلى تهيئة أماكن مجهزة بكافة التسهيلات للعملاء عند زيارتهم لبيت السمسرة.

3- **البيع على المكشوف:** وهو عبارة عن قيام شخص ببيع أشياء لا يملكها عن طريق اقتراضها من آخرين. سواء كانوا من السماسرة أو البنوك أو شخص آخر، مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتسليمها إلى السمسار أو البنك أو المقترض الآخر في وقت محدد، والالتزام برهن المبلغ الذي باع فيه ما اقترضه إلى السمسار أو البنك حتى يسدد

الشخص القرض. أما ماذا يستفيد السمسار أو البنك فهو استغلال المبلغ المرهون حتى وقت سداد القرض وهو إرجاع نفس القرض، فإذا اقترض أسهماً فإنه يرجع أسهماً، عملات يرجع نفس العملات وهكذا. كما أن الغرض من البيع على المكشوف هو المضاربة فقط، أي الحصول على الربح من فرق السعر بين يوم عقد القرض وبين يوم السداد.

4- **التعامل بالهامش:** الهامش هو التأمين الذي يدفعه المضارب للسمسار أو البنك ليخصم منه خسائره من المضاربة عبر البورصة، فيقوم المضارب بوضع مبلغ من المال عند السمسار أو البنك (البنك في هذه الحالة يكون سماساً)، فيقوم السمسار بإقراض المضارب بالشروط التالية:

- أن يتم البيع والشراء عبر السمسار أو البنك؛
- يأخذ البنك أو السمسار نسبة متفقاً عليها من قيمة كل صفقة يجريها المضارب؛
- لا يتحمل السمسار أو البنك أي نسبة من خسائر المضارب؛
- على المضارب أن يغلق عملية البيع أو الشراء في نفس اليوم (قبل الساعة الثانية عشرة ليلا)، فإذا تأخر في إغلاق العملية بعد ذلك فإنه يدفع مبلغاً من المال يسمى رسوم التبييت.

في حال البيع والشراء الفوري يدخل المبلغ في حساب البائع و المشتري بعد يومين من إبرام العقد أي يحق له سحب المبلغ من رصيده بعد يومين. فالسماسرة يسهلون عملية إمكانية أن يشتري أوراق مالية ضعف ما كان يشتريه نقداً وذلك بدفع 50% من قيمة تلك الأوراق نقداً والباقي من القيمة التي سوف يقوم السماسرة بإقراضه له بمعدل الفائدة السائد. أما نسبة الهامش فهي تعني المبلغ الذي يملكه المشتري منسوباً إلى مجموع المال المستثمر فهذه النسبة تختلف باختلاف القواعد واللوائح الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات العالمية ففي بورصة نيويورك حددت هذه النسبة بـ50% منذ عام 1933م ولم تختلف كثيراً حتى الآن.

كما أن الشراء الهامشي هو أداة لضبط حركة السوق، يمكن لإدارة السوق أن ترفع من نسبة الهامش نظرا لارتفاع مستويات الأسعار وزيادة المضاربة، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة في تمويل الشراء النقدي الجزئي لتضعف سيولة السوق، بما يضع حدا للمضاربة، والعكس يمكن زيادة نسبة الهامش في حالة ركود في السوق.

5- **المتاجرة بالحزمة:** قديما كانت المتاجرة في أسواق رأس المال تتم فقط على أسهم فردية (أسهم منشأة معينة دون غيرها)، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية وقدمت منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة (متاجرة البرنامج)، وهو المتاجرة في تشكيلة أسهم لعدد من المؤسسات المدرجة في البورصة.

ويضيف قروسمان، إمكانية استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم، قد تعمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، وذلك في مقابل زيادة نسبة السندات، هذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تسهم في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس، لتبدو وكأنها أداة مساعدة للتغطية ضد المخاطر.

لقد أتاحت المتاجرة بالحزمة الفرصة أمام المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، لأن تبني محفظة وإعادة تشكيل أخرى، ربما بسبب ظروف طارئة يتعرض لها السوق، وحققت السيولة والكفاءة بالنسبة للسوق.

المطلب الثاني: الخيارات المالية، التوريق والتنويع لإدارة المخاطر المالية

الفرع الأول: الخيارات المالية

1- **تذكير بمفهوم الخيار المالي:** نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين، ثم انتقل التعامل بعد ذلك إلى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973م، وسرعان ما انتشرت هذه العقود في البورصات الأمريكية فالبورصات الأوربية.

وعقد الخيار هو عقد بين طرفين: مشتري ومحرر. ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، 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 في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة. هذه المكافأة تدفع عند التعاقد وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة. بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد. وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد، فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة[1].

2- **إستراتيجية التحوط للخيارات الماليـــة Hedging Strategies of Options**[2]: إن الغرض الأساسي للخيار هو إدارة المخاطر ولا سيما التحوط من المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى، إلا أن استعمالات هذه الخيارات قد توسعت بصورة كبيرة أصبحت تستعمل لأغراض الاستثمار والمضاربة. وعموما إن التحوط هو توفير الحماية من خسائر محتملة، وفي الأسواق المالية يرتكز مفهوم التحوط على تقليل أو منع المخاطر (الخسائر المحتملة) نتيجة التقلبات السعرية. إن القيام بالتغطية يعني اتخاذ مركز لموازنة بعض أنواع المخاطر. وعندما نطبق هذا المفهوم على الخيارات فإن الخطر هو عدم التأكد حول قيمة (أو معدل العائد) للورقة المالية المستقبلية والتي تم تحرير الخيار عليها. فالتغطية ليست سلوك أو تصرف في أرباح شاذة متوقعة، بل إن التغطية تغير الخطر المتأصل أو الملازم للأصل المراد امتلاكه. أو هي نقل أو ترحيل مؤقت لخطر محتمل في السوق إلى جهات أخرى مستعدة لتحمله من خلال إنشاء مراكز معينة تكون مضادة لمراكز قائمة لدى المتعامل في أسواق أخرى، حيث يكون الهدف من العملية الحفاظ على القيمة السوقية لموجود معين أو تثبيت الكلفة القائمة لالتزام معين، أو الحد من الخسائر التي تنطوي عليها مخاطر الاستثمار خلال مدة محددة.

ولقد تبلور هذا المفهوم بعد أن أصبح متاحا أمام المديرين الماليين عموما ومديري المحافظ الاستثمارية على وجه الخصوص العديد من الطرق لتخفيض أو إزالة المخاطرة، سواء أكانت هذه المخاطرة متعلقة بأسعار الأسهم أو

---

[1] - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص 5-6.

[2] - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 281-283.

معدلات أسعار الفائدة، أو معدلات الصرف الأجنبي أو حتى تقلب أسعار السلع. فإذا لم يرغب المستثمر في تحمل أحد الأنواع السابقة من المخاطرة فإنه يستطيع نقل المخاطرة غير المرغوبة إلى الآخرين الذين لديهم استعداد لتحمل تلك المخاطرة لقاء ثمن محدد وهو العلاوة. وحسب هذا النوع من العقد فإن المستثمرين هم أولئك الذين يتعرضون لمخاطر التغيرات السعرية محل التعاقد. وعليه يمكن تلخيص أبرز خصائص المتحوطين:

1-عدم استعدادهم لتحمل المخاطرة العالية؛

2-أن الغرض من تعاملهم بأدوات الهندسة المالية، تقليل المخاطرة عن طريق نقلها لأطراف أخرى؛

3-يهدفون إلى تجنب الخسارة؛

4-يقومون بعملية التحوط على وفق إجراءات فنية مدروسة؛

5-يعتمدون على الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة.

ومن الجدير بالذكر، يمكن استخدام استراتيجيات خيار الوقت المستمر (Continuous –Time Option) لتقليل تعرض المحفظة الاستثمارية إلى الخطر ومن المناسب إعادة أهمية N(d)* التي أشرنا إليها سابقا في نموذج بلاك سكول** لبيان كيفية احتساب معامل بيتا الفوري في خيار الشراء، هذا فضلا عن استعمال استراتيجيات الخيار كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار موجودات المحافظ الاستثمارية. إذ أنه عندما يتوقع المستثمرون حدوث مثل هذه الانخفاضات يلجأون إلى شراء خيارات بيع بموجب سعر تنفيذ معين بعد أن يدفعوا لمعدي الخيارات العلاوة المحددة بموجب العقد وبذلك يضمنون عدم تجاوز الخسارة حدا معينا، التي تتمثل عادة بالفرق بين الموجود في السوق بتاريخ العقد، وسعر التنفيذ المحدد بحسب شروط العقد نفسه.

ففي حالة امتلاك مستثمر ما لمحفظة من الأسهم منوعة جدا ويخشى من هبوط قيمتها السوقية، فإنه يلجأ إلى خيارات مؤشرات الأسهم لشراء خيار بيع على هذه المؤشرات لتوفر له حماية جزئية أو بيع خيار شراء على مؤشر يتفق مع ما هو محتفظ به من أسهم، والحصول على علاوة مناسبة تضاف إلى ما تحققه الأسهم من عوائد.

ويرى محمد محمود عبد ربه محمد أنه[1]: يمكن إتباع سياسات معينة للوقاية من مخاطر احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية، فعند توقع انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ثمانية شهور في نفس الوقت الذي يتوقع فيه زيادة الطلب على القروض وظهور الحاجة إلى السيولة، فإنه يجب العمل على الوقاية من خسائر بيع الأوراق المالية بعد ثمانية شهور بتوقيع ما يسمى بعقد الخيار Option Contract، وقد تشمل عقود الاختيار الأسهم والسندات كما قد تشمل العملات الأجنبية والأدوات المالية والسلع. وعقد الاختيار هو عقد يعطي لحامله الحق في بيع وشراء كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع والأوراق المالية بسعر محدد مقدما في تاريخ معين، وله الحق في أن لا ينفذ عملية البيع أو الشراء هذه.

---

* - N(d): تعبر عن دالة الكثافة في نموذج بلاك سكول، تستخرج قيمها من جدول التوزيع الطبيعي.

** - بلاك سكول: هو نموذج لتقييم خيار الشراء بصورة مستقلة بما يساويه من خيار البيع.

1 - محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 32.

الفرع الثاني: التوريق لإدارة المخاطر المالية

1- **تعريف التوريق:** التوريق كلمة مترجمة من اللغة الفرنسية Titrisation وبدورها هي ترجمة لكلمة Sucuritization بالانجليزية، والتي تعني التسنيد أو التصكيك لأصل معين. في المجال البنكي تقوم البنوك أو المقرضين ببيع أصل مثل قرض معين في أسواق رأس المال على شكل قيم منقولة[1].

يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة، التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول)، إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (تسمى في هذه الحالة شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة، في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية [2].

التوريق هو[3]:" تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة ولا سيما السندات ".

التوريق Securitization أو التسنيد -كما يطلق على هذه التقنية أحيانا- اصطلاح يستعمل عندما يتم تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى غير السائلة إلى أوراق مالية، قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين[4].

كما يعتبر التوريق[5]:" إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض لأوراق مالية قابلة للتداول من خلال بيع مجموعة متجانسة من الديون لهيئة خاصة، تأخذ على عاتقها مسؤولية إصدار أوراق مالية موجهة لمستثمرين في السوق المالية".

ومنه نستنتج أن التوريق هو تحويل القروض وأدوات الدين غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال، حيث تتدخل مؤسسة إقراض من خلال بيع مجموعة ديون متجانسة لهيئة خاصة تتكفل بتمويل المبادلة عن طريق إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين.

2- **استخدام التوريق في التحوط وإدارة المخاطر المالية:** يستخدم التوريق كإستراتيجية أساسية للتحوط ضد المخاطر، خاصة مخاطر السيولة ومخاطر الإفلاس. ويمكن إبراز ذلك من خلال ما يلي[6]:

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛
- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول؛

---

[1] - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, la Titrisation Aspects Juridique et financier, Paris, Economica,1997, P .01.

[2] - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 315.

[3] - محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي (دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني وأهم محدداته)، مؤسسة المعارف، بيروت، لبنان، 2002، ص 48.

[4] - ملحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001، ص 237.

[5]- Robert Ferrandier, Vuncent Koen, Marchés de Capitaux et Techniques Financieres, 4ème édition, Paris, Economica, 1997, P. 169.

[6] - بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص 340-341.

- تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات ارتباطيه تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن وسوق الأوراق المالية؛

- رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أن التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات (تعتبر السندات جزء من رأس المال) بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المتأتية من عمليات التوريق؛

- أداة تمويلية جد تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME)، حيث أن تكلفة التوريق بالنسبة لها تتراوح ما بين 3.3% و 5% وهي أقل بكثير من تكلفة الاقتراض المصرفي؛

- تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة؛

- انحسار احتمالات تعرض المستثمرون للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة؛

- تخفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال؛

- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات وبطاقات الائتمان، كما أن انخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفر مناخا مناسبا للقيام بنشاط التوريق؛

- التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

الفرع الثالث: التنويع لإدارة المخاطر المالية

1- التنويع والمحفظة المالية:

أ- التنويع: يقصد بالتنويع التعدد والتنوع في محفظة الاستثمار فيما بين استثمارات قصيرة الأجل واستثمارات طويلة الأجل في أصول مالية متنوعة ولمؤسسات متعددة في قطاعات اقتصادية مختلفة محليا أو دوليا، لتخفيض حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة. يعد تعدد الأهداف الاستثمارية دافعا جوهريا للتنويع إذ يحقق التنويع مزايا يصعب تحقيقها في حالة الاستثمار الفردي مثل: تدنية المخاطر إلى أقل حد ممكن، الحصول على عائد جاري الحصول على عائد دخل ثابت، النمو الرأس مالي والحفاظ على أصل رأسمال المستثمر[1].

يرى محمد محمود عبد ربه محمد بأن[2]: التنويع في الاستثمارات يؤدي إلى تخفيض المخاطرة إلا أنه لا يؤدي إلى إزالة هذه المخاطرة أو القضاء عليها. وتتمثل مجالات تنويع الاستثمار فيما يلي:

- أنواع الأوراق المالية التي يجوز الاستثمار فيها، وقيمة الاستثمار في كل نوع.

- مستوى جودة الأوراق المالية، حيث يرتبط مباشرة مع النسبة المقبولة من المخاطر، فعند الرغبة في عدم قبول مخاطر عالية فإنه يلزم شراء أوراق مالية جيدة المستوى.

---

[1]- فحاليه سيف الدين، دحماني نور الهدى، إدارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مداخلة ضمن ملتقى: المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، أكتوبر 2012، ص 16.

[2]- محمد محمود عبد ربه محمد، مرجع سابق، ص 31-32.

- تواريخ الاستحقاق، فيجب أن تتماشى تواريخ استحقاق السندات مع احتياجات التدفق النقدي ومتطلبات السيولة، فهناك مشكلة عدم توافق تواريخ استحقاق الودائع مع تواريخ استحقاق القروض.

وعند إدارة المحفظة يجب مراعاة درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة إذ أن تقليل المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد يتم من خلال اختيار أوراق مالية لا يوجد ارتباط بين عوائدها، فكلما زاد الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة كلما ارتفعت نسبة المخاطر فيها.

ب- المحفظة المالية: تعرف المحفظة المالية على أنها[1]:" مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها ".

كما يعرف J.Hamon المحفظة المالية بأنها[2]:" مجموعة الأوزان النسبية لأصول مالية Titres Financiers بعبارة أخرى هي مجموعة النسب للأوراق المملوكة لمستثمر ما، والتي تساوي في مجموعها الـ 100% ".

أيضا تعرف المحفظة المالية بأنها[3]:" توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع وغيرها من الأدوات التي تكرس الأهداف الاستثمارية وتحقيق الأرباح ".

والمحفظة المالية هي[4]:" مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال ".

ومنه نستنتج أن المحفظة المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة من الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية، الودائع...الخ) تختار هذه المجموعة بعناية ودقة. تتباين الأوراق المالية المكونة للمحفظة من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة. تساوي مجموع نسب الأصول المكونة لها الـ 100%.

2- التنويع الساذج او البسيط[5]: يتلخص مفهوم التنويع البسيط أو الساذج Simple Or Naive iversification في المثل القائل لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة Not Puting All Eggs in One Basket أو عليك بنشر المخاطر Spread the Risk. ويقوم التنويع الساذج على فكرة أن المحفظة التي تشتمل على ثلاث ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة، هي أكثر تنويعا من محفظة تشتمل على ورقتين ماليتين تصدرهما مؤسستين مختلفتين، والمحفظة التي تشتمل على أربع ورقات مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة، هي أكثر تنويعا من محفظة تشتمل على ثلاثة ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات...وهكذا.

1- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، غيتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999، ص 65.

2 - Jacques Hamon, Bourse et Gestion de Portefeuille, 2ème Edition, Ed, Economica, Paris, 2005, P.151.

3- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 222.

4- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 73.

5- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الجزء الأول، 1996، مرجع سابق، ص 275.

وتبدو أهمية التنويع في ظل نتائج الدراسات التي تشير إلى أن المخاطر غير المنتظمة، أي التي يمكن تجنبها بالتنويع، تمثل ما يزيد عن 50% من المخاطر الكلية بل وربما تصل نسبتها إلى 70% أو 75%. كما تشير الدراسات كذلك إلى أن الجانب الأكبر من المخاطر غير المنتظمة يمكن التخلص منها من خلال تشكيل المحفظة من عشرة استثمارات مختارة عشوائيا، أو أكثر من ذلك قليلا. وذلك حتى لو كانت مخصصات المحفظة موزعة بينهما بالتساوي.

هذا وتكشف دراسة فيشر ولوري أنه من المفضل أن تكون مكونات المحفظة من أوراق مالية لمنشآت تعمل في صناعات مختلفة لا ارتباط بينهما. وإن كان هذا لن يكون له مزايا كبيرة مقارنة بالاختيار العشوائي لمكونات المحفظة.

ونختتم التنويع الساذج أو البسيط بالإشارة إلى أنه يوصى بأن يكون عدد الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة محدودا. ذلك أن نتائج التنويع يمكن تحقيقها بمحفظة تشمل على عشرة أو خمسة عشرة ورقة مالية. يضاف إلى ذلك أن المغالاة في تنويع مكونات المحفظة له العديد من العيوب، في مقدمتها صعوبة إدارة المحفظة، وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة، واحتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة. إضافة إلى ارتفاع متوسط تكاليف الشراء[1].

3- **تنويع ماركوتز[2]**: في الخمسينيات وبداية الستينيات بدأ المهتمون بشؤون الاستثمار تركيزهم على المخاطر. ولقد ساعد على تنمية الاهتمام بذلك المتغير، جـــهود هاري ماركوتز (Markowitz, 1952) التي أسفرت على نظرية المحفظة Portfolio Theory . وتقوم النظرية على خمسة فروض أساسية تتمثل في:

1- أن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن.

2- أن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة Expected Utility لفترة واحدة One Period، وأن منحنى المنفعة له يعكس تناقص في المنفعة الحدية للثورة.

3- ينظر المستثمر إلى المخاطر على أساس كونها التقلب في العائد المتوقع.

4- أن القرار الاستثماري يقوم فقط على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطر. بعبارة أخرى أن منحنى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع والتباين (الانحراف المعياري) لذلك العائد.

5- أن المستثمر يبغض المخاطر Risk Aversion. بمعنى أنه إذا كان عليه المفاضلة بين بديلين استثماريين يتولد عنهما نفس العائد، فسوف يختار أقلهما مخاطر. وفي ذات السياق فإن المفاضلة بين اقتراحين على ذات المستوى من المخاطر، سوف يسفر عن اختيار أعلاهما عائد.

وفي ظل هذه الفروض توصف الورقة المالية أو المحفظة بأنها كفأة، إذا لم توجد ورقة مالية أخرى أو محفظة أخرى متاحة يتولد عنها عائد أعلى بفرض تساوي حجم المخاطر. أو إذا لو توجد ورقة مالية أخرى أو محفظة أخرى متاحة يتعرض عائدها إلى مخاطر أقل، بفرض تساوي العائد المتولد. وإذا كان العائد والمخاطر الذي يشير إليهما الفرض الرابع، هما المتغيرين الأساسيين لتقييم البدائل الاستثمارية، فقدم قدم هاري ماركوتز مقاييس كمية لهما. فعائد محفظة

---

[1]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 278.

[2]- المرجع نفسه، ص 279-280.

الأوراق المالية يقاس بالقيمة المتوقعة لهذا العائد، وهو المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لعائد الاستثمارات الفردية التي تشتمل عليها المحفظة.

يقوم تنويع ماركوتز على فكرة أساسية مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات. هذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشتمل عليها 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 لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها، أو توجد بينهما علاقة عكسية. ماذا يعني هذا؟ يعني أن هنا عنصر غائب في قياس مخاطر المحفظة، من شأنه أن يعكس العلاقة بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة. ولو أمعن القارئ في هذه العبارة، لاكتشف أن التغاير Covariance (Cov) هو العنصر الذي نبحث عنه. فالتغاير يقيس مدى التلازم الذي يربط بين عوائد الاستثمارات[1].

4- **تنويع تواريخ الاستحقاق**[2]: توجد علاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للسندات، ويتم إتباع سياسة تنويع رشيدة بشأن توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل. وتوجد ثلاث أنواع من ذلك النوع من التنويع وهي الأسلوب الهجومي، أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، وأسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل والطويلة واستبعاد متوسطة الأجل.

أ- الأسلوب الهجومي Aggressive Portfolio Management: يقوم ذلك الأسلوب على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وإذا تحققت تلك التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة يتمكن البنك من استخدام الحصيلة من شراء استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة.

ولا يلجأ البنك إلى استخدام ذلك الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

ب- تدرج تواريخ الاستحقاق Laddered Maturity: ويقصد بها توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج، ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار.

ج- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل Barbell Maturity structure: ويقوم ذلك الأسلوب على التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل مع استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبعة سنوات)، ويرجع ذلك أن الاستثمارات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة، بينما تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية حيث تساعد على تحقيق أرباح

---

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 283-284..

[2] - منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية، 1994، مرجع سابق، ص 229-236.

رأس مالية أكبر في حالة انخفاض الفائدة، أما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم في تعظيم هذا أو ذلك، إذ تقع بينهما، ويقتضي هذا الأسلوب من التنويع على توزيع اعتمادات المحفظة مناصفة بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، فتوقعات وتنبؤات إدارة المحفظة هي المحدد الحاسم لتوزيع الأموال المستثمرة في المحفظة على استثمارات تتفاوت آجال استحقاقها بين قصير وطويل الأجل.

5- **التنويع الدولي**[1]: يقصد به الاستثمار في أصول ومنتجات مالية أجنبية بما فيها النقد الأجنبي والعملات، وذلك للتحوط من مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية في سوق المال المحلي.

المطلب الثالث: السندات الصفرية وإدارة المخاطر

الفرع الأول: تعريف السند الصفري

السندات التي لا تحمل معدلاً للفائدة (السندات ذات الكوبون الصفري)[2]: وهي السندات التي تباع بخصم من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلاً للفائدة كغيرها من السندات، وإنما يمثل الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المشتري عند تاريخ الاستحقاق، وبين السعر الذي اشتراها به، الفائدة الحقيقية على القرض، وذلك أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحل أجل استحقاقها.

كما تعرف السندات التي لا تحمل سعر فائدة (ذات الكوبون الصفري) بأنها[3]: السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية (أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية)، وفي يوم الاستحقاق يسترد المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند ويمثل الفرق بين القيمة التي دفعت والقيمة المتحصل عليها يوم الاستحقاق مقدار الفائدة التي يحققها.

السندات صفرية الكوبون[4]: هذا النوع من السندات له فترة محددة، لذلك فإنها تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، وذلك إذا رغب بالتخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية وبين القيمة المدفوعة لشراء السند –سعر البيع- مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر.

وفي الأخير نستنتج أن من بين الأصول المالية التي نجحت الهندسة المالية في خلقها، السندات الصفرية والتي تم توريقها من سندات حكومية، إذا السندات ذات الكوبون الصفري هي سندات دين تختلف عن المعتاد في طريقة إصدارها وحساب الفائدة عليها، ويتم شراء هذا النوع من السندات بقيمة أقل من قيمتها عند حلول تاريخ الاستحقاق، ولهذا السند قيمة اسمية مطبوعة على وثيقته ولا يلتزم مصدره إلا برد تلك القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق الذي يحدد عند البيع، الفائدة السنوية على السند معدوم الفائدة هي صفر، وبالتالي العائد الحالي دائما

---

[1] - نعيمة سيف الدين، دحماني نور الهدى، مرجع سابق، ص17.

و - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010، ص 23.

- الزبيدي عبد النافع عبد الله، فرح غازي توفيق، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001، ص 166.

[4] - http://ar.wikipedia.org/wiki/سند_(ورقة_مالية) تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/07/12

صفر. السندات الصفرية تتداول بالسوق عادة بأقل من القيمة الاسمية بكثير فمشتريها يبحث على زيادة في رأس المال عند تاريخ الاستحقاق.

الفرع الثاني: السندات الصفرية ومخاطر سعر الفائدة[1]

تحقق تلك السندات للمستثمر التغطية ضد العديد من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرين في السندات التقليدية. نقصد بذلك مخاطر السعر، ومخاطر إعادة الاستثمار اللذان يكونان مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk، بالنسبة لمخاطر السعر Price Risk فهي نوع من المخاطر قد يتعرض لها حامل السند، إذا ما قرر التصرف فيه قبل تاريخ الاستحقاق. فلو أن سعر الفائدة في السوق في ذلك الوقت كان مرتفعا، مقارنة بالمستوى الذي كان عليه عند إصدار السند، حينئذ ستنخفض القيمة السوقية للسند مما يعرض المستثمر لخسائر رأسمالية. أما مخاطر إعادة الاستثمار Reinvestment Rate Risk، وهي الشق الثاني لمخاطر سعر الفائدة، فمصدرها أن تاريخ استحقاق السند قد يكون أقصر من الفترة المخططة للاستثمار. وعليه لو أن أسعار الفائدة قد تغيرت عند الاستحقاق، فإن معدل العائد على إعادة استثمار قيمة المتحصلات قد يكون منخفضا عن ذي قبل. هذا إلى جانب الانخفاض في العائد على استثمار الفوائد الدورية المتولدة.

وبالنسبة لمخاطر السعر، فإن المستثمر في السندات التقليدية قد يمكنه مواجهة تلك المخاطر من خلال مداخل متعددة. من بين تلك المداخل جعل نهاية الفترة المخططة للاستثمار مطابقة لتاريخ استحقـــاق السند Maturity Horizon Matching. هـذه إستراتيجية ناجحة للتغلب على مخاطر السعر، على أساس أن المستثمر لن يضطر للتصرف في السند قبل تاريخ الاستحقاق، ومن ثم لن يتعرض لتلك المخاطر. ومع هذا فإن تلك الإستراتيجية التي بفضلها تغلب المستثمر على مخاطر السعر، لم تحقق له التغطية ضد مخاطر إعادة الاستثمار التي تتعرض لها الفوائد الدورية.

وهناك إستراتيجية أخرى، هي الاستثمار في أصول قصيرة الأجل نسبيا، التي تتسم بأن حساسيتها للتغير في أسعار الفائدة أقل من مثيلتها طويلة الأجل. فحتى لو اضطر حاملها إلى تصفيتها قبل تاريخ الاستحقاق، فسوف تكون مخاطر السعر محدودة. ومع هذا يظل المستثمر عرضة لمخاطر إعادة الاستثمار. إذ ليس هناك من سبيل للحصول على معلومات مؤكدة بشأن سعر الفائدة الذي سيعاد به استثمار المبلغ الذي سيتم الحصول عليه في تاريخ الاستحقاق. البديل الثالث هو إستراتيجية الاستثمار في سند تاريخ استحقاقه أطول من الفترة المخططة للاستثمار. على أن يقوم المستثمر بالتغطية ضد مخاطر تغير سعر الفائدة عن الفترة المتبقية باستخدام العقود المستقبلية أو العقود الآجلة، أو بأي أداة من أدوات التغطية الأخرى. هذا صحيح، إلا أنه ببلوغ تاريخ الاستحقاق يكون المستثمر قد تغلب على مخاطر السعر، دون أن يتمكن من مواجهة مخاطر إعادة استثمار الفوائد الدورية.

وهكذا يبدو الاستثمار في السندات الصفرية بسماتها التي سبق الإشارة إليها. هي الأداة الناجحة للتغلب على مخاطر سعر الفائدة بشقيها أي مخاطر السعر ومخاطر إعادة الاستثمار. فالمستثمر يشتري السند الذي يتماشى تاريخ

---

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص 390-392.

استحقائه مع التاريخ المحقق للاستثمار، ومن ثم لن يتعرض لمخاطر السعر. كذلك لا يحصل المستثمر على فوائد دورية ومن ثم لن يتعرض لمخاطر إعادة الاستثمار. وعليه فإن المستثمر في السندات الصفرية يصطاد طائرين (مخاطر السعر ومخاطر إعادة الاستثمار) بحجر واحد.

الفرع الثالث: السندات الصفرية والمخاطر الأخرى[1]

إذا كانت السندات الصفرية من شأنها أن تخلص المستثمر من مخاطر السعر ومخاطر إعادة الاستثمار مرة واحدة، وهو ما لا تحققه السندات التقليدية، فإنها أيضا تحقق له الحماية ضد الأنواع الأخرى من المخاطر، التي تتعرض لها الأوراق المالية ذات الدخل الثابت بصفة عامة. فبالنسبة لمخاطر التوقف عن السداد Default Risk أو حتى مخاطر الإفلاس، ففضلا عن إمكانية إدارتها، فإن الثابت أن مؤسسات تصنيف الديون Debt-Rating Agencies قد نجحت في تقديرها بدقة كبيرة. وعلى العموم لا تمثل تلك المخاطر مشكلة بالنسبة للسندات الصفرية. فإذا كانت السندات الحكومية تعتبر إلى حد كبير محصنة ضد تلك المخاطر، فإن السندات الصفرية التي يتم توريقها منها، لابد أن تكون متمتعة بنفس الحصانة.

كذلك ينبغي أن لا يغيب عن الأذهان، أن السندات الصفرية محصنة ضد مخاطر التوقف عن السداد التي قد تصيب المؤسسة المالية المصدرة لها. على أساس أن السندات الأصلية، وهي سندات حكومية في العادة، تودع كرهن لدى أمين (بنك تجاري في العادة)، بما يضمن التغطية ضد تلك المخاطر. يستثنى من ذلك مخاطر احتمال تعرض البنك الذي يحتفظ لديه بالسندات لمخاطر الإفلاس. هنا قد يتأجل حصول حملة السندات الصفرية على مستحقاتهم، كما قد يتكبدون بعض التكاليف لإثبات ملكيتهم لتلك السندات. وبالنسبة لمخاطر الاستدعاء فلن تزيد عن مثيلتها للسندات التقليدية.

أما عن مخاطر القوة الشرائية Purchasing Power Risk الناجمة عن التضخم وما يصاحبه من انخفاض في القوة الشرائية للعملة، فأمكن مواجهتها. ففي الثمانينات بدأ في الظهور سندات تغطي حملتها ضد مخاطر التضخم التي قد تلحق بقيمة الأصل المستثمر. فهناك السندات التي ترتبط قيمتها الاسمية Indexed Face Value بسلعة Commodity-backed يتسم سعرها بكونه يعكس مستوى التضخم. بالطبع إذا كانت السندات الحكومية التقليدية قد تم تغطيتها ضد تلك المخاطر، فإنه يمكن تغطية المستثمر في السندات الصفرية ضدها، وذلك بنفس الطريقة. أما بالنسبة لمخاطر القوة الشرائية للفوائد المحققة، فهناك إلى جانب ما يسمى بالسندات ذات الكوبون العائم Floating Rate Bond، السندات المرتبطة بسهم معين أو بمؤشر للأسهم Stock-Indexed Bonds، بحيث يتحرك سعر الفائدة مع المتغيرات المؤثرة على سوق الأوراق المالية. هذه المشكلة لا وجود لها بالنسبة للسندات الصفرية، التي لا يحصل حاملها أساسا على فوائد دورية.

وهكذا فإن السند الصفري قد لا يضاهيه سوى سندات حكومية غير قابلة للاستدعاء، ولها تواريخ استحقاق متباينة تغطي احتياجات كافة المستثمرين. وحتى مع كل هذه المتطلبات، يظل هناك قصور في التغطية ضد مخاطر

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص 392-394.

إعادة استثمار الفوائد الدورية، ولتبقى السندات الصفرية في المقدمة بفضل الهندسة المالية التي خلصتها من تلك المخاطر[1].

وأخيرا إذا كانت هذه هي المكاسب للمستثمر، فإن المؤسسة المالية التي أصدرتها تحقق هي الأخرى مكاسب تتمثل في الفرق بين العائد الذي تدفعه على السندات الصفرية، والعائد الذي تحصل عليه من السندات التي تورق منها السندات الصفرية. وبالنسبة للجهة المصدرة للسند، فإن الطلب على السندات الصفرية، لما لها من مزايا، لابد وأن ينعكس على الطلب على السندات الأصلية، ويسهم بالتالي في تنشيط سوقها. يضاف إلى ذلك أن السند الصفري قد يحمل قيمة اسمية صغيرة، تقل عن القيمة الاسمية للسند الذي اشتق منه السند الصفري، بما يضيف المزيد إلى عنصر السيولة لسوق السندات الأصلية[2].

المبحث الخامس: أدوات قياس المخاطر المالية

الاستثمار في الأصول المالية هو عبارة عن تضحية بمبالغ مؤكدة بغية الحصول على مبالغ مالية مستقبلا (مبالغ غير مؤكدة). فالاستثمار في الأصول المالية يتم اتخاذه بناءا على العائد والمخاطرة. إن العوائد والمخاطر في العملية الاستثمارية وجهان لعملة واحدة، وبطبيعة الحال كلما زادت العوائد زادت المخاطرة، والعكس صحيح. إن هذا المبحث يتناول أدوات قياس المخاطر المالية، لكن سوف نتطرق فيه وبصورة مختصرة لبعض المفاهيم التي تخص العائد.

يمكن التمييز بين نوعين من الأدوات، أدوات قياس الخطر المستقل Stand Alone Risk، وأدوات قياس الخطر في حالة محفظة من الأصول Portfolio risk.

المطلب الأول: ماهية العوائد

الفرع الأول: تعريف العائد

توجد عدة تعاريف للعائد ومنها:

يعرف العائد على أنه[3]: قدرة الوحدة النقدية في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، إذ يهدف ذلك القياس في تحديد كفاءة الإدارة، ويتم استخراجه عن طريق المعادلة التالية:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}}$$

أو هو[4]: "التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة ويسمى بالعائد لفترة الاقتناء ".

1- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق ، ص 394.
2- نفس المرجع، ص 395-396.
3- أحمد السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 10.
4- فلاح سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2008، ص 128.

كما يعرف بأنه[1]: مقدار الزيادة والإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، ويمكن حساب العائد من خلال ذلك كما يلي: **العائد = الثروة في نهاية الفترة – الثروة في بداية الفترة**

أما العائد بالنسبة لمحفظة الأوراق المالية فيعرف كالتالي[2]:" يظهر معدل العائد على الحافظة في صورة دالة خطية وهو عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان للاستثمارات الفردية في الحافظة ".

يعرف أيضا عائد المحفظة المالية بأنه[3]:" يتحدد عائد المحفظة عن فترة واحدة بالمتوسط المرجح بالأوزان لعائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة ".

ومنه نستنتج أن العائد هو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة للمحفظة. أو هو تعويض نقدي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمار، فقد يعرف مسبقا مثل عائد السندات، أو يكون مجهولا مثل عائد السهم. إذا فالعائد هو الزيادة في الثروة نتيجة الاستثمار.

الفرع الثاني: أنواع العوائد

1- **العائد الفعلي [المحقق]:** هو العائد الذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية، وبذلك فهي قد تكون عوائد ايرادية أو عوائد رأس مالية، أو مزيجا بينهما، ويطلق عليهما بالعائد التاريخي[4].

كما يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر فعليا[5].

2- **العائد المتوقع:** وهو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوع ذلك العائد، فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية، وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي سيدره الاستثمار في ورقة معينة وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة[6].

ويعرف أيضا بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه[7].

3- **العائد المطلوب:** هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية. وعادة ما يكون هذا العائد ملائما لمستوى المخاطر المقابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزئين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطرة[8].

أ- **العائد الخالي من المخاطرة:** وهو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائيا، أي مجالات خالية من الخطر.

---

[1] - محمد البشير مبيروك، محصول النعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر، الواقع والآفاق، 26/25 نوفمبر، جامعة الشلف، 2008، ص 04.

[2] - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 1997، ص 284.

[3] - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية (الاتجاهات الحديثة في أسواق المال والهندسة المالية، الدار الجامعية)، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2003، ص 289.

[4] - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005، ص 294.

[5] - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص 107.

[6] - محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 32.

[7] - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، نفس المرجع، ص 107.

[8] - أحمد السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 11.

ب- علاوة المخاطرة: وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الأوراق المالية.

ويعرف أيضا معدل العائد المطلوب بأنه أدنى معدل عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطر وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل[1].

الفرع الثالث: قياس العائد

1- **عائد أصل مالي:** يتم قياس عائد أصل مالي خلال فترة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعرين مضافا إلى ذلك التوزيعات الخاصة بتلك الفترة، يقسم الناتج على السعر في بداية الفترة، ويتم توضيح ذلك حسب المعادلة التالية[2]:

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

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

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

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

$E(Rx)$: العائد المتوقع؛

(Rx) : العوائد المحققة؛

(Px) : احتمال الحدوث للعوائد المحققة.

2- **عائد محفظة مالية:** عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالنسب المئوية للأوراق المالية التي تتشكل منها الحافظة وتحسب بالعلاقة التالية[3]: $Rp=\sum_{i=1}^{n} Rx.P(Rx)$

العائد المتوقع على المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد على الاستثمارات (أو الأصول) الفردية، حيث تمثل الأوزان النسب المئوية الموظفة في كل استثمار. ومن الطبيعي أن مجموع الأوزان تساوي واحدا صحيحا[4].

---

[1] - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، مرجع سابق، ص 107.

[2] - عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ص 108.

[3] - عبد الغفار حنفي، نفس المرجع، ص 108.

[4] - محمد صاح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 229.

ويمكن حسابه بالعلاقة[1]: $E(Rp)=\sum_{i=1}^{n} Xi.E(Ri)$ ، حيث:

E(Ri): العائد المتوقع للأصل (i)؛

Xi: نسبة الأصل (i) في المحفظة.

المطلب الثاني: أدوات قياس الخطر المستقل Stand Alone Risk

الفرع الأول: المدى والتوزيعات الاحتمالية

1- **المدى:** يعرف المدى في البيانات بأنه الفرق بين أعلى قيمة وأصغر قيمة. فإذا كان المدى صغيرا نستنتج أن البيانات محصورة في مسافة قصيرة، وإذا كان المدى كبيرا فإن البيانات تقع ضمن مسافة طويلة. ويعرف المدى في البيانات المجمعة (التوزيع التكراري) بأنه الفرق بين الحد الأعلى للفئة العليا والحد الأدنى للفئة الدنيا. ومن تعريف المدى يظهر لنا أنه لا يعتمد على جميع البيانات ولكن يعتمد على أكبر قيمة وأصغر قيمة فقط، وهذا يقلل من أهميته حيث أنه ربما يحصل أن القيمتين المتطرفتين (أكبر قيمة وأصغر قيمة) قيمتان شاذتان[2].

يرى محمد علي محمد علي أنه إذا تعلق المدى بمتغير مالي، فالمدى يتمثل في: الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الاهتمام، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوي النسبي للخطر. وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام[3].

2- **التوزيعات الاحتمالية: Probability distributions**

أ- قوانين الاحتمال[4]: يواجهنا في كثير من الأحيان تطبيقات على الاحتمالات نحتاج حيالها إلى حساب احتمالات الحوادث المركبة. ولتسهيل القيام بهذه المهمة نورد القوانين الأولية في الاحتمال.

نظرية1: إذا رمزنا للحادث الخالي بالحرف ϕ (فاي)، وكان الاحتمال المعرف على Ω فإن $(P(\phi) = 0)$، لاحظ أن الحادث ϕ يعني عدم حدوث أي نتيجة من النتائج الممكنة في التجربة الإحصائية، ولذلك فإنه من المعقول أن نتفق أن $(P(\phi) = 0)$، علما بأنه يمكن برهنة هذه الحقيقة بسهولة باستعمال فرضيات تعريف الاحتمال.

نظرية2: إذا كان A حادث في Ω، $\overline{A}$ متممة ذلك الحادث فإن $P(\overline{A}) = 1 - P(A)$، إن نظرية (2) تعطيك المعنى التالي: إذا كان احتمال حدوث الحادث A هو P(A) فإن احتمال عدم حدوث A هو $(\overline{A}) = 1 - P(A)$.

ب- قوانين الاحتمال والمتغير المالي: وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلاً من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة. وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم

---

[1] - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 108.

[2] - محمد صبحي أبو صالح، عدنان محمد عوض، مقدمة في الإحصاء (مبادئ وتحليل باستخدام SPSS)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص 65.

[3] - محمد علي محمد علي، مرجع سابق، ص 43.

[4] - محمد صبحي أبو صالح، عدنان محمد عوض ، نفس المرجع، ص 102.

واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من المفاضلة فيما بينها. وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر[1].

الفرع الثاني: التباين والانحراف المعياري Variance and Standard Deviation

1- تذكير إحصائي لكل من التباين والانحراف المعياري[2]:

أ- **التباين:** إن أحد مقاييس التشتت التي تخطر على البال هو مجموع انحرافات البيانات عن وسطها الحسابي*، أي $\sum(Xi-\bar{X})$ ، لكن هذا المجموع يساوي صفرا دائما، ولذلك لابد من حذف الإشارة السالبة لنحصل على مقياس ذي معنى، إحدى الطرق التي تزيل بها الإشارة السالبة هي بتربيع الانحرافات وبالتالي تستعمل مربعات الانحرافات هذه لحساب التباين. إذا كانت البيانات $X_1, X_2, \ldots X_n$ تمثل عينة عشوائية، يعرف التباين على أنه:

$S^2 = \frac{\sum_{i=1}^{n}(X_i-\bar{X})^2}{(n-1)}$ ، بحيث $\bar{X}$ الوسط الحسابي للبيانات.

ب- **الانحراف المعياري:** الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي الموجب للتباين أي:

$$S = \sqrt{S^2} = \sqrt{\frac{\sum(X_i-\bar{X})^2}{n-1}}$$

2- استعمال التباين والانحراف المعياري لقياس الخطر المالي:

يعتبر التباين أحد أفضل المقاييس للمخاطرة حيث كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما، دل ذلك على تجانسها أو تشتته، ويعد الانحراف المعياري (الجذر التربيعي للتباين) أحد مقاييس التشتت، فكلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري. إن الانحراف المعياري مقياس إحصائي يقيس الخطر المصاحب للمتغير المالي (يقيس درجة تشتت قيم المتغير المالي موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له)، حيث كلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.

أ- **حساب الانحراف المعياري:** $\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} P_i(X_i - E(X_i))^2}$ حيث:

σ: الانحراف المعياري؛

P_i: احتمال الحدوث؛

X_i: العوائد المحتملة للسهم؛

$E(X)$: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد وتساوي: $E(X) = \sum_{i=1}^{i=n} P_i \times X_i$ ؛

n: عدد العوائد المحتملة.

---

[1]- محمد علي محمد علي، المرجع السابق، ص 43.

[2]- محمد صبحي أبو صالح، عدنان محمد عوض، مرجع سابق، ص66-67.

* - إذا كان لدينا n من الأعداد (قيم مشاهدات) $X_1, X_2, \ldots X_n$ فإن الوسط الحسابي لهذه الأعداد هو $\bar{X} = \frac{X_1 + X_2 + \ldots X_n}{n}$ ، وللاختصار في الكتابة نستعمل الحرف اليوناني Σ لنعني به جمع الحدود التي في داخله، أي أن: $\sum_{i=1}^{n} X_i = X_1 + X_2 + \ldots X_n$ ، وبذلك يصبح تعريف الوسط الحسابي $\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^{n} X_i}{n}$

ويتم التعرف على الخطر المرتبط باستثمار معين، من خلال معرفة تغير معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات، أو بمعنى آخر اتساع مدى منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد، والذي يقيسه التباين أو الانحراف المعياري، كلما زادت المخاطر، وكلما انخفضت نسبة التباين أو الانحراف المعياري انخفضت المخاطر التي تعرض لها الورقة المالية.

فالسهم الذي له انحراف معياري أكبر يكون أكثر مخاطرة وأقل جاذبية، مع الإشارة إلى أن المعادلة السابقة تستخدم في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة، بمعنى أنها غير معروفة بدقة ولكن احتمالات حدوثها معروفة ويمكن تقدير احتمال حدوثها بناءا على تجربة المؤسسة في الماضي والتغيرات التي تتوقع حدوثها في المستقبل، أو بناءا على تنبؤ متخذي القرار[1].

أما في حالة الاعتماد على البيانات التاريخية، فإن الانحراف المعياري يحسب وفقا للمعادلة التالية:

$\delta = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{i=n}(X_i - \overline{X})^2}{n-1}}$، حيث: $\overline{R}$ هو المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية.

الفرع الثالث: معامل الاختلاف [التغير]، معامل الارتباط ومعامل التحديد

1- معامل الاختلاف [التغير] Coefficient of variation

أ- تذكير إحصائي لمعامل الاختلاف[2]: معامل التغاير هو: $C.V = \frac{S}{\overline{X}} \times 100\%$ (S: الانحراف المعياري، $\overline{X}$: المتوسط الحسابي). إن أهم استعمالات معامل التغير هو للمقارنة بين التغير في عدة مجموعات أو توزيعات تكرارية ولا فرق في ذلك إذا كانت الوحدات المستعملة مختلفة أو نفسها.

مثال: مجموعة من البيانات(أ) فيها: $S_1^2 = 10$. $\overline{X}_1 = 18,.....$.

ومجموعة أخرى (ب) فيها: $S_2^2 = 21$. $\overline{X}_2 = 23,.....$.

أي المجموعتين أكثر تغيرا؟

الحل: حساب معامل التغير لكل من المجموعتين

(أ): $C.V = \frac{\sqrt{10}}{18} \times 100\% = 17.57\%$

(ب): $C.V = \frac{\sqrt{21}}{23} \times 100\% = 19.92\%$

إذا المجموعة (ب) أكثر تغيرا من المجموعة (أ).

ب- استعمال معامل الاختلاف (Coefficient Of Variation) لقياس الخطر المالي: معامل الاختلاف هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت. حيث يربط بين الخطر (مقاساً بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاساً بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري عند

[1] - Bertrand Jacquillat, Bruno Solnic, Les Marchés Financier et Gestion des Risques, Dunod, Paris, 2001, P .148.

[2] - محمد صبحي أبو صالح، عدنان محمد عوض، مرجع سابق، ص 72-73.

المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر. إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر[1].

يرى جميل أحمد توفيق أنه[2]: يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر(حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحد هما أكبر من الآخر)، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري، ويتم حساب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية:

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

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

ويرى جابر نذير بأن[3]: استخدام الانحراف المعياري لا يكفي من أجل القيام بعملية مقاربة ومفاضلة بين مجموعة من البدائل، ولقد أثبتت التجارب أن التباين هو أحد أفضل المقاييس في حالة تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد المشاريع المراد المفاضلة بينها. أما إذا كانت غير متساوية فيفضل الاعتماد على معامل الاختلاف لأنه مقياس للتباين النسبي.

ج- حساب معامل الاختلاف: $C.V = \frac{\sigma}{\overline{X}}$ أو $C.V = \frac{\sigma}{E(X)}$ بحيث أن:

CV: معامل الاختلاف؛

σ: الانحراف المعياري؛

$\overline{X}$: المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية؛

$E(X)$: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

ينصح المستثمر بالتوجه إلى الأوراق المالية ذات معامل اختلاف أقل لأن ذلك يعني تخفيض المخاطر.

---

[1] - محمد علي محمد علي، المرجع السابق، ص 43.

[2] - جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، دون سنة نشر، ص 278-279.

[3] - جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007 ص61.

2- **معامل الارتباط ومعامل التحديد:**

أ- الجمع بين معامل الارتباط ومعامل التحديد: يرى منير إبراهيم هندي أنه[1]: وكقاعدة عامة يمكن القول أن معمل الارتباط (ط) أو بالأحرى مربع معامل الارتباط (ط^2) الذي يطلق عليه الإحصائيين معامل التحديد Coefficient Of Determination هو الأداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق، ويتراوح معامل الارتباط بين +1 و -1، وعليه فإنه كلما اقتربت قيمة معامل الارتباط من +1 أو -1، كلما كان ذلك دليلا على أن الارتباط بين عائد السوق (التغير في مستوى أسعار السوق) وعائد السهم (التغير في القيمة السوقية للسهم) هو ارتباط قوي. كذلك فإنه عندما يكون معامل الارتباط موجبا، فإن هذا يعني علاقة طردية بين عائد السوق وعائد السهم. أما إذا كان معامل الارتباط سالبا فإن التغير في عائد السوق يتبعه تغير عكسي في عائد السهم. وأخيرا فإنه عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر، فإن هذا يعني عدم وجود علاقة بين عائد السوق وعائد السهم، غير أنه لا يعني أن عائد السهم لا يتعرض لمخاطر منتظمة. وتجدر الإشارة هنا، أنه وإن كانت قيمة معامل الارتباط تتراوح نظريا بين +1، -1 فإن معامل الارتباط بين عائد السوق وعائد أي ورقة مالية تتراوح قيمته بين صفر، و+1. بمعنى أنه يندر وجود ورقة مالية يكون معامل الارتباط بين عائدها وعائد السوق سالبا.

ب- معامل الارتبـــاط The Correlation Coefficient: الارتباط مقياس إحصائي يقيس العلاقة بين تغير ظاهرتين لمعرفة ما إذا كانت هناك صلة أو ارتباط بينهما (مدى الترابط بين مجموعتين من البيانات)، ومن الأمثلة على ذلك العلاقة بين العائد والمخاطرة. ويمكن قياس درجة الارتباط من خلال الصياغة التالية[2]:

$$r = r(x,y) = \frac{SS_{xy}}{\sqrt{SS_x SS_y}}$$ ، حيث:

$$SS_{xy} = \sum_{i=1}^{n}(X_i - \overline{X})(Y_I - \overline{Y}) = \sum_{i=1}^{n}(X_i Y_i) - n\overline{XY}$$

$$SS_x = \sum_{i=1}^{n}(X_i - \overline{X})^2 = \sum_{i=1}^{n} X_i^{\,2} - n\overline{X}^2$$

$$SS_y = \sum (Y_i - \overline{Y})^2 = \sum_{i=1}^{n} Y_i^2 - n\overline{Y}^2$$

ومنه نستنتج أن: $r = \dfrac{\sum_{i=1}^{n}(X_i - \overline{X})(Y_i - \overline{Y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^{n}(X_i - \overline{X})^2 \times \sum_{i=1}^{n}(Y_i - \overline{Y})^2}}$ ، بحيث:

$\overline{X}$: الوسط الحسابي للبيانات $x_1, x_2 \ldots\ldots x_n$ ؛

$\overline{Y}$: الوسط الحسابي للبيانات $y_1, y_2 \ldots\ldots y_n$.

ومن الاستعمالات المهمة لفكرة الارتباط في مجال الاستثمار في الأوراق المالية هو تكوين المحفظة المالية، حيث أنه من المفروض أن يتم تكوين محفظة الأوراق المالية التي يكون الارتباط بين عوائدها أقل ما يمكن. والجدير بالذكر أن هذا المعامل يصلح لقياس الارتباط الخطي أي عندما يبدوا أن النقاط في شكل الانتشار قريبة من خط مستقيم.

---

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص252.

[2] - محمد صبحي أبو صالح، عدنان محمد عوض، مرجع سابق، ص 290.

يجب أن نميز الحالات التالية للارتباط:

- $-1 \le r \le 1$.
- عندما تكون $r>0$ نقول أن هناك ارتباط خطي طردي، أي أن هناك ميل لأن تزداد قيم Y بازدياد قيم X .

وبالتالي العلاقة بين الورقتين علاقة طردية خطية.

- عندما تكون $r<0$ نقول أن هناك ارتباط خطي عكسي، أي هناك ميل لأن تقل قيم Y بازدياد قيم X .

فالعلاقة بين الورقتين هي علاقة عكسية خطية تامة.

- عندما تكون $r=1$ نقول أن هناك ارتباط خطي طردي تام.
- عندما تكون $r=-1$ نقول أن هناك ارتباط خطي عكسي تام.
- عندما تكون $r=0$ نقول أنه لا يوجد ارتباط خطي، وبالتالي التغير في إحدى الأصول المالية للمحفظة لن يتبعه أي أصل من الأصول الأخرى.
- كلما ابتعدت القيمة المطلقة للمعامل عن 1 كلما ضعفت العلاقة الخطية.

ج- معامـــــل التحديد the coefficient of determination: يعرف معامل التحديد بأنه مربع معامل الارتباط، حيث يعتبر أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق، ويحسب وفق العلاقة التالية[1]:

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^{i=n}(R_i - E(R))(R_m - E(R_m))}{\sum_{i=1}^{i=n}(R_m - E(R_m))^2}$$ ، حيث:

R^2 : معامل التحديد؛

$E(R)$: قيمة العوائد المتوقعة؛

$E(R_m)$: معدل عوائد السوق.

ويتراوح معامل الارتباط بين +1 و -1، وعليه فإنه كلما اقتربت قيمة معامل الارتباط بين +1 و -1 كلما كان ذلك دليلا على أن الارتباط بين عائد السوق وعائد السهم هو ارتباط قوي، كذلك فإنه عندما يكون معامل الارتباط موجبا، فإن هذا يعني وجود علاقة طردية بين عائد السهم وعائد السوق.

الفرع الرابع: معامل التغاير ومعامل بيتا

1- معامل التغاير[2] Covariance: وفي هذا الصدد يتفق طلاب الإدارة المالية على أن التغاير Covariance (Cov) يمكن أن يكون مقياس مقبول لحجم المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها القيمة السوقية لورقة مالية معينة ويقصد بالتغاير مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين. هذا ولما كانت المخاطر المنتظمة هي التي تعزى لمتغيرات عامة ترتبط بالحالة الاقتصادية، التي لها تأثير مباشر على مستويات الأسعار في سوق رأس المال، فإنه يمكن اعتبار

---

[1] - قحايرية سيف الدين، دحماني نور الهدى، مرجع سابق، ص 8.

[2] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 251.

التغاير بين عائد سهم ما وعائد سوق رأس المال أي متوسط عائد الأوراق المتداولة في ذلك السوق، محددا لاتجاه وقوة العلاقة بين سعر الورقة المالية والحالة الاقتصادية العامة، أي محددا لحجم المخاطر المنتظمة. وبمفهوم التغاير يمكن القول بأن المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها عائد السهم، تتمثل في تلازم التغير في سعر السهم (عائد السهم) مع التغير العام في حركة الأسعار في السوق (عائد السوق).

ويرتبط التغاير ارتباطا مباشرا بالمخاطر المنتظمة، فكلما زادت قيمة التغاير كان ذلك دليلا على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية كبيرا. هذا ويحدد اتجاه العلاقة بين عائد السهم وعائد السوق إشارة التغاير. أو بعبارة أكثر دقة يحدد اتجاه العلاقة إشارة معامل الارتباط.

وقد يكون من الملائم في هذا الصدد أن نلقى المزيد من الضوء على مكونات التغاير. التغاير Covariance هو متوسط حاصل ضرب انحراف كل من عائد السوق وعائد السهم عن قيمتهما المتوقعة، وهو ما توضحه المعادلة التالية[1]: $\text{غ}(\text{و،ه}) = \dfrac{\sum_{\text{س}=1}^{\text{ن}} (\text{م}_{\text{س،و}} - \text{ق}(\text{م}_{\text{و}})) \times (\text{م}_{\text{س،ه}} - \text{ق}(\text{م}_{\text{ه}}))}{\text{ن}}$، بحيث: غ تمثل التغاير بين عائد السهم وعائد السوق، (م هـ،س) تمثل معدل عائد السهم (هـ) في الزمن (س). ق(م هـ) تمثل القيمة المتوقعة لعائد السهم (هـ). (م و،س) تمثل معدل عائد السوق (و) في الزمن (س). ق(م و) تمثل القيمة المتوقعة لعائد السوق. أما (ن) فتمثل عدد المشاهدات.

يمكن أن نعبر عن المعادلة التي طرحها منير إبراهيم هندي على النحو التالي:

$$Cov(x.y) = \frac{\sum_{i=1}^{n}(X - E(X))(Y - E(Y))}{n}$$ ، بحيث:

$Cov(x.y)$: التغاير بين عائد السهم وعائد السوق؛

X : معدل عائد السهم؛

$E(X)$: القيمة المتوقعة لعائد السهم؛

Y : معدل عائد السوق؛

$E(Y)$: القيمة المتوقعة لعائد السوق.

أ- صيغة المخاطرة حسب معامل التغاير $cov\ (R_i.R_j)$ [2]: معامل التغاير بين معدل العائد لأصلين ماليين يمكن أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما ، وذلك حسب الحالات التالية:

- إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في نفس الاتجاه، فإن معامل التغاير يكون موجبا.
- أما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في اتجاهين معاكسين، فإن معامل التغاير يكون سالبا.
- وفي حالة ما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين مستقلة عن بعضها البعض، فإن معامل التغاير يكون معدوما.

---

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 252.

[2] - http://www.startimes.com/?t=13798709 تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/07/16 .

ويمكن حساب معامل التغاير حسب الصيغة الرياضية التالية:

$Cov\ (R_i.R_j) = P\ (R_i.R_j).\delta_i.\delta_j$، حيث :

$P(R_i.R_j)$: معامل الارتباط بين الاستثمارين i و j؛

$\delta_i.\delta_j$: تمثل الانحرافات المعيارية لعوائد الاستثمارين.

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل التغاير كما يلي :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2.X_i^2 + \sum \sum X_i.X_j.\ Cov\ (R_i.R_j)$$

2- **معامل بيتا Beta coefficient**: وهو مقياس لمدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر، (فمثلاً يمكن قياس درجة حساسية عائد سهم معين للتغيرات في عائد السوق، أو للتغيرات في أسعار الفائدة بالبنوك ...).

ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر[1]. ويعد معامل بيتا من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية، فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغير في عائد محفظة الأوراق المالية، إذ يصنف هذا المقياس الأوراق المالية إلى أوراق ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد (1) الصحيح، أي مخاطرها ستكون أقل من مخاطر السوق، ولحساب معامل بيتا يجب توفر معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها ويقاس معامل بيتا وفق العلاقة الآتية[2]:

$$Beta_i = B_i = \frac{Co\,\text{var}\,iance(R_i, R_m)}{Variance_m} = \frac{P_{im}\sigma_i\sigma_m}{\sigma_m^{\ 2}}$$ ، حيث:

B_i : معامل بيتا؛

$Co\,\text{var}\,iance(R_i, R_m)$: التباين المزدوج بين عائد السهم وعائد السوق، أو وعائد المحفظة المالية؛

$Variance_m$: التباين في العوائد لمحفظة السوق المالية؛

P_{im} : معامل الارتباط بين السهم والمحفظة؛

σ_i : الانحراف المعياري للسهم؛

σ_m : الانحراف المعياري للمحفظة.

أ- تحليل التباين ومعامل الارتباط في معامل بيتا: معامل بيتا مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقيس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة السوق أي أنه مقياس لتوافق حركة عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق والتي $COV\ (R_x.R_m) = r(R_X.R_m) \times \delta_{Rx} \times \delta_{Rm}$ نة المالية ومعدل عائد محفظة السوق، ولحساب معامل بيتا يجب حساب التباين المشترك بين عائد الورقة المالية R_x وعائد السوق R_m ، وهو حاصل ضرب معامل الارتباط r بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة δ_{Rx} و الانحراف المعياري لعائد السوق δ_{Rm} والذي يعطى بالعلاقة التالية:

---

[1] - محمد علي محمد علي، المرجع السابق، ص 43.

[2] - Josette Peyrad, La Bourse, Edition Vuibert, 5ème Edition, Paris, 1997, P. 32.

المطلب الثالث: أدوات قياس الخطر في حالة محفظة من الأصول Portfolio Risk

الفرع الأول: التباين والانحراف المعياري

يقاس خطر المحفظة بالانحراف المعياري للعوائد المتوقعة، وتستخدم المعادلة التالية في حساب أي انحراف معياري[1]: $\sigma_{ف} = \sum^{ن}(ع_{ف،ه} - \overline{ع}_{ف})^2 ح_{ه}$، حيث:

$\sigma_{ف}$: هي الانحراف المعياري للعوائد المتوقعة للمحفظة؛

$ع_{ف،ه}$: هي العائد المتوقع للمحفظة بمعرفة الحالة الاقتصادية السائدة (هـ)؛

$\overline{ع}_{ف}$: هي الوسط الحسابي للعوائد المختلفة ن؛

$ح_{ه}$: هي احتمال تحقق الحالة الاقتصادية هـ.

1- التباين والانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين ولمحفظة مكونة من N أصل مالي:

أ- قياس التباين والانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين: يرى حسن السلطان أنه[2]:يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين $X_1 \cdot X_2$ من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية:

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

حيث a: تمثل نسبة الأصل X_1 في المحفظة.

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

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

ويرى محمد صالح الحناوي وآخرون أن[3]: الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين (أ) و (ب) يحسب عن طريق العلاقة التالية: $\sigma_{ف} = \sqrt{(و^2\sigma_{أ}^2 + (1-و)^2\sigma_{ب}^2 + 2و(1-و)ط_{أ،ب}\sigma_{أ}\sigma_{ب}}$، بحيث:

$و$: النسبة المئوية من قيمة المحفظة الإجمالية المستثمرة في الأصل أ.

$(أ-و)$: النسبة المئوية من قيمة المحفظة الإجمالية المستثمرة في الأصل ب.

$\sigma_{أ}$: الانحراف المعياري للاستثمار أ.

$\sigma_{ب}$: الانحراف المعياري للاستثمار ب.

$ط_{أ،ب}$: معامل الارتباط بين الاستثمارين.

نستنتج من خلال المعادلة السابقة أنه: لحساب التباين لهذه المحفظة المالية المكونة من أصلين (أ) و (ب) لابد من تربيع قيمة الانحراف المعياري، أي أن المعادلة تبقى نفسها ولكن بدون الجذر، ونلاحظ أن الفرق بين معادلة المقدمة من طرف حسن السلطان، والمعادلة المقدمة من طرف صالح الحناوي وآخرون هو أن صالح الحناوي وآخرون

---

[1]- محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص230.

[2]- حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009، ص 21، بحث محمل بتاريخ 2014/07/16 من الموقع http://elibrary.mediu.edu.my/books/MAL03393.pdf

[3]- محمد صالح الحناوي وآخرون، نفس المرجع، ص 231.

قاموا بتعويض التغاير $Cov(x_1,x_2)$ بجداء العناصر الثلاثة الآتية: (معامل الارتباط لـ(أ،ب) الانحراف المعياري لـ(أ)، الانحراف المعياري لـ(ب))، أي كما ذكرنا سابقا:

$$COV\ (R_x.R_y) = r(R_X.R_y) \times \delta_{Rx} \times \delta_{Ry}$$ ، حيث:

الارتباط r بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة δ_{Rx} والانحراف المعياري لعائد السوق δ_{Ry}.

ب- التباين والانحراف المعياري لمحفظة مكونة من N أصل مالي: يرى محمد صالح الحناوي وآخرون أن الانحراف المعياري لمحفظة تتضمن (ن) من الاستثمارات (أو الأصول) بالصورة التالية[1]:

$$\sigma_{ف} = \sum_{س=1}^{ن} 2و_{س}^2\sigma_{س}^2 + \sum_{س=1}^{ن-1}\sum_{ص=س+1}^{ن} و_{س}و_{ص}\sigma_{س}\sigma_{ص}ط_{سص}$$ ، حيث:

$و_{س}$: هي النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورقة س؛

$و_{ص}$: هي النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورقة ص؛

$ط_{سص}$: تمثل معامل الارتباط بين الورقة س والورقة ص؛

ن : تمثل عدد الاستثمارات (الأصول) التي تتضمنها المحفظة.

كما يرى حسن السلطان أنه[2]: يتم قياس خطر محفظة مكونة من N أصل مالي عن طريق العلاقة التالية للتباين:

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

إذا بمقارنة العلاقتين لكل من حسن السلطان ومحمد صالح الحناوي وآخرون نجد بأن محمد صالح الحناوي وآخرون قاموا بتعويض التغاير $Cov(R_i,R_j)$ بجداء العناصر الثلاثة الآتية: (معامل الارتباط لـ(أ،ب)، الانحراف المعياري لـ(أ)، الانحراف المعياري لـ(ب))، أي كما ذكرنا سابقا:

$$COV\ (R_i.R_j) = r(R_i.R_j) \times \delta_{Ri} \times \delta_{Rj}$$ ، حيث:

الارتباط r بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة δ_{Ri} و الانحراف المعياري لعائد السوق δ_{Rj}. ويمكن إيجاد الانحراف المعياري للمحفظة ذات N أصل مالي من الجذر التربيعي للتباين.

---

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق ، ص 233.

[2] حسن سلطان، المرجع السابق، ص 21.

الفرع الثاني: معامل الاختلاف، معامل الارتباط والمعامل بيتا

1- **معامل الاختلاف:** يمكن قياس خطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة، ويستخدم كمقياس للتشتت النسبي فكلما زاد معامل الاختلاف كما زادت المخاطر والعكس صحيح حيث يعطى بالعلاقة التالية: $C.v(R_P) = \frac{\sigma_{Rp}}{E(R_p)}$

σ_{Rp} : الانحراف المعياري؛

$E(R_p)$: متوسط القيمة المتوقعة لعوائد المحفظة.

2- **معامل الارتباط**[1]: يرجع ارتفاع مخاطر المحفظة م1، أو المحفظة م2 إلى أن معامل التغاير بين عائد السهمين أ، ب يأخذ قيمة موجبة وهو ما يشير إلى أن معامل الارتباط بين عائد السهم (أ) وعائد السهم (ب) هو معامل ارتباط موجب، و يمكن التأكد من ذلك بحساب معامل الارتباط بين عائد السهمين (أ)، (ب) باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{معامل الارتباط} = \frac{\text{التغاير بين عائد السهم (أ) وعائد السهم (ب)}}{\text{الانحراف المعياري لعائد السهم} \times \text{الانحراف المعياري لعائد السهم}}$$

إن ارتفاع درجة مخاطر المحفظة المكونة من سهمين أ، ب يرجع في الواقع إلى أن معامل الارتباط بين عائد السهمين أ، ب هو معامل ارتباط موجب، وهنا يظهر المبدأ الثالث الذي يجب أن ندركه جيدا عند إدارة المحافظ وهو: يفضل دائما بناء محافظ الأوراق المالية على أساس أن يكون معامل الارتباط بين الأوراق المالية المكونة لها سالب فذلك من شأنه تدنية مخاطر المحفظة ككل.

3- **معامل بيتا:** لمعامل بيتا استعمالات متنوعة في تسيير محفظة الأوراق المالية نذكر منها ما يلي[2]:

- معرفة حساسيات مكونات محفظة السوق: يساعد معامل بيتا في الكشف عن الأوراق المالية الحساسة للسوق. على اعتبار أن الأوراق المالية ذات المعامل الذي يزيد على الواحد تكون حساسيتها للسوق أكثر من الأوراق ذات المعامل الذي يقل كثيرا عن الواحد، وبذلك يتم تصنيف الأوراق المالية من حيث حساسيتها للسوق إلى أوراق حساسة وأخرى ذاتية الحساسية.

- التنبؤ بمخاطر محفظة الأوراق المالية: يستخدم مديرو المحافظ المالية معامل بيتا في التحكم بمخاطرة المحافظ التي يريدونها، إذ يعتبر كمؤشر مقيد سواء في عملية بناء المحفظة أو في عملية إحلال الأوراق المكونة منها إذ نميز بين حالتين:

---

[1] - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية (الاتجاهات الحديثة في أسواق المال والهندسة المالية)، مرجع سابق، ص 292-293.

[2] - يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية (دراسة حالة سوق مسقط -سلطنة عمان- للأوراق المالية خلال الفترة 2009/2006 كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2001، ص 75.

✓ **حالة التنبؤ بانتعاش السوق المالي:** إذ كان لدي مدير محفظة الأوراق المالية توقعات بأن سوق الأوراق المالية نشيط، فمن الطبيعي أن يسعى حينئذ لزيادة العائد المتوقع في محفظته، مما يتطلب منه أن يرفع معامل بيتا (B) للمحفظة.

✓ **حالة التنبؤ بانكماش في السوق المالي:** في هذه الحالة على مدير المحفظة أن يستبدل الأصول ذات معامل (B) المرتفع. بأصول أخرى ذات المعامل المنخفض، وذلك لتخفيض خسارته المحتملة إلى الحد الأدنى، أو بمعنى آخر على مدير المحفظة أن يسعى جاهدا لجعل درجة الاستجابة المرجحة أو معامل (B) أقل من الواحد الصحيح[1].

يتم قياس خطر المحفظة المكونة من N أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة، والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لـ بيتا الأصول المشكلة للمحفظة ويعطى بالعلاقة التالية[2]:

$$B_{RP} = a_1 B_1 + a_2 B_2 + \ldots\ldots\ldots + a_n B_n = \sum_{i=1}^{n} a_i B_i$$

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

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

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

الفرع الثالث: خط السمة [نموذج -الانحدار الخطي، السوق-] لقياس المخاطر المنتظمة

1- **خط السمة**[3]: يطلق الاحصائيون على خط السمة Characteristic Line بنموذج الانحدار الخطي Linear Regression Model، أو نموذج السوق Market Model. ويتمثل المحور السيني لخط السمة في عائد السوق بينما يتمثل المحور الصادي في عائد الورقة المالية المراد قياس حجم المخاطر المنتظمة التي ينطوي عليها عائدها، وتتمثل بيانات المحور السيني والصادي في العائد الشهري أو الربع سنوي أو النصف سنوي أو السنوي للسهم وللسوق، والتي يتوسطها خط السمة أو خط الانحدار، بحيث تكون مجموع الانحرافات في أعلى الخط مساوية لمجموع الانحرافات في أسفله. وهذا ويقاس عائد السوق بعائد أحد المؤشرات مثل مؤشر ستاندرد آند بور 500، ومؤشر دو جونز*. وتوضح المعادلة التالية كيفية قياس هذا العائد.

---

[1]- محمد مطر، فايز تميم، مرجع سابق، ص 213-215.

[2]- حسن السلطان، مرجع سابق، ص 22-23.

[3]- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 257-259.

*- يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه. وهنالك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور .(S&P500) ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

$$\text{عائد السوق} = \frac{\text{مون}_{+1} - \text{مون}}{\text{مون}}$$

حيث: (مون) تمثل سعر المؤشر في السوق في بداية الفترة ن، (مون+1) تمثل سعر المؤشر في السوق في بداية الفترة (ن+1) أي نهاية الفترة (ن). ولا يعد العائد المحسوب بالمعادلة السابقة قياسا دقيقا لعائد السوق، إذ لا يتضمن التوزيعات النقدية التي أجريت على الأسهم التي يتضمنها المؤشر. غير أن هذا لا يمثل مشكلة، طالما أن نفس المؤشر سوف يستخدم في تحديد خط السمة لكافة الأسهم المراد تقدير حجم مخاطرها المنتظمة، مما يمكن من إجراء المقارنة.

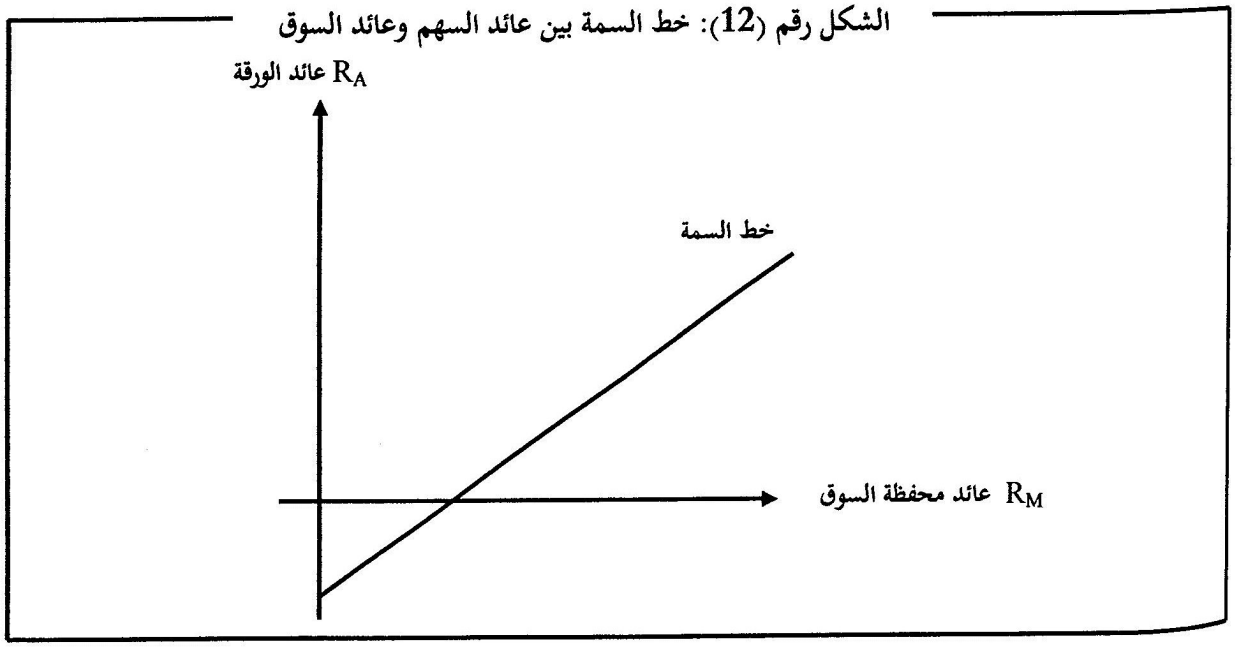
هذا عن عائد السوق الذي يمثله المحور السيني. أما عائد السهم الذي يمثله المحور الصادي فيتم حسابه بالمعادلة التي تأخذ في الحسبان التوزيعات التي أجريت على حملة الأسهم، وهو ما لم يتوفر في المعادلة الأولى.

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{س}_{\text{ن}+1} - \text{ت}_{\text{ن}}}{\text{س}_{\text{ن}}}$$

حيث: (س ن) تمثل سعر السهم في السوق في بداية الفترة (ن)، (س ن+1) تمثل سعر السهم في السوق في بداية الفترة (ن+1) أو نهاية الفترة (ن). أما (ت ن) فتمثل التوزيعات النقدية التي أجريت خلال الفترة (ن).

وإذا كان خط السمة قد يتحدد بالبداهة، أي بالخط الذي يتوسط النقطة الممثلة في العوائد، فإنه يمكن حسابه بطريقة أكثر دقة من خلال معادلة خط الانحدار التالية: م هـ= أ + ب $_{\text{م}}$ م $_{\text{و}}$ + خ، حيث: (م هـ) تمثل عائد السهم، (أ) تمثل تقاطع خط السمة مع المحور الصادي، (ب $_{\text{م}}$) تمثل ميل خط الانحدار، (م $_{\text{و}}$) تمثل عائد السوق. أما (خ) فتمثل الخطأ العشوائي حول خط الانحدار، أي تمثل الجزء من التغير في عائد السهم الذي لا يفسره التغير في عائد السوق، بل تفسره ظروف المنشأة ذاتها.

الشكل رقم (12): خط السمة بين عائد السهم وعائد السوق



المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من كتاب، منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996 ص258.

2- **خط السمة ومعامل الانحدار**[1]: وفي ظل وجود عدد كبير من المفردات المستخدمة لحساب معامل الانحدار، فإن قيم الخطأ العشوائي الموجبة سوف تساوي قيم الخطأ العشوائي السالبة، أي أن القيمة المتوقعة للمتغير (خ) سوف تساوي الصفر، لكي تنتهي المعادلة السابقة بالصورة التالية: م هـ= أ + ب م م و . قيمة (أ) التي يطلق عليها أيضا معامل ألفا Alpha Coefficient ليس لها مغزى من وجهة نظر متخذ القرار الاستثماري.

ووفقا لمفهوم معادلة الانحدار فإن معامل الانحدار(ب م) يقيس التغير في عائد السهم أي (م هـ) (المتغير التابع)، الذي يحدث نتيجة التغير في عائد السوق أي (م و) (المتغير المستقل). وبعبارة أكثر دقة يفسر معامل الانحدار التغير في عائد السهم الذي يحدثه تغير قدره 1% في عائد السوق، وهو بذلك يعتبر مقياسا مقبولا للمخاطر المنتظمة على أساس أن عائد السوق هو نتيجة لمتغيرات عامة تتعرض لها كافة المنشآت. وبعبارة أخرى يعكس خط السمة العلاقة بين التغير في عائد السهم الذي يرجع إلى التغير في عائد محفظة السوق، وهي المخاطر المنتظمة. أما النقاط التي تقع أسفل الخط وأعلاه، فهي ما أطلقنا عليه الخطأ العشوائي، الذي يعكس المخاطر غير المنتظمة، أي يعكس التقلب في العائد بالزيادة أو بالنقصان، الذي يتعلق بأسباب خاصة بالمنشأة ذاتها. وطالما أن خط السمة يتوسط تلك النقاط، فإن مجموع التقلبات أعلى الخط (التقلبات الموجبة في عائد الورقة) سوف يساوي مجموع التقلبات أسفل الخط (التقلبات السالبة)، ليصبح المجموع الكلي للتقلبات التي تتعلق بظروف المنشأة مساويا للصفر ليبقى خط السمة مقياسا للمخاطر المنتظمة، أي مقياسا للتقلب في عائد السهم الذي يحدث نتيجة للتقلب في عائد محفظة السوق.

3- **خط السمة والمعامل بيتا**[2]: هذا عن تحديد المخاطر المنتظمة أو معامل بيتا الذي يساوي ميل خط السمة، أي يساوي معامل الانحدار في المعادلة: م هـ= أ + ب م م و. ولكن هل هناك سبيل لتحديد معامل بيتا بالمنحنى؟ يمكن ذلك من خلال إيجاد التغير بين نقطتين من المحور الصادي (عائد السهم) وقسمته على التغير بين نقطتين مقابلتين على المحور السيني (عائد السوق) على النحو الذي توضحه المعادلة التالية:

$$\text{معامل بيتا} = \frac{\Delta هـ}{\Delta و}$$

حيث: $\Delta هـ$ تمثل التغير في عائد السهم، $\Delta و$ تمثل التغير في عائد السوق.

ومما يذكر أن معامل بيتا لعائد السوق يساوي الواحد الصحيح، تطبيقا للمعادلة $\text{بيتا} = \frac{\text{غ}(هـ،و)}{\delta^2 و}$

[1] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 260.
[2] - نفس المرجع، ص 260-262.

المعادلة تعني بيتا تساوي التغير بين عائد السهم وعائد السوق قسمة مربع الانحراف المعياري لعائد السوق). والتي يمكن إعادة صياغتها من المعادلة (A): معامل بيتا للسهم = $\frac{\delta_{م} \delta_{و} ط_{م،و}}{\delta^2_{و}} = \frac{\delta_{م} ط_{م،و}}{\delta_{و}}$

وعليه فإن بيتا للسوق (B) = $\frac{\delta_{و} \delta_{و} ط_{و،و}}{\delta^2_{و}} = \frac{\delta_{و} ط_{و،و}}{\delta_{و}}$

وذلك على أساس أنا استبدلنا الانحراف المعياري لعائد السهم $\delta_{م}$ في المعادلة (A) بالانحراف المعياري لعائد السوق بالمعادلة (B)، طالما أننا نحاول تقدير معامل بيتا السوق. ونتيجة لذلك فإن معامل الارتباط سيصبح (ط $_{و،و}$)، والذي يعني ارتباط عائد السوق مع ارتباط عائد السوق، أو بعبارة أخرى تعني القيمة (ط $_{و،و}$) معامل ارتباط عائد السوق مع نفسه، والذي لابد وأن يساوي الواحد الصحيح. وعلى ضوء هذه الحقيقة إذا كان معامل بيتا للسهم أكبر من معامل بيتا للسوق أي أكبر من الواحد، فإنه يطلق على السهم بأنه هجومي Aggressive Stock. أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من الواحد الصحيح، حينئذ يطلق على السهم بأنه دفاعي Defensive Stock. هذا وعادة ما يتراوح معامل بيتا للأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال بين 0.5 و 1.5. وعندما يكون معامل بيتا 1.2 مثلا، فإن هذا يعني أنه إذا ارتفع (انخفض) عائد السوق بنسبة 100% يرتفع (ينخفض) عائد السهم بنسبة 120%. وإذا ما كان معامل الارتباط بين عائد السوق وعائد السهم 0.70، فإن هذا يعني أن عائد السهم يتحرك مع عائد السوق بدرجة أكبر من سهم آخر معدل ارتباط عائده مع عائد السوق أقل من ذلك.

المطلب الرابع: تقييم أداء المحافظ المالية بقياس مخاطرها المالية

الفرع الأول: نموذج شارب Sharpes Model ونموذج ترينيور Tryno's Index

1- **نموذج شارب Sharpes Model:** قدم وليام شارب مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد The Reward to Variablity، وتوضح المعادلة التالية نموذج شارب[1]: $\frac{ع_{خ} - \overline{ع}}{\sigma_{ف}} = د_{ف}$ ، حيث تشير (د ف) إلى قيمة المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم، أما (ع ف) فتشير إلى متوسط عائد المحفظة، وتشير (ع خ) إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، أما ($\delta_{ف}$) فتشير إلى مخاطر المحفظة مقاسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

وغني عن الذكر أن البسط في المعادلة يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه علاوة الخطر. وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة (باستخدام الانحراف المعياري)

[1] - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 240.

والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار.

تجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة. كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط، أو سندات فقط، كذلك فإن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة، ويرى البعض أن المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنويع، وإذا ما توافر التنويع الجيد داخل المحفظة، فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر الخاصة Unsystematic Risk، ويتبقى فقط المخاطر العامة Systematic Risk والتي تقاس من خلال معامل بيتا B. Coefficient وليس الانحراف المعياري.

ومنه نستنتج أن صيغة معادلة شارب هي كالتالي: $S_P = \frac{E(R_p) - RF}{\sigma(RP)}$، حيث:

$E(Rp)$: عائد المحفظة المنتظر؛

RF : العائد الخالي من الخطر؛

$\sigma(Rp)$: الخطر الكلي للمحفظة المقاس بالانحراف المعياري.

إذن هذا النموذج يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة من خلال استخدام الانحراف المعياري. فنموذج شارب يحدد السعر المناسب لكل وحدة خطر في المحفظة محل التقييم.

2- **نموذج ترينيور Trynor's Index**: يتفق مقياس (ترينيور) مع مقياس (شارب) في كيفية قياس عائد المحفظة والذي يقوم على قياس العائد الإضافي للمحفظة، وهو العائد الذي يزيد عن العائد الخالي من المخاطر. في حين اختلف كل منهما في نظرته للمخاطر وكيفية قياسها، حيث يرى (ترينيور) أنه يتم قياس المخاطر العامة Risk Systematic فقط للمحفظة من خلال معامل بيتا B. Coefficient، في حين يرى شارب أنه ينبغي قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري Standard Deviation لعائد المحفظة. وتكمن فلسفة (ترينيور) في قياس مخاطر المحفظة من خلال المخاطر العامة أو المنتظمة فقط على أساس أن عملية تكوين وتشكيل المحافظ تقوم أساسا على فكرة التنويع Diversification ومن ثم إذا ما قام مدير المحفظة بعملية تنويع جيدة لاستثماراته وأوراقه المالية فمن شأن ذلك القضاء على المخاطر الخاصة بالمحفظة. وهو ما يعني في هذه الحالة أن المحفظة لن تنطوي سوى على المخاطر العامة أو المنتظمة فقط[1].

ووفقا لتلك الفلسفة التي بنى عليها (ترينيور) مدخله لتقييم أداء المحافظ فإن أداء المحفظة يتم حسابه وفقا للمعادلة: م ت = (ع ف – ع خ) / Bف

حيث تشير (Bف) إلى معامل بيتا للمحفظة. ولا يخفى على القارئ أن معامل بيتا للمحفظة يقيس حساسية عائد المحفظة للتغير في عائد محفظة السوق. فكلما زاد معامل بيتا للمحفظة كان ذلك انعكاسا لزيادة مخاطر المحفظة مما يؤثر سلبا على أداء المحفظة على فرض ثبات العوامل الأخرى.

---

[1]- حلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 331.

وبالتالي نستنتج أن نموذج ترينيور يتعامل فقط مع المخاطر المنتظمة فقط لأن حسب (ترينيور) المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، أي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع، بحيث مقياس ترينيور يساوي:

$Tp = \frac{E(Rp) - RF}{Bp}$، حيث أن Bp هي بيتا المحفظة.

الفرع الثاني: نموذج جنسن Jensen's Index ونموذج الأداء المعدل بالمخاطر (RAP)

1- نموذج جنسن Jensen's Performance Measure:

قدم (جنسن) نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف (بمعامل ألفا)، وتقوم فكرة النموذج على ايجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي. أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق، ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والتي يمكن أن يطلق عليها علاوة خطر السوق. وعلى ذلك يبدو نموذج جنس كما توضح ذلك المعادلة الآتية[1]: ألفا= (ع ف – ع خ) – B(ع س – ع خ)

حيث تشير (ع س) إلى متوسط عائد السوق، وتشير المعادلة إلى أن معامل ألفا، إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا، ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل ألفا صفرا فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

ومنه نستنتج أن فكرة نموذج جنسن تقوم على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد فالمقدار الأول يعبر عن " مقدار العائد الإضافي "، أما المقدار الثاني فيعبر عن " علاوة خطر السوق" ، ومعامل ألفا يشير إلى أن الأداء للمحفظة يكون جيد لو كان المعامل موجب، ويكون سيئاً لو كان المعامل سالباً. أما إذا كان ألفا صفراً فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث يتساوى عائد المحفظة مع عائد السوق، بحيث مقياس جنسن يساوي:

$\alpha_p = (E(Rp) - RF) - B_P(R_{mt} - R_{ft})$، حيث:

α_p: تقيس جزء (حصة) العائد الإضافي الناجم عن اختيارات المدير؛

B_p: هي التقدير التاريخي لبيتا والذي يفترض أن تبقى ثابتة خلال الفترة الزمنية المعينة؛

$R_{mt} - R_{ft}$: علاوة الخطر الحاصل على المحفظة السوقية.

2- نموذج الأداء المعدل بالمخاطر[2] RAP Index:

قدم مودجلياني هذا المؤشر في عام 1997 والذي يطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر Risk Adjusted Performance، ويتميز نموذج الأداء المعدل بالمخاطر بأنه يحول في الواقع الأداء المطلق الذي يقدمه أسلوب (شارب) إلى أداء معبرا عنه في صورة نقاط يستطيع المستثمر فهمه. وذلك كما توضح المعادلة: م ب = ($\delta_س/\delta_ف$) (ع ف – ع خ) + ع خ.

في الواقع يعكس المقدار الأول من معادلة RAP العلاقة النسبية بين مخاطر محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم، بينما يشير المقدار الثاني من نفس المعادلة إلى مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم عن العائد الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه. لو قام باستثمار أمواله في سندات حكومية خالية من المخاطر. أما حاصل

---

[1] – محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 246-247.

[2] – جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 325-326.

ضرب المقدار الأول في الثاني في معادلة RAP فإنما يشير إلى حقيقة تحويل المخاطر النسبية للمحفظة محل التقييم إلى عائد يجب أن يحصل عليه المستثمر نظير هذا القدر من المخاطر. أما الجديد فيما قدمه مؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطر إلى أداء المحفظة، وهذا ينبع من بديهة أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد على أسوأ الافتراضات إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطر في أوراق مالية حكومية، وتشير الدراسات التجريبية في هذا الصدد إلى أن الترتيب والتقييم الذي يقدمه RAP لا يختلف عن الذي يقدمه مؤشر (شارب).

الفرع الثالث: نموذج فاما[1] Fama's Component Investment Performance Measure

قدم (فاما) نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر ويقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع Ex-ant Market Line، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة. ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة:

ع ف ن= ع خ + [(ع س − ع خ)/δس] [(تغاير ع ف ن − ع س)/δس]

حيث تشير (ع ف ن) إلى العائد المتوقع للمحفظة (ن)، أما (ع خ) فتشير إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، (ع س) تمثل العائد المتوقع على محفظة السوق،(δس) تشير إلى الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق، وطبقا لهذه المعادلة فإن العائد المتوقع على المحفظة (ن) يعادل معدل العائد على الاستثمارات الخالية من الخطر مضافا إليها بدل الخطر والمتمثل في المقدار[(ع س − ع خ)/δس]، والذي يطلق عليه أيضا تسعير السوق لوحدة المخـــاطر Market Price Per Unit of Risk مضروبا في مخاطر الأصل أو المحفظة، والذي يتم قياسه بالمقدار:

[تغاير(ع ف ن − ع س)/δ س].

وجدير بالذكر أن معادلة مخاطر السوق المتوقع تقوم على فرضية الأسواق الكاملة Perfect Markets، والتي ينعكس فيها آثار جميع المعلومات المتاحة. والحقيقة أن استخدام نموذج (فاما) للحكم على أداء محفظة الأوراق المالية. يمكن تجزئته إلى ثلاثة مكونات أساسية هي:

- تقييم الانتقائية Evaluating Selectivity.
- تقييم التنويع Evaluating Diversification.
- تقييم الخطر Evaluating Risk.

وسوف نتناول هذه المكونات الأساسية بشيء من التفصيل في الجزء التالي:

1- **تقييم الانتقائية Evaluating Selectivity:** وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية، وذلك العائد هو الفرق بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق وعلى ذلك فإن: عائد الانتقائية = (ع ف − ع خ س)، وفي الواقع فإن عائد الانتقائية وفقا لهذه المعادلة هو جزء من مكونات عائد الأداء

[1]- محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 247-253 بتصرف.

الكلي لمحفظة الأوراق المالية. حيث يتم قياس الأداء الكلي للمحفظة من خلال المعادلة التالية:

ع ف = ع خ + [(ع س − ع خ)/δس]ك ن.

2- **تقييم التنويع Evaluating Diversification:** عرضنا فيما سبق أن الاختلاف بين مقياس (شارب) ومقياس (ترينور) يتمثل في قياس المخاطر، فبينما (شارب) يعتمد على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر المحفظة. يعتمد (ترينور) على معامل بيتا كمقياس للمخاطر المحفظة حيث يعتقد (ترينور) في ضرورة أن تكون المحفظة منوعة بشكل جيد ومن ثم لا تنطوي على مخاطر خاصة. وعلى ذلك يمكن القول أنه إذا كانت محفظة ما منوعة تنويعا جيدا فإن المخاطر الكلية للمحفظة في هذه الحالة تعادل المخاطر العامة. ومن ثم فإن كل من المقياسين (شارب وترينور) سوف يصلان إلى نفس النتائج. إن عائد الانتقائية هو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنويع، حيث أن عائد الانتقائية يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد هما:

- العائد الناجم من الانتقائية Net Setectivity.
- العائد الناجم عن التنويع Diveritication.

أي أن: عائد الانتقائية = صافي عائد الانتقائية + عائد التنويع.

3- **تقييم الخطر Evaluating Risk:** من الممكن تقييم خطر المحفظة، إذا فرض أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في محفظة أوراقه المالية، وفي ظل هذا الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضا عن مستوى الخطر (وهو العائد الكلي الذي يزيد عن العائد الخالي من الخطر) يمكن قياسه كالآتي:

الخطر = خطر مدير + خطر مستثمر.

الفرع الرابع: نموذج تسعير الأصول الرأس مالية Capital Asset Pricing Model-CAPM

نموذج تقييم الأصول المالية CAPM كان قد أعد في عام 1964م بواسطة W.F.Sharpe، وما هو سوى استكمال للأعمال التي بدأها سابقا H. Markowitz[1]، ويعتمد هذا النموذج على فكرة العقلانية بين العائد والمخاطرة. نموذج تسعير الأصل الرأسمالي هو نموذج يتعلق بالعائد المتوقع على أصل استنادا إلى مستواه من المخاطر المنتظمة المرتبطة بالسوق. يعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطرة (المخاطر العامة فقط للورقة المالية بافتراض المخاطر الخاصة يتم التخلص منها تماما عن طريق التنويع للمحفظة الاستثمارية) ويعتبر من أفضل النماذج التي توضح العلاقة التوازنية بين العائد المطلوب على الأصول والخطر.

إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية والتي تقاس بمعامل بيتا، ويقصد بمخاطر السوق تلك المخاطر التي تترك أثارها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة اقتصادية وسياسية واجتماعية وغيرها. حيث تصيب الاقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها من خلال التنويع في محفظة الأوراق المالية، ويقوم هذا النموذج على تحديد معدل العائد المتوقع والمطلوب من قبل المستثمرين في الأوراق المالية[2].

---

[1] - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، لبنان، الطبعة الأولى، 2003، ص 224.

[2] - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص 12.

يشمل نموذج CAPM على نوعين من العلاقات وهي: خط سوق رأس المال The Capital Market Line CML، والذي يوضح العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع لمحفظة الأوراق المالية والخطر الكلي (منتظم وغير منتظم). خط سوق الأوراق الماليـــة The Security Market Line Sml، والذي يوضح العلاقة بين العائد المتوقع للسهم الواحد والخطر المنتظم (خطر السوق).

علاقة النموذج كالتالي[1]:

$E(R_i) = R_f + B_i(E(R_m) - R_f)$ ، حيث:

$E(R_i)$: العائد المتوقع على الأصل؛

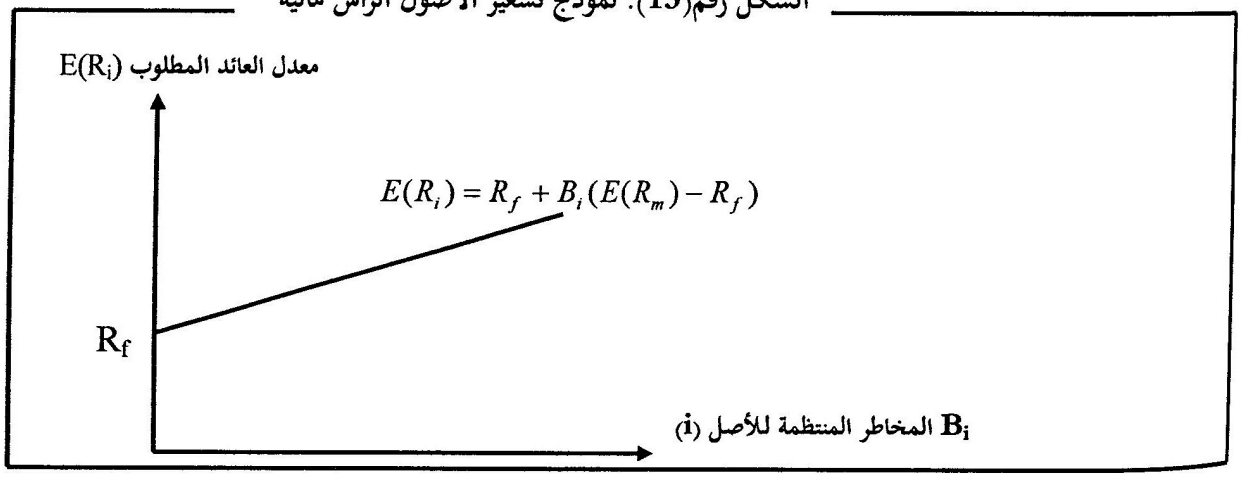
R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة، ويقاس بالعائد على السندات الحكومية؛

B_i : معامل بيتا الورقة المالية، وهي مقياس للمخاطرة السوقية (المنتظمة، العامة)؛

$E(R_m)$: العائد المتوقع على محفظة سوق الأوراق المالية.

إذن من العلاقة السابقة نستنتج أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على الموجودات المالية يتكون من العائد الخالي من المخاطرة R_f وعلاوة مخاطرة الورقة المالية السوقية $B_i(E(R_m) - R_f)$ وهي تمثل سعر المخاطرة التي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبوله الاستثمار، كما يتضح أن عائد السوق هو المتغير الوحيد الذي يؤثر على عائد السهم.

الشكل رقم(13): نموذج تسعير الأصول الرأس مالية



المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من مرجع، محمد صاح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص195.

[1] - http://www.abcbourse.com/apprendre/19_capm.html .تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/07/18.بتصرف

الفرع الخامس: القيمة المعرضة للخطر Value at Risk (VaR)

1- **لمحة تاريخية**[1]: القيمة المعرضة للخطر (VaR) هي وسيلة لتقييم مخاطر السوق، وقد نشأ هذا المفهوم في صناعة التأمين. حيث تم تطبيق هذه التقنية في وقت متأخر وبالضبط سنة 1980 في الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل بنك بانكرز ترست (Bankers Trust)، ثم أصبحت العملية أكثر شعبية بواسطة بنك الاستثمار جيه بي مورغـــــــان (JP Morgan) في عـــــام 1994 بفضل نظامه المعروف"مقاييس الخطر TM" (Riskmetrics TM) ويستخدم هذا الأسلوب على نطاق واسع من قبل جميع البنوك الكبرى تقريبا.

وظهر مؤشر القيمة المعرضة للخطر بمفهومه الحالي نتيجة زيادة التقلبات في الأسواق المالية، وتطور المنتجات المشتقة، وخاصة بعد سلسلة من حالات الإفلاس والانهيارات في أسواق الأوراق المالية والمؤسسات المالية، الأمر الذي دفع إلى التفكير في إنشاء مؤشر مشترك ومركب للمخاطر المالية، والذي ظهر في أفريل من سنة 1995 نتيجة اتفاقات بازل 2 (Bâle II) وحقق انتشارا كبيرا، وتم قبوله بسرعة كبيرة من طرف الهيئات المالية كمعيار لتقييم المخاطر المالية، خاصة البنوك المركزية التي تستعمل القيمة المعرضة للخطر من أجل تحديد مستوى الأموال الخاصة التي يجب على المؤسسات المالية حيازتها من أجل المراكز الخطرة (المراكز الدائنة).

2- **تعريف:**

يرى Yamada أن القيمة المعرضة للخطر هي[2]:" الانخفاض في قيمة الاستثمار خلال بعد زمني محدد باحتمالية مقدرة نتيجة التغيرات في أسعار ومعدلات السوق المؤثرة بشكل مباشر في عائد الاستثمار ".

ويرى Rachev and Khindanova أن القيمـــة المعرضة للمخاطر هي[3]:" مجموعة تقنيات تبين أن الخسارة ممكن أن تحدث في أية مدة من الزمن، وتحت أي مستوى من مستويات الثقة طبقا لمخاطر السوق ولمنشآت مالية وغير مالية، وهذا ما جعلها أداة مستقرة تساعد في السيطرة على المخاطر، وبأنها جزء مكمل للمنهجية التي تشير إلى توزيع العوائد بين الاستخدامات المختلفة ".

كما تعرف بأنها[4]:" تمثل الحد الأقصى للخسارة المحتملة لمستثمر في قيمة أصل ما أو مجموعة أصول مالية (محفظة)، والتي ينبغي أن تتحقق مع وجود احتمال معين على مدى أفق محدد .أي أنه بعبارة أخرى، أسوأ الخسائر المتوقعة على مدى فترة زمنية معينة من أجل مستوى معين من الثقة، ويمكن اعتبار القيمة المعرضة للخطر بوصفها نسبة مئوية من توزيع الأرباح والخسائر المرتبطة بملكية أحد الأصول أو مجموعة من الأصول(محفظة من الأصول) خلال فترة معينة ".

---

[1]- ربيع بوصبيع العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية (تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011) مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011، ص 79-80.

[2]- Yamada, Yuji, Value-at-Risk Estimation for Dynamic Hedging, International Journal of Theoretical and Applied Finance Vol.5,No.4, 2001, P .4.

[3]- Rachev.S, E. Schwartz, and Khindanova. I, Stable Modeling of Market and Credit Value at Risk, Working Paper, 2002, P .3.

[4] - http://www.abcbourse.com/apprendre/19_value_at_risk.html تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2014/07/18

وخلاصة للمفاهيم السابقة يمكن القول أنه لو كانت المدة الزمنية يوما واحدا وباحتمالية 1% فإن الـ (VaR) هي تقدير لانخفاض في قيمة الاستثمار التي يمكن أن تصل باحتمالية 1% خلال يوم التداول التالي، بعبارة أخرى إذا كانت هذه النماذج بدقة تصل إلى 99% فإن الخسارة يمكن أن تتشكل بأقل من 1% من الزمن[1].

تأخذ هذه الوسيلة بعين الاعتبار(الخسائر الدنيا التي لا يجب تجاوزها) في ظل مستوى معين من المخاطر، وأفق زمني معطى، حيث تهتم بالإجابة عن السؤال الآتي: إننا واثقون بنسبة X% بأننا سوف لن نخسر أكثر من Y أورو خلال n الأيام المقبلة، حيث تمثل Y القيمة المعرضة للخطر (VaR) بنسبة X% (مستوى الثقة) خلال أفق زمني مقداره n يوما، حيث أنه في إطار تقييم الأموال الخاصة اللازمة لتغطية المخاطر، فإن المنظمون يستعملون عموما القيم التالية: (n=10 و X=99%) وهذا يعني بأن تطور الخسائر المتوقعة خلال مدة 10 أيام بنسبة احتمال 1% لا يجب أن تتجاوز القيمة المعرضة للخطر المحسوبة[2].

وعلى سبيل المثال إذا قلنا أن القيمة المعرضة للخطر لمحفظة هي 25 مليون أورو خلال يوم، مع احتمالية تقدر ب 5%. هذا يعني أننا نعتقد أن هناك فرصة 5% بحيث القيمة السوقية للمحفظة تنخفض بأكثر من 25 مليون أورو بين اليوم وغدا[3].

3- نماذج القيمة المعرضة للخطر والمفهوم التقني لها:

أ- النماذج: يمكن تصنيف نماذج (VaR) إلى ثلاث مناهج هي:

- المنهج المعلمي Parametric Framework: الذي يشمل نموذجين هما: التباين/التباين المشترك Variance/Covariance Model، ونموذج التقريب التربيعي Quadratic Approximations Model.
- المنهج غير المعلمي (المحاكاتي) Non-Parametric Framwork: وهو الذي يشتق عبر تطبيق خطوات المحاكات، الذي يشتمل على نموذجين هما: نموذج المحاكات التاريخية Historical Simulation Model ونموذج محاكاة مونتي كارلو Monte Carlo Simulation.
- منهج الشبكات العصبية الاصطناعية Artificial Neural Networks ANN.

ب- الصيغة الرياضية لمفهوم (VaR): إن الصيغة الرياضية لـ (VaR) تعتمد على وجهة نظر المستثمر بقوله "نحن نؤكد بنسبة (C%) أننا لن نخسر أكثر من (D) دولار في (N) من الأيام القادمة" إذ يعد المتغير (D) عنصر القيمة المعرضة للمخاطر الذي يعد دالة لمعلمتين هما: المدة الزمنية للأفق (N) ومستوى الثقة (C).

إن تقدير القيمة المعرضة للخطر ما هو إلا تقدير للخسارة المتوقعة في القيمة السوقية للأداة المالية ضمن بعد زمني محدد (N)، وقد يتجاوز السقف الزمني في بعض الأحيان ولاسيما في فترة الأزمات المالية ضمن احتمالية 99%، مما يشير إلى أن الـ (VaR) هي 1% من القيمة الحرجة لاحتمالية توزيع عوائد الاستثمار.

---

[1]- حسن صبحي حسن، تقدير القيمة المعرضة للمخاطر لأسواق الأوراق المالية العربية باستخدام الشبكات العصبية الاصطناعية، مقال منشور في مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل العراق، عدد30، 2008، ص 123.

[2] - John Hull, Options, Futures et Autres Actifs Dérives, 6ème Edition, Pearson Education, France, 2007, P.459.

[3]- Raoul Fokou, Mesure du Risque de Marché d'un Portefeuille de Type Actions (Value-At-Risk, Value-At-Risk Conditionnelle), Euro-Institut D'actuariat Jean Dieudonne – EURIA, Université de Bretagne Occidentale, 2006, P.11.

وفي ضوء ما أشرنا إليه يمكن تعريف الـ (VaR) رياضيا أنها الحد الأعلى لمدة الثقة وكما يأتي[1]:

$pr[\Delta p(N)\langle -VaR] = 1 - C$ ..... (1)، إذ إن:

C: تمثل مستوى الثقة؛

$\Delta p(N) = \Delta p_t(N)$: تمثل التغير في قيمة نشاط الاستثمار $(P \& L)$ والمرتبطة بالأفق الزمني (N)؛

$\Delta P_t(N) = p(t+N) - P_t.P(t+N)$: تمثل اللوغاريتم الطبيعي لنشاط الاستثمار في الزمن t+N؛

P_t: تمثل اللوغاريتم الطبيعي لنشاط الاستثمار في الزمن (t).

وفي ضوء هذا المفهوم فإن دالة الاحتمالية الشرطية Conditional Probability Function (cpf) تشتق من دالة التمييز الشرطي Conditional Characteristics Function (ccf)، وبعد الوصول إلى دالة الاحتمالية الشرطية يمكن التوصل وبشكل مباشر إلى تقدير (VaR)، والمعادلة (1) ما هي إلا تفسير للقيمة المعرضة للمخاطر التي تم استنتاجها مباشرة من خلال التوزيع الاحتمالي للربح والخسارة (P&L)، وكما يأتي:

$VaR = \Pr[\Delta p(N)\langle -VaR] = F[\Delta P(-VaR)] = \int_{-\infty}^{-VaR} \int (\Delta P(x))dx = 1 - c$ ..... (2)، إذن:

$F[\Delta P(.)]$: دالة التوزيع التجميعي (التراكمي) التي يرمز لها بالرمز (cdf) الـ Cumulative Distribution Function؛

$\Delta P, and \int (\Delta P(.))$: تمثل دالة الكثافة الاحتمالية التي يرمز لها بالرمز (pdf) الـ Probability Density Function.

---

[1]- حسن صبحي حسن، مرجع سابق، ص 125، نقلا عن:

. Studer. A, ETHZ, Value at Risk and Maximum Loss Optimization, Technical Report, Working Paper, 1995. P .6-12.

خلاصة الفصل الثالث

وفي الأخير وبناء على ما تم عرضه يمكن القول أن إدارة المخاطر المالية يترتب عليها تخفيض مستوى المخاطر المالية التي يحتمل أن تحدث، ويأتي في مقدمة هذه المخاطر مخاطر السوق ومخاطر تغير سعر الفائدة، مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، مخاطر التشغيل والمخاطر القانونية...الخ. وعندما تتمكن إدارة المخاطر المالية من وضع آليات للتعامل مع تلك المخاطر، سوف تجد الوقت الكافي للتعامل مع المخاطر التي ترتبط بعملياتها، وعدم قدرة المؤسسة على إدارة المخاطر المالية قد يأخذ بها إلى طريق الإفلاس.

و هناك أدوات عديدة للتعامل مع هذه المخاطر وإدارتها كالتغطية والتحوط ضد المخاطر المالية. كما يمكن استعمال كل من منتجات الهندسة المالية لإدارة المخاطر المالية كالمشتقات المالية (الخيارات المالية مثلا). أيضا للتنويع والتوريق دور هام في إدارة المخاطر المالية.

ولإدارة الخطر في المؤسسة الاقتصادية أهداف نذكر منها:

- حماية المؤسسات من مختلف الخسائر ومواجهة حالات عدم التأكد؛
- الحد من آثار تحقق الأخطار، وهذا بوضع سياسة مثلى تهدف إلى مواجهة الخسائر المتوقعة أو الحد منها بأقل تكلفة ممكنة، وفي حدود إمكانيات المؤسسة؛
- تسمح عملية إدارة الخطر للمؤسسة بالتعرف على الأخطار التي قد تتعرض لها بحكم نشاطها، وكذا ضمان بقاء المؤسسة حتى بعد وقوع أو تحقق الخطر عن طريق التقليل من حجم الخسائر الناتجة عن ذلك، من خلال إتباع المؤسسة تقنيات فعالة لإدارة الخطر؛
- تبين إدارة الخطر أنواع التأمين الأكثر إنتاجا في المؤسسة، والخطرة منها والأكثر مردودية، مما يؤدي إلى التخفيض من عامل عدم التأكد، والتقليل من العوامل والموارد المتعرضة للخطر؛
- تسمح إدارة الخطر بتسيير أفضل للأعمال، وتحقيق أفضل النتائج والأهداف بتفادي المفاجآت والحالات الغير متوقعة، واتخاذ تدابير التخفيف واستغلال الفرص عن طريق تحسين توزيع الموارد والأخطار بين مختلف الأطراف بما في ذلك مؤسسات التأمين ومؤسسات إعادة التأمين.

وعليه، ومما تقدم ذكره نجد أن المؤسسة يجدر بها لإدارة المخاطرة المالية أن تقوم بما يلي:

- استحداث قسم ادارة المخاطرة في الهيكل التنظيمي للمؤسسة.
- بناء استراتيجية لإدارة المخاطر، ووضع خطة تنبثق منها تحدد مجموعة الطرق التي ستستعمل لمعالجة كل خطر.
- العمل على التطبيق الناجح للخطة الاستراتيجية، واتباع كل الطرائق المخططة لتقليل تأثير الأخطار.
- مراجعة وتقييم الخطة الاستراتيجية تعتبر عملية مستمرة، ويمكن أن تبدأ في أي مرحلة من مراحل هذه الخطة ويمكن أن يستمر تحليل وإدارة المخاطر إلى أن تصبح تكاليف استخدامها أكثر من فائدتها المحتملة للمؤسسة.

- ضرورة إرساء نظام اتصال فعَّال بين إدارة المخاطر والإدارات الوظيفية المختلفة في المؤسسة، يضمن تبادل المعلومات، وإيصال مقترحات وانشغالات الموارد البشرية المتعلقة بأي خطر في كلِّ مستويات المؤسسة.

إن اللجوء إلى البورصة والاستثمار في الأوراق المالية بأنواعها (أسهم، سندات، مشتقات...) يصاحبه العديد من المخاطر. فمنها ما قد ينجم عن مخاطر التضخم وسعر الفائدة أو سعر الورقة المالية، مخاطر إدارية وأخرى سياسية...الخ، فصعوبة تحديد معدلات العائد المرتبطة بهذا الاستثمار تطلب من المستثمرين الدراية الجيدة بالأسواق المالية عن طريق قياس المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية أو المحفظة المالية.

قياس المخاطر المالية عن طريق أدوات القياس المختلفة للمخاطر المالية (التباين والانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل التغاير، معامل الارتباط، معامل بيتا ...الخ)، وتقييم أداء المحافظ المالية عن طريق (نماذج كل من شارب، جنسن، فاما، نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM، ونموذج القيمة المعرضة للخطر VaR) عملية ضرورية لكل المنظمات وبمختلف أنواعها، نظرا لدورها في دعم القرار الإداري في المنظمة. وذلك بسبب دور التقييم في تحديد ثقل وقوة الأخطار عن طريق المعايير التي تحددها وطرق المفاضلة بينها. ومنه نستطيع القول أن هذه العمليات سوف تضمن للمنظمة اتخاذ القرارات المناسبة وفي الوقت المناسب. وبالتالي تضمن لها تحقيق أهدافها (الربح وتعظيم قيمة المؤسسة، الاستمرار والبقاء...الخ).

الفصل: الرابع

الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين سوقين ماليين

مقدمة:

إن أحد إبداعات الهندسة المالية والمتمثل في ابتكار المشتقات المالية (أدوات استثمارية مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات) كان وليد حاجة وضرورة لتقديم خدمة التغطية ضد المخاطر المالية، فمنها: مخاطر السوق، مخاطر الائتمان والسيولة، مخاطر التشغيل، مخاطر التغيرات السعرية، المخاطر القانونية....الخ، إلى جانب أن المشتقات المالية تتيح فرص استثمارات جديدة، كما أن لها دور مهم في زيادة حجم ونشاط وكفاءة سوق الأوراق المالية وتفعيل وظيفته.

نتناول في هذا الفصل أثر دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية على كل من المخاطر المالية وبالتحديد المخاطر المنتظمة التي لا يمكن التحكم فيها، عكس المخاطر غير المنتظمة التي يمكن التحكم فيها عن طريق التنويع، كما نعالج أيضا أثر دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية على كفاءة هذا السوق.

لقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث، نتطرق في أولها إلى الحديث عن الإطار العام لدراسة الحالة (المنهجية وأدوات الدراسة، النموذج المستخدم،...ونبذة عن أسواق الأوراق المالية للبلدان محل الدراسة: تركيا الكويت، الأردن، قطر، عمان، البحرين، الإمارات)، أما المبحث الثاني فنتناول فيه دراسة مقارنة في سوق الأوراق المالية التركي، بحيث تم تقسيم سوق الأوراق المالية التركي إلى فترة قبل دخول المشتقات المالية وفترة بعد دخول المشتقات المالية، وبالتالي مقارنة التغير الحادث في المخاطر المالية المنتظمة خلال هذين الفترتين. المبحث الثالث خص لإجراء مقارنة بين سوق الأوراق المالية الكويتي (فترة دخول المشتقات المالية) مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة، والتي تنعدم فيها المشتقات المالية، وبالتالي معرفة التغير الحاصل في المخاطر المالية المنتظمة بين هذه الأسواق. وأخيرا المبحث الرابع الذي نعالج فيه قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي والكويتي قبل وبعد دخول المشتقات المالية.

المبحث الأول: الإطار العام لدراسة الحالة

نتناول في هذا المبحث منهجية وأدوات الدراسة، النموذج المستخدم، مجتمع الدراسة.

المطلب الأول: منهجية وأدوات الدراسة:

نحاول في هذه الدراسة بالتحليل بيان درجة تأثير دخول منتجات الهندسة المالية – المشتقات المالية- في سوق الأوراق المالية على المخاطر المالية، أي هل دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية يقلل من المخاطر المالية أم يزيد منها؟ وهل دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية يؤثر على كفاءة هذه السوق؟ وذلك باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأس المالية (CAPM*) لقياس المخاطر المالية المنتظمة، والتي هي عبارة عن خطر خاص بالبورصة ككل وتتأثر به كل الأوراق المالية المتداولة في فترة ما ويطلق عليه الخطر المنتظم (systematic risk)، ولا يمكن إزالته لأنه مرتبط بظروف اقتصادية وسياسية معينة، كما استخدمنا نموذج الشبكات العصبية الاصطناعية لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية. وتم الاستعانة بكل من البرنامج التالية: (EVIEWS, MATLAB, SPSS)، ولقد وقع اختيارنا على أسواق الأوراق المالية التالية: تركيا، الكويت، عمان (الأردن)، قطر، مسقط (سلطنة عمان) البحرين والإمارات. حيث تم استهداف مؤشرات هذه الأسواق المالية خلال فترة قبل دخول المشتقات المالية وبعد دخولها وذلك بالنسبة للأسواق التي تتداول فيها المشتقات المالية، أما أسواق الأوراق المالية التي لا تتداول فيها المشتقات المالية فتم مقارنتها مع أسواق الأوراق المالية التي تتداول فيها المشتقات المالية، وتم قياس المخاطر المالية لهذه الأسواق خلال نفس الفترة. أيضا قمنا بدراسة إمكانية التنبؤ بمؤشرات هذه الأسواق المالية، كما استعملنا أيضا عوائد سندات الخزينة الأمريكية كونها تمثل أصلا خاليا من المخاطر.

الفرع الأول: منهج الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، والذي يمكن تعريفه بأنه أسلوب من أساليب التحليل المرتكز على معلومات كافية ودقيقة عن ظاهرة أو موضوع محدد، ومن خلال فترة أو فترات زمنية معلومة وذلك من أجل الحصول على نتائج عملية ثم تفسيرها بموضوعية. بحيث قمنا بجمع البيانات والمعلومات المتعلقة بمؤشرات أسواق الأوراق المالية المدروسة بهدف الوصول إلى بعض النتائج ومحاولة تعميمها، كما تم الاستعانة ببعض الأساليب الرياضية والنماذج الإحصائية.

* - CAPM: Capital Asset Pricing Model

الفرع الثاني: مصدر ووسائل جمع ومعالجة المعلومات

تمثلت المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة، في مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترات التالية:

الجدول رقم(12): تواريخ بيانات الدراسة بالنسبة لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة

سوق الأوراق المالية	الفترة
بورصة تركيا (اسطنبول)	من شهر ماي 1994 إلى غاية شهر جانفي 2015
بورصة الكويت (شهري)	من شهر مارس 2005 إلى غاية شهر جانفي 2015
بورصة الكويت (يومي)	من يوم 17 جوان 2001 الى غاية يوم 03 فيفري 2015
بورصة عمان (الأردن)	من شهر مارس 2005 إلى غاية شهر جانفي 2015
بورصة قطر	من شهر مارس 2005 إلى غاية شهر جانفي 2015
بورصة مسقط (سلطنة عمان)	من شهر مارس 2005 إلى غاية شهر جانفي 2015
بورصة البحرين	من شهر مارس 2005 إلى غاية شهر جانفي 2015
بورصة الإمارات	من شهر مارس 2005 إلى غاية شهر جانفي 2015
سندات الخزينة الأمريكية	من شهر ماي 1994 إلى غاية شهر جانفي 2015

المصدر: من إعداد الباحث.

فيما يخص المؤشرات فهي تنقسم إلى أربعة أنواع: مؤشرات تخص السوق ككل رمزها بـ IMI، مؤشرات تخص قطاع المؤسسات الكبيرة نرمزلها بـ Large، مؤشرات تخص قطاع المؤسسات المتوسطة الحجم نرمز لها بالرمز Mid وأخيرا مؤشرات تخص قطاع المؤسسات الصغيرة الحجم ونرمز لها بالرمز Small. أما عوائد سندات الخزينة الأمريكية الخالية من المخاطر فرمزها USTB، حيث اخترنا في دراستنا هذه قطاعات، أي كل قطاع يمثل محفظة مالية* مكونة من الأوراق المالية الخاصة بكل قطاع. بدلا من مؤسسة واحدة – ورقة مالية واحدة- وهذا لإزالة أو التقليل من أثر المخاطر غير المنتظمة المتعلقة بالشركات والتي يمكن القضاء عليها بالتنويع (القطاع يضم العديد من المؤسسات) وبالتالي يتبقى لنا سوى معامل β – لقياس المخاطر المالية المنتظمة، أي مخاطر السوق التي تتعرض لها كافة الأوراق المالية والتي لا يمكن التحكم فيها- في نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM، ومع العلم أن المتغير المستقل في هذه الدراسة هو مؤشر السوق ككل، أما المتغيرات التابعة فهي مؤشرات قطاعات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة.

وللحصول على معلومات الدراسة، تم الاعتماد على مواقع الإنترنيت المتمثلة في الخصوص: مواقع الإنترنيت الرسمية الخاصة بأسواق الأوراق المالية السابقة الذكر، موقع yahoo finance، حيث تحصلنا منه على عوائد سندات

---

* - المحفظة المالية: هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقتين لتحقيق بعض الأهداف والغايات، تختلف المحافظ من حيث نوع أصولها، قد تكون أصولا حقيقية (المعادن الثمينة، العقارات، العملات...)، وقد تكون أصولها مالية كالأسهم والسندات تتباين وتختلف كل منها من حيث القيمة، تاريخ الاستحقاق، معدل العائد، درجة المخاطر...الخ.

خزينة الولايات المتحدة الأمريكية، وموقع MSCI*، حيث تحصلنا منه على مؤشرات قطاعات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة.

كما تم استخدام برنامج SPSS.20، وبرنامج EVIEWS.8 وكذلك برنامج MATLAB.2011a للحصول على نتائج دقيقة وصحيحة.

المطلب الثاني: النموذج و المتغيرات المستخدمة في الدراسة

الفرع الأول: نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM

1- **الصيغة الرياضية للنموذج:** لقد سبق وأن تحدثنا عن نموذج CAPM في الفصل السابق، ولكن للتذكير فالنموذج المستخدم في دراستنا هو على النحو الآتي:

$$R_s - R_f = c + \beta (R_m - R_f) + \varepsilon$$

R_s: يمثل عائد المحفظة المالية (القطاع)؛

R_f: يمثل معدل العائد دون مخاطرة (تم أخذ عائد سندات خزينة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية)؛

R_m: يمثل عائد سوق الأوراق المالية ككل؛

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

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

β: معامل لقياس المخاطر المنتظمة.

2- **فرضيات النموذج:**

كأي نموذج آخر، فإن نموذج CAPM مبني على الفرضيات الآتية:

- أغلبية المستثمرين يتجنبون المخاطرة؛
- المقبلون على المخاطرة يتوقعون ربحًا في المقابل؛
- المستثمرون ليس أمامهم سوى قبول الأسعار المطروحة وأنهم لا يستطيعون التأثير على سعر الأصول في السوق؛
- لا توجد ضرائب أو تكاليف متعلقة بالعمليات المالية؛
- الأصول والأوراق المالية مقسمة إلى مجموعات صغيرة، أي أنه بإمكان أي مستثمر شراء أو بيع أية كمية من الأسهم؛
- عدم وجود قيود على المستثمرين في تعاملاتهم إن كانت بالاقتراض أو الإقراض بسعر الفائدة دون مخاطرة؛
-

* - MSCI: هي شركة متخصصة في مجال دعم القرارات الاستثمارية والخدمات المالية، تقدم مجموعة واسعة من الخدمات نذكر منها (التحليلات، المؤشرات، مخاطر المحفظة، البيانات البحوث...الخ)، وذلك عن طريق نشرها في موقعها الرسمي، تأسست هذه الشركة سنة 1969، مقرها نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية، بلغ عدد عمالها سنة 2010 ما يعادل 2700 عامل، كما بلغ رأس مالها خلال نفس السنة 661 مليون دولار أمريكي.

- البورصة تتميز بالمنافسة والشفافية التامتين.

الفرع الثاني: المعامل (β)

يُعرف معامل β بأنه يمثل مدى تأثر مردودية المحفظة المالية لقطاع معين بمردودية السوق ككل. ولكل قطاع وشركة مقيدة في السوق معامل β خاص بها. كما يمكن اعتباره كالمخاطرة التي يتعرض لها قطاع أو شركة بالمقارنة بالمخاطرة داخل السوق بشكل عام. فإذا كان لقطاع ما معامل بيتا يقدر بـ 2، فذلك معناه أن هذا القطاع يتعرض للمخاطرة بمعدل يساوي ضعفي معدل أو نسبة المخاطرة في السوق كله، أي أنه إذا ارتفع مؤشر السوق بـ 3 % على سبيل المثال، فإن مردودية السهم سوف ترتفع بـ 6%، وتأخذ β القيم التالية:

- إذا كان بيتا يساوي الواحد الصحيح فإن عائد المحفظة المالية سوف يتقلب صعودا ونزولا وفقا لتقلب عوائد السوق، أما إذا كان أكبر من الواحد الصحيح فعائد المحفظة المالية يكون أكثر تقلبا من عائد السوق، أما لو كان أقل من الواحد فسيكون أقل تقلبا مقارنة بعائد السوق وبالتالي يكون له مخاطر ضعيفة. ومنه نستنتج أنه:
- أن معامل بيتا عبارة عن رقم فإذا كان (β<1): إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق، فعليه المحفظة متدنية مستوى الخطورة والعائد)؛
- وإن كان (β>1): إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل)؛
- ولما يكون (β=1): إذن مخاطر المحفظة مساوية لمخاطر السوق (أي أن المحفظة تسير وفقا لتذبذب المؤشر العام للسوق من حيث العوائد والمخاطر)؛
- أما في حالة (β=0): هذا يعني أن مخاطر المحفظة غير مرتبطة بمخاطر السوق؛
- ولو أن (β=-1): أي مخاطر المحفظة مساوية لمخاطر السوق، ولكن اتجاه تحرك عوائد المحفظة معاكس لاتجاه تحرك عوائد السوق.

ولحساب المعامل β لا بد من توفر المعطيات الآتية:

- سلسلة زمنية خاصة بمعدل العائد بالنسبة لمحفظة مالية (قطاع)؛
- سلسلة زمنية خاصة بمعدل العائد الخالي من المخاطر(سندات الخزينة الأمريكية)؛
- سلسلة زمنية خاصة بمعدل العائد الخاص بالسوق المالية المعنية ككل.

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

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

R_t: عائد محفظة القطاع خلال الشهر t.

P_t: سعر إغلاق مؤشر القطاع في الشهر t.

P_{t-1}: سعر إغلاق مؤشر القطاع في الشهر (t-1).

الفرع الثالث: الشبكات العصبية الاصطناعية (Artificial Neural Networks (ANN))

الشبكات العصبية هي نظام مصمم لمحاكاة الطريقة التي يؤدي بها العمق البشري مهمة معينة، وهي عبارة عن معالج ضخم موزع على التوازي، ومكون من وحدات معالجة بسيطة، هذه الوحدات ما هي إلا عناصر حسابية تسمى عصبونات أو عقد لها خاصية عصبونية، حيث تقوم بتخزين المعرفة العملية والمعلومات التجريبية لتجعلها متاحة للمستخدم وذلك عن طريق ضبط الأوزان[1].

وبالتالي يمكن القول أن الشبكات العصبية هي نظام لمعالجة البيانات بشكل يحاكي ويشابه الشبكات العصبية الطبيعية (البيولوجية*)، تتكون الشبكات العصبية من عناصر بسيطة ومتوازية التركيب تسمى بالعصبونات (Neurons)، أو العقد (Nodes)، هذه الشبكات لديها المقدرة على محاكاة سلوك النظام العصبي الطبيعي مثل المقدرة على التعلم، الاستنتاج وحل المشاكل المعقدة وكل أنماط السلوك الذكي الذي يتميز به الإنسان عن بقية الكائنات الحية الأخرى.

1- معمارية الشبكة العصبية الاصطناعية:

تتألف البنية العامة للشبكة العصبية الاصطناعية من المكونات الأساسية التالية[2]:

1- طبقة المدخلات (Input Layer): الطبقة التي يتم عبرها تغذية الشبكة العصبية بالبيانات من الخارج وتستقبل البيانات بواسطة وحدات المعالجة (العصبونات)، وقد تتألف هذه الشبكة من وحدة معالجة واحدة أو أكثر حسب تركيبة الشبكة. وحدات المعالجة في طبقة الإدخال لا يتم فيها أي معالجات حسابية، بل تقوم بنقل البيانات المدخلة من الطبقة عبر الوصلات البينية (الأوزان) إلى وحدات المعالجة في الطبقة الخفية، وأي شبكة عصبية تحتوي على طبقة واحدة فقط من وحدات الإدخال.

2- طبقة المخرجات (Output Layer): تتكون هذه الطبقة من وحدات المعالجة التي عبرها يتم إخراج الناتج النهائي للشبكة، وقد تحتوي هذه الطبقة على وحدة معالجة واحدة أو أكثر من وحدة وفقا للبنية المعمارية للشبكة.

---

[1]- سعد غالب ياسين، نظم المعلومات الإدارية وتكنولوجيا المعلومات، دار المناهج، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص127.

*- فالخلية العصبية (العصبون) تتكون من ثلاث مناطق أساسية تؤهلها لأن تكون نظاما قائما بذاته وهي: التغصن (les dendrites)، الجسم الخلوي (les corps cellulaires)، والمحور الخلوي (l'axone).فعندما تقوم الإشارات بالوصول إلى المخ البشري تقوم الوحدات العصبية باستقبالها عن طريق التغصن ثم تحليلها ومعالجتها في الجسم الخلوي، ليتم إخراجها وإرسالها كإشارات كيميائية ممغنطة إلى الخلايا العصبية الأخرى عن طريق المحور العصبي، ومنطقة الاتصال بينهما تسمى بوزن المشبك التي تستعمل لتخزين المعلومات. فإذا فاقت الإشارات حدا معينا يسمى العتبة، فإن العصبون ينشط ويصبح مثيرا بإمكانه إرسال الإشارة عبر المحور العصبي للعصبون الموالي، وإلا فإنه يكون غير مثير وبالتالي تتوقف السيالة العصبية. وتتصل العصبونات ببعضها مكونة بذلك شبكة عصبية تقوم بالتعلم كلما مرت بتجربة جديدة.

[2]- عمر صابر قاسم، اسراء رستم محمد، دراسة رياضية تحليلية لخوارزميات الشبكات العصبية الاصطناعية في ملائمة نموذج للتشخيص الطبي، مجلة الرافدين لعلوم الحاسوب والرياضيات جامعة الموصل، العراق، المجلد (10)، العدد الأول، 2013، ص 186، بتصرف.

تستقبل وحدات المعالجة في طبقة المخرجات الإشارات القادمة إليها من طبقة الإدخال مباشرة أو من الطبقة الخفية، وبعد إجراء المعالجات اللازمة قد ترسل إشارة بالمخرجات النهائية أو قد تقوم بإعادة هذه المخرجات كمدخلات مرة أخرى للشبكة، وذلك عندما لا تتماثل المعالجة المطلوبة للبيانات، وتحتوي الشبكة عادة على طبقة مخرجات واحدة.

3- حد العتبة (Threshod): هو الحد الذي يحدد مدى ونوع الإخراج ليتسنى مقارنته مع الإخراج المطلوب (Target Output).

4- الطبقة الخفية (Hidden Layer): تقع هذه الطبقة بين طبقة المدخلات وطبقة المخرجات، وقد تحتوي تراكيب بعض الشبكات على طبقة خفية. تستقبل الطبقة الخفية الإشارات القادمة إليها من طبقة المدخلات عبر الوصلات البينية فتقوم بمعالجتها ومن ثم إرسالها عبر الوصلات إلى طبقة المخرجات.

5- الوصلات البينية (الأوزان) (Weights): هي عبارة عن وصلات اتصال بين الطبقات المختلفة تقوم بربط الطبقات مع بعضها البعض أو الوحدات داخل كل طبقة عبر الأوزان التي تكون مصاحبة أو مرفقة مع كل وصلة بينية، ومهمة هذه الوصلات نقل الإشارات الموزونة بين وحدات المعالجة أو الطبقات.

6- وحدات المعالجة (العصبونات): وحدات المعالجة أو العصبونات هي الوحدات التي تقوم بعملية معالجة المعلومات في الشبكة العصبية وتتصل هذه الوحدات بطرق مختلفة بواسطة الوصلات البينية.

تتألف وحدة المعالجة أو العصبون من المكونات الأساسية التالية:

أ- معاملات الأوزان: يعتبر الوزن هو العنصر الرئيسي في الشبكات العصبية الاصطناعية فهي تمثل الروابط المختلفة التي يتم عبرها نقل البيانات من طبقة إلى أخرى، ويعبر الوزن عن القوة النسبية أو الأهمية النسبية لكل مدخل إلى عنصر المعالجة وتمثل الأوزان الوسيلة الأساسية لذاكرة الشبكة العصبية من خلال ضبط الأوزان، ويرمز للوزن بين عنصري معالجة (i) و (j) بالرمز (W_{ij}).

ب- دالة الجمع: إن أول معالجة تقوم بها وحدة المعالجة هي حساب مجموع المدخلات الموزونة القادمة إلى الوحدة باستخدام دالة الجمع، حيث تقوم هذه الدالة بحساب متوسط الأوزان لكل مدخلات وحدة المعالجة، ويتم ذلك بضرب كل قيمة مدخلة في وزنها المصاحب، ومن ثم إيجاد المجموع لكل حواصل الضرب، ويعطى ذلك رياضيا كما يلي:

$$S_J = \left(\sum_{i=1}^{i=n} XW_{ij} \right)$$

S_J: ناتج عملية الجمع لكل وحدة معالجة j.

X_i: القيمة المدخلة القادمة من الوحدة (i) والداخلة إلى الوحدة (j).

W_{ij}: الوزن الذي يربط وحدة المعالجة (j) بالوحدة (i) الموجودة في الطبقة السابقة.

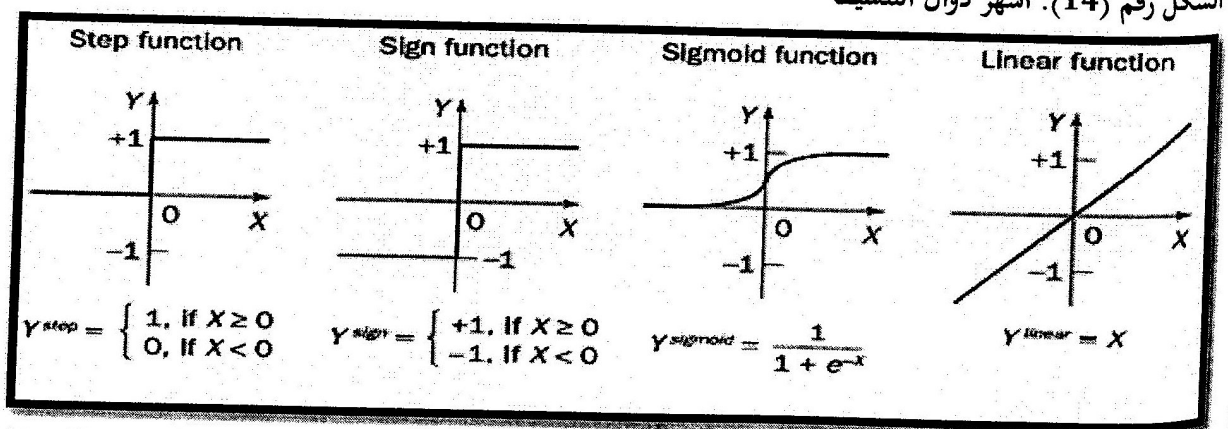
ج- دالة التحويل(التنشيط) (Activation Function): تتم هذه الخطوة باستخدام دالة التحويل حيث تقوم الدالة بتحويل ناتج عملية الجمع الموزون في الخطوة الأولى إلى قيمة محصورة بين مدين، ويتم ذلك بمقارنة نتيجة الجمع مع قيمة العتبة، ويرمز لها بالرمز θ ليتحدد الناتج، وتتوقف مخرجات الشبكة بصورة أساسية على هذا التوزيع، وبناءا على هذه التوابع أو الدوال تعطي الشبكة مخرجات محصورة ضمن المجال (0،1) أو المجال (-1، +1)، ومن أهم توابع التحويل أو توابع التنشيط:

- دالة الخطوة (Step Function): وهي الدالة التي تقع القيمة المخرجة فيها من وحدة المعالجة بين (0،1).
- دالة الإشارة (Sign Function):وهي التي تقع القيمة المخرجة فيها من وحدة المعالجة بين (-1،+1).
- الدالة الخطية (Linear Function): وهي الدالة التي تكون فيها المخرجات تساوي المدخلات، وتعطي تصنيفات متعددة وغير محدودة.
- دالة السيغمويد (Sigmoid Function): هذه الدالة تجعل المخرجات أو تحولها إلى قيمة محصورة بين (0،1) وتسمى في هذه الحالة بدالة تنشيط سيغمويد الثنائي، أو تحويل المخرجات إلى قيم بين (-1،+1) وتسمى بدالة تنشيط سيغمويد ثنائي القطبية.
- الدالة Binary Threshold function[1] تقوم بجعل المخرج محصور في قيمتين فقط، وذلك بالاعتماد على قيمه ما $theta$ حيث ننظر للمدخل، فإذا كان مثلا أكبر من الـ$theta$ فيكون 1، و إذا كان أصغر فيكون 0.

$$f(net)=1 \rightarrow net >= \theta$$
$$f(net)=0 \rightarrow net < \theta$$

والشكل التالي يوضح أشهر دوال التنشيط

الشكل رقم (14): أشهر دوال التنشيط



المصدر: عمر صابر قاسم، اسراء رستم محمد، دراسة رياضية تحليلية لخوارزميات الشبكات العصبية الاصطناعية في ملائمة نموذج للتشخيص الطبي، مجلة الرافدين لعلوم الحاسوب والرياضيات جامعة الموصل، العراق، المجلد (10)، العدد الأول، 2013، ص 187.

[1] - http://informatic-ar.com/مقدمه-في-الشبكات-العصبيه-neural-networks/ 2015/03/14 تم الاطلاع على الموقع بتاريخ

2- النموذج الرياضي لخلية عصبية، ومكونات الشبكة العصبية:

أ- النموذج الرياضي لخلية عصبية[1]: الشبكات العصبية الاصطناعية تتكون من مجموعة من العصبونات (العقد) المتصلة معا في شكل طبقات (Layers) (عناصر المعالجة)، كل واحدة من هذه العقد تعمل بشكل مشابه للخلية العصبية الطبيعية، حيث تستقبل مجموعة من القيم من العقد المجاورة لها، ثم يتم تطبيق دوال رياضية لحساب هذه القيم وتقييمها (معالجتها) ثم إخراج النتائج وتمريرها للعقدة الأخرى.

يبين الشكل رقم (15) النموذج الرياضي لخلية عصبية والذي يتكون من:

1- **المدخل** (Input): نفرض أن قيم مخارج العصبونات السابقة للعصبون (الخلية العصبية) الحالية هي القيم (X1, X2,.....Xn)، حيث تقوم المشابك بنقل نسبة من هذه القيم إلى الليف العصبي للمدخل من خلال فجوات، بحيث تختلف هذه النسب من فجوة إلى أخرى اعتمادا على طبيعة كل فجوة، وبتمثيل ذلك رياضيا بفرض أنها أوزان (Weights)، والتي تأخذ الشكل التالي: (W1, W2.....Wn) وبذلك يكون الجزء المنقول إلى المدخل في كل فرع هو (WX).

2- **جسم الخلية [عنصر المعالجة]** (Processing Element): يقوم جسم الخلية بعمل الآتي:

أ- عملية جمع المداخل الموزونة (Weighted Sun) وفق المعادلة التالية:

$$Total \cdot Input = W_1X_1 + W_2X_2 + W_3X_3 + ... = \sum_{i=1}^{i=n} W_iX_i$$

ب- مقارنة هذا المجموع بقيمة حدية لدالة في شكل عتبة (Step Function) والمعروف بدالة (Heaviside) فإذا كان مجموع المداخل الموزونة أكبر من أو يساوي الدالة العتبية، فإن المخرج سوف يكون يساوي الواحد، وإذا كان المجموع أقل من قيمة الدالة العتبية، فإن ناتج المخرج يصبح يساوي الصفر.

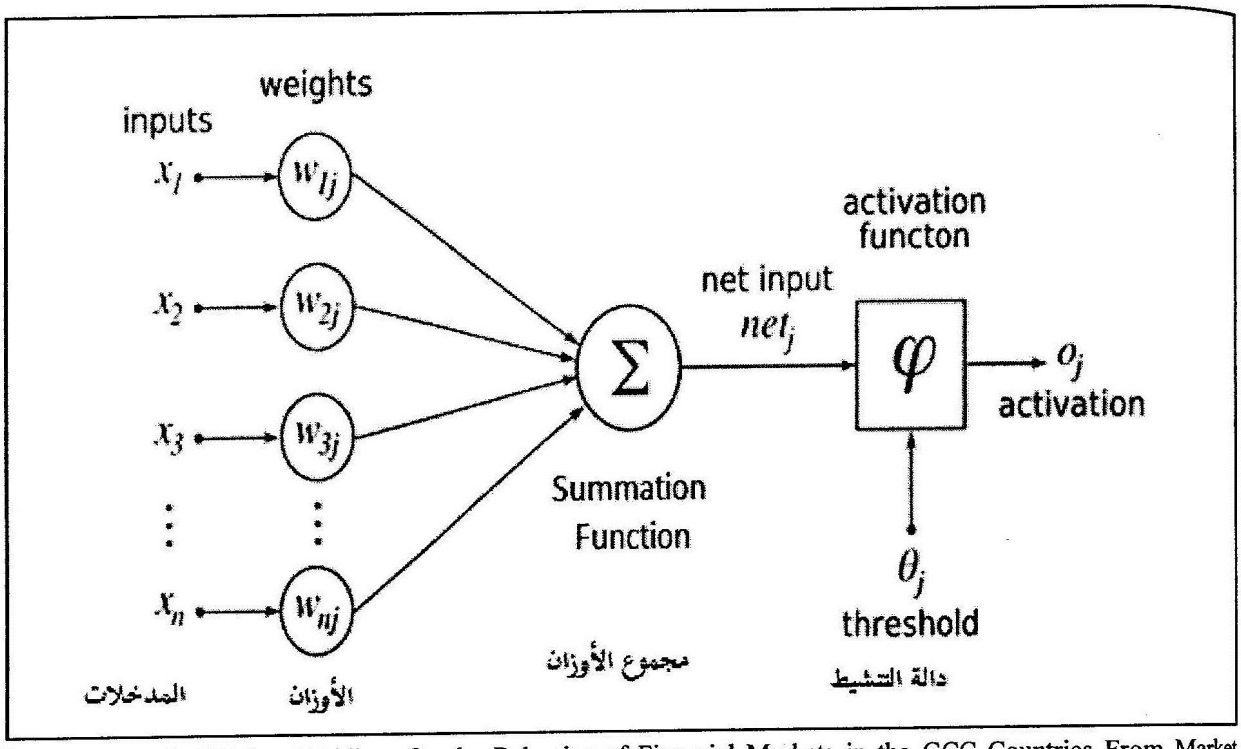
3- **المخرج** (Output): يكون المخرج للنموذج الرياضي إما الواحد أو الصفر، ويمكن أن يستخدم كأحد فروع الإدخال لنيرون آخر. يمكن كتابة قيمة المخرج (y) في الشكل الآتي:

$$y = F\left(\sum_{i=1}^{i=n} W_iX_i\right)$$

والشكل التالي يوضح النموذج الرياضي لخلية عصبية

[1]- دربال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014،، ص 89-90.

الشكل رقم (15): النموذج الرياضي لخلية عصبية



Source: CHERABI Imed Eddine, On the Behavior of Financial Markets in the GCC Countries From Market Efficiency to Behavioral Finance, Thesis Submitted to the Faculty of Economics, Business and Management at Tlemcen University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor in Finance, October 2014, P 107.

3- **خطوات التنبؤ باستعمال الشبكات العصبية:** يعد التنبؤ باستخدام الشبكات العصبية الاصطناعية من الأساليب الحديثة التي لاقت اهتماما واسعا في مجالات متعددة منها التنبؤ بأسعار الأسهم، أسعار العملات...وغيرها. استخدمت الشبكات العصبية بشكل واسع لكونها لا تحتاج إلى شروط صارمة ودقيقة لغرض التنبؤ، كما أنه يمكن تفسير سلوك البيانات غير الخطية، ويمكن تلخيص عمل شبكة الانتشار العكسي للخطأ في التنبؤ بالخطوات التالية[1]:

الخطوة الأولى: اختيار المتغيرات Variable Selection، حيث يجب اختيار المشاهدات للمتغيرات بحيث تمثل المشكلة جيدا.

الخطوة الثانية: معالجة البيانات Data Processing، إجراء بعض العمليات على البيانات المستخدمة مثل: تحديد الاتجاه العام، إيجاد توزيع البيانات.

الخطوة الثالثة: تقسيم البيانات إلى مجاميع Divide Data Into Set، تقسم البيانات المتوفرة إلى المجاميع التالية:

1- مجموعة التدريب Training Set: مجموعة تعلم وتحديد نموذج البيانات.

2- مجموعة الاختبار Testing Set: يمكن عن طريقها تقرير مهارة الشبكة الافتراضية وإمكانية استخدامها بصورة عامة.

[1]- دربال أمينة، مرجع سابق، ص 99-100.

3- مجموعة الشرعية: Valid Action Set: هي مجموعة لإجراء اختبار نهائي لأداء الشبكة.

الخطوة الرابعة: تحديد نموذج الشبكة العصبية Neural Network Paradigms عند تحديد نموذج الشبكة العصبية يجب اختيار ما يلي:

- عدد العصبونات للإدخال والذي يساوي عدد المتغيرات المستقلة.
- عدد الطبقات الخفية والذي يعتمد على قيمة الخطأ المستخدم في الشبكة.
- عدد العصبونات الخفية والذي يحدد عن طريق التجربة.
- عصبون الإخراج والذي عادة يساوي الواحد.

الخطوة الخامسة: معيار التقييم Evaluation Criteria، إن المعيار المستخدم في شبكة الانتشار العكسي لتقييم الخطأ عادة هو مجموع مربعات الأخطاء MSE.

الخطوة السادسة: تدريب الشبكة Neural Network Training وتضم هذه الخطوة:

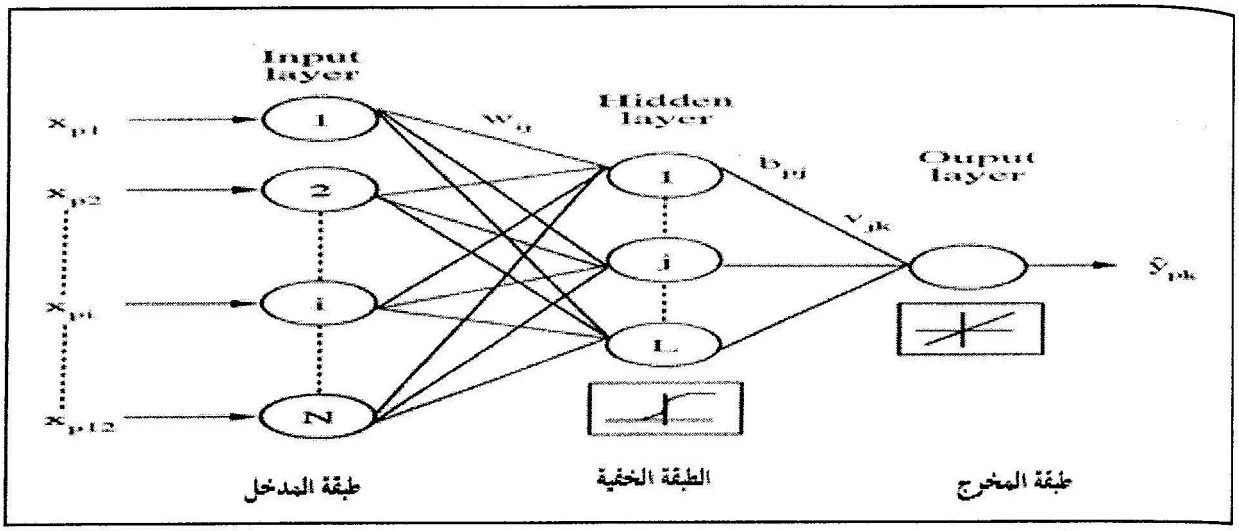
- تعليم الشبكة: إيجاد مجموعة الأوزان بين العصبونات، والتي تحدد أقل قيمة لمربع الخطأ.
- خوارزمية شبكة الانتشار الخلفي للخطأ: تستخدم خوارزمية التدريب لتقليل الميل.

الخطوة السابعة Implementation: وهي من أهم الخطوات حيث تختبر الشبكة من حيث قدرة التكيف وإمكانية إعادة التدريب والوصول إلى أقل مربع خطأ عند تغيير البيانات.

4- نموذج الشبكة العصبية المستخدم في التنبؤ في هذه الدراسة:

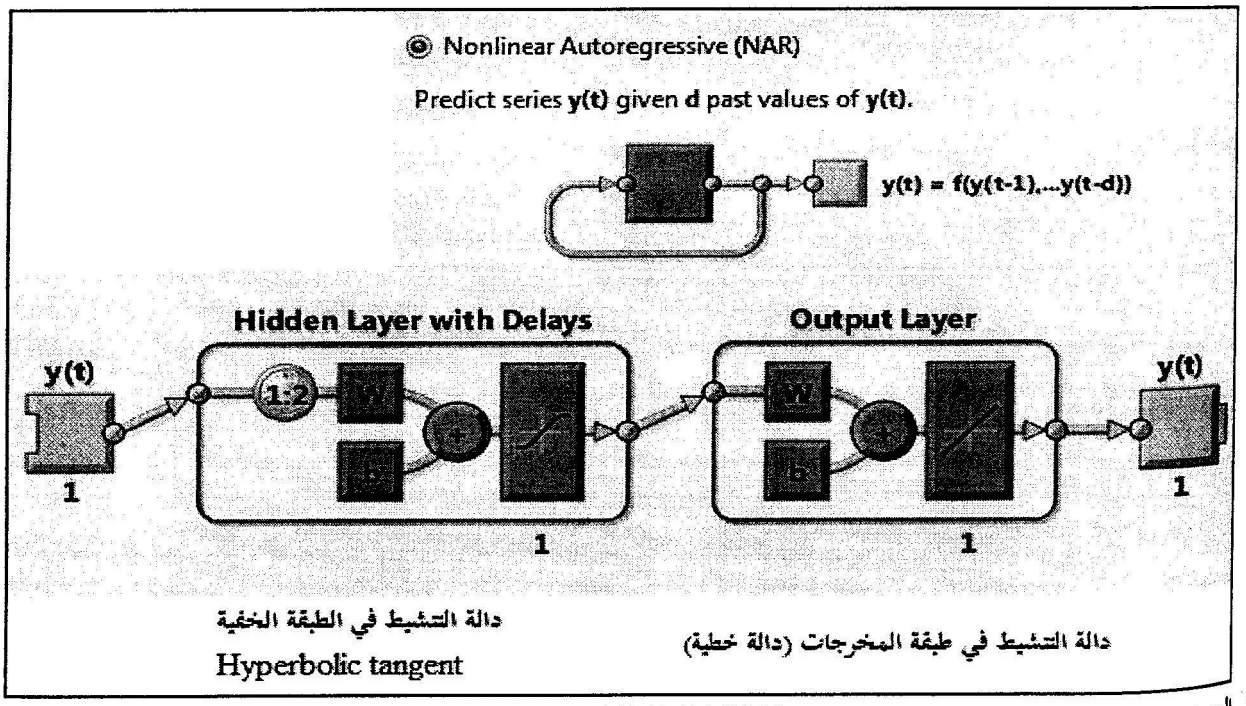
شبكة بيرسبترون متعدد الطبقات (Multi Perceptron Layer, MPL): تعد من أكثر الشبكات استخداما في التنبؤ بالسلاسل الزمنية، تقوم فكرة هذه الشبكة على استخدام القيم السابقة للسلسلة الزمنية كمدخلات الشبكة، ويتم تجميع الأوزان في الطبقة الخفية بالنسبة للمدخلات، بحيث تحفز عن طريق استعمال دالة التنشيط الغير خطية، وهي دالة (Hyperbolic Tangent). تتكون (MPL) أساسا من ثلاثة أنواع من الطبقات وهي طبقة المدخلات، وطبقة مخفية وطبقة المخرجات، ويتم تجميع الأوزان في الطبقة الخفية بالنسبة للمدخلات. طبقة المخرجات للشبكة تستقبل مخرجات الطبقة الخفية وتطبق عليها دالة التنشيط الخطية، وبهذا يتم إنتاج القيم المتنبأ بها، بحيث يتم الحصول على قيم (y_t) انطلاقا من قيم (y_{t-1}) وفق نموذج الانحدار غير الخطي (Nonlinear Autoregressive (NAR))، والشكليين التاليين يوضحان معمارية ودوال التنشيط لشبكة بيسبترون متعدد الطبقات.

الشكل رقم (16): معمارية شبكة بيرسبترون متعدد الطبقات



Source: CHERABI Imed Eddine, On the Behavior of Financial Markets in the GCC Countries From Market Efficiency to Behavioral Finance, Thesis Submitted to the Faculty of Economics, Business and Management at Tlemcen University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor in Finance, October 2014, P 106.

الشكل رقم (17): دوال التنشيط في شبكة بيرسبترون متعدد الطبقات



المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج MATLAB.2011a

ومنه يمكن تلخيص النموذج المستعمل في الجدول التالي:

الجدول رقم (13): ملخص لنموذج الدراسة

اسم النموذج	بيرسبترون متعدد الطبقات(Multi Perceptron Layer, MPL)
خوارزمية التدريب	Levenberg-Marquardt Back-propagation
عدد وحدات المعالجة في طبقة المدخلات	1
عدد الطبقات الخفية	1
عدد وحدات المعالجة في كل طبقة خفية	2
عدد وحدات المعالجة في طبقة المخرجات	التنبؤ بفترة واحدة
تقسيم لنسبة المعطيات على طبقات المعالجة	70% في مرحلة التدريب، 15% في مرحلة القبول، 15% في مرحلة الاختبار
معيار تقييم النموذج	متوسط مربع الأخطاء (MSE) $MSE^{*}=\frac{\Sigma(e_t)^2}{N}$
دالة التحفيز في الطبقة الخفية	Hyperbolic Tangent (tanh): $f(x)=\frac{(e^{x}-e^{-x})}{(e^{x}+e^{-x})}$
دالة التحفيز في طبقة المخرجات	Linear: $f(x)=x$

المصدر: من إعداد الباحث

الفرع الرابع: المتغيرات المستخدمة في الدراسة

1- **في حالة استعمال نموذج CAPM:** إن متغيرات الدراسة هي عبارة عن: مؤشرات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة، ومؤشرات قطاعات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة (قطاع المؤسسات الكبيرة LARGE ، قطاع المؤسسات المتوسطة MID، قطاع المؤسسات الصغيرة SMALL)، مع العلم أن كل قطاع يمثل لنا محفظة أوراق مالية،كذلك استخدمنا عوائد سندات الخزينة الأمريكية (USTB)، والتي تعبر عن العائد الخالي من المخاطرة. حيث قمنا بتحويل هذه المؤشرات إلى عوائد عن طريق العلاقة التالية، والتي تم شرحها سابقا:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

والجدول التالي يوضح مختلف متغيرات الدراسة:

* - MSE: Mean Squared Errors.

الجدول رقم(14): المتغيرات المستخدمة في الدراسة (حالة نموذج CAPM)

البورصة	بورصة تركيا	بورصة الكويت	بورصة الأردن	بورصة قطر	بورصة عمان	بورصة البحرين	بورصة الإمارات	سندات الخزينة الأمريكية
الرمز	T	K	J	Q	O	B	E	USTB
الرمز	السوق ككل IMI		قطاع المؤسسات الكبيرة LARGE		قطاع المؤسسات المتوسطة MID		عوائد قطاع المؤسسات الصغيرة SMALL	
	العوائد	علاوة المخاطرة	العوائد	علاوة المخاطرة	العوائد	علاوة المخاطرة	العوائد	علاوة المخاطرة
T	RRIMIT	PRIMIT	RRLARGET	PRLARGET	RRMIDT	PRMIDT	RRSMALLT	PRSMALLT
K	RRIMIK	PRIMIK	RRLARGEK	PRLARGEK	RRMIDK	PRMIDK	RRSMALLK	PRSMALLK
J	RRIMIJ	PRIMIJ	RRLARGEJ	PRLARGEJ	RRMIDJ	PRMIDJ	RRSMALLJ	PRSMALLJ
Q	RRIMIQ	PRIMIQ	RRLARGEQ	PRLARGEQ	RRMIDQ	PRMIDQ	RRSMALLQ	PRSMALLQ
O	RRIMIO	PRIMIO	RRLARGEO	PRLARGEO	RRMIDO	PRMIDO	RRSMALLO	PRSMALLO
B	RRIMIB	PRIMIB	RRLARGEB	PRLARGEB	RRMIDB	PRMIDB	RRSMALLB	PRSMALLB
E	RRIMIE	PRIMIE	RRLARGEE	PRLARGEE	RRMIDE	PRMIDE	RRSMALLE	PRSMALLE
USTB	RRUSTB							

المصدر: من إعداد الباحث

مع العلم وحسب نموذج CAPM، وباعتبار ثوابت المعادلة تساوي الصفر نجد:

عائد المحفظة المالية (للقطاع) = العائد الخالي من المخاطرة + علاوة الخطر والتي تتبقى بعد التنويع

وذلك حسب العلاقة التالية:

$$RRXZ_t = RRUSTB_t + \beta\,(RRMZ_t - RRUSTB_t)$$

$$(RRXZ_t - RRUSTB_t) = \beta\,(RRMZ_t - RRUSTB_t)$$

$$PRXZ_t = \beta\,(PRMZ_t)$$

حيث:

$PRXZ_t$: المتغير التابع (علاوة المخاطرة بالنسبة لكل قطاع)، ويمثل الفرق بين عائد المحفظة المالية للقطاع (X) في سوق الأوراق المالية للدولة (Z) والعائد الخالي من المخاطرة (عوائد سندات الخزينة الأمريكية) في اللحظة t؛

$PRMZ_t$: المتغير المستقل (علاوة المخاطرة بالنسبة للسوق ككل (M))، ويمثل الفرق بين عائد سوق الأوراق المالية ككل للدولة (Z) والعائد الخالي من المخاطرة (عوائد سندات الخزينة الأمريكية) في اللحظة t؛

$RRXZ_t$: عائد المحفظة المالية (للقطاع) في اللحظة t؛

$RRMZ_t$: عائد السوق ككل في أي دولة في اللحظة t؛

M: يمثل السوق ككل أي (IMI)؛

X: يمثل أحد القطاعات (LARGE, MID, SMALL)؛

Z: يمثل رمز سوق الأوراق المالية لكل دولة محل الدراسة (T, K, J, Q, O, B, E)؛

$RRUSTB_t$: عوائد سندات الخزينة الأمريكية في اللحظة t.

β: تمثل المخاطر المنتظمة؛

أ- شرح مخرجات برنامج EVIEWS.8

للتعليق على النتائج التي سوف نتحصل عليها عن طريق برنامج EVIEWS نقوم بشرح المثال التالي:

ليكن لدينا نموذج CAPM الذي تم شرح عناصره سابقا: $R_s - R_f = c + \beta (R_m - R_f) + \varepsilon$، والذي نمثله في المعادلة التالية:

$Y_t = c + \beta(X_t) + \varepsilon$، بحيث:

$Y_t = R_s - R_f$: يمثل المتغير التابع في اللحظة t؛

β: معامل؛

$X_t = R_m - R_f$: يمثل المتغير المستقل في اللحظة t؛

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

هذا النموذج يقدم لنا المخرجات التالية عن طريق برنامج EVIEWS:

الجدول رقم (15): مثال عن شرح مخرجات برنامج EVIEWS

Dependent Variable: **Y**
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:59
Sample(adjusted): 2005:03 2012:08
Included observations: 90 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009179	0.022041	0.416467	0.6781
....X	0.967802	0.027902	34.68601	0.0000

R-squared	0.931842	Mean dependent var	-0.075488
Adjusted R-squared	0.931068	S.D. dependent var	0.791517
S.E. of regression	0.207813	Akaike info criterion	-3.120266
Sum squared resid	3.800375	Schwarz criterion	-3.064714
Log likelihood	14.70748	F-statistic	1203.119
Durbin-Watson stat	1.988809	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

شرح مكونات الجدول رقم (15)[1]:

- **مقدرات المعلمات: (coefficients)**

- إن المعامل بصفة عامة يقيس مدى مساهمة المتغير الخاص به في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع.

فحسب النتائج المتحصل عليها فإن:

[1]- حمودي حاج صحراوي، القياس الاقتصادي باستعمال برنامج eviews، كتاب غير منشور، ص 22- 23.

- المقدر C هو الثابت أي قيمة المتغير التابع لما تنعدم قيم كل المتغيرات المفسرة.
- المقدرات الأخرى يمكن اعتبارها بمثابة ميل العلاقة بين المتغيرات المفسرة التابعة لها و المتغير التابع كلا منها على حدة.

- **الأخطاء المعيارية: (Standard errors)**

هذه المؤشرات تقيس المعنوية الإحصائية لكل مقدر على حدة. فكلما كانت هذه المؤشرات كبيرة كلما قلت المعنوية الإحصائية و العكس صحيح.

- **إحصائية[t]: (t-Statistic)**

يعبر هذا المؤشر عن اختبار حول قيمة معامل من المعاملات. أي هل قيمة هذا المعامل تساوي صفر أم غير ذلك (أي هل المتغير الخاص به له علاقة مع المتغير التابع أم لا). حيث يمكننا من اختبار الفرضيتين الآتيتين:

$H_0 : \beta = 0$ (المتغير المفسر الخاص بـ β ليس له علاقة بالمتغير التابع).

$H_A : \beta \neq 0$ (المتغير المفسر الخاص بـ β له علاقة بالمتغير التابع).

بصفة عامة فإنه إذا كان $t > 2$ فإن هناك احتمال قدره 95% بأن نقبل H_A و نرفض H_0 أي أن المتغير المفسر له دور في تفسير تغيرات المتغير التابع.

- **الاحتمال: (Probability)**

هذا المؤشر يمكننا من قبول أو رفض إحدى الفرضيتين المذكورتين أعلاه. بصفة عامة فإنه إذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05 فهذا معناه قبول H_A ورفض H_0.

- **معامل الانحدار: (Regression Coefficient R^2)**

هذا المؤشر يقيس جودة النموذج فيما يخص مدى ارتباط المتغير التابع (Y) بالمتغير أو المتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج.

$0 < R^2 < 1$

فكلما اقترب من 1 كلما كان النموذج ذو دقة عالية.

- **معامل الانحدار المعدل: (Adjusted Regression Coefficient $\overline{R}^2$)**

هذا المؤشر يستعمل إذا كان عدد المقدرات في النموذج ≥ 2، فهو في هذه الحالة يكون أدق من (R^2) لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

- **الخطأ المعياري للانحدار: (Standard error of the Regression)**

هذا المؤشر يقيس الخطأ المعياري للانحدار أي مقدار الخطأ عند التنبؤ بقيمة المتغير التابع، فإذا افترضنا أن (Y) يمثل المتغير التابع و ($\hat{Y}$) هو المتغير المقدر له فإن ($\hat{U}$) مقدار الانحراف يتحصل عليه بالقانون الآتي: $\hat{U} = Y - \hat{Y}$

والخطأ المعياري للانحدار يكون: $S = \sqrt{\Sigma \hat{U}^2_t / (T-k)}$

T: يعبر عن عدد المشاهدات، و k يعبر عن عدد المقدرات في النموذج.

- كلما كانت قيمة هذا المؤشر صغيرة كلما كان الخطأ المعياري للمقدرات صغيرا و زادت دقة النموذج.

- **مجموع مربعات الانحرافات: (Sum of Squared Residuals)**

ونتحصل عليها باستعمال القانون: $\Sigma \hat{U}^2_t = \Sigma(Y_t - \hat{Y}_t)^2$

وتعطى تحت إسم Resid بعد حساب مقدرات كل نموذج .

- **الدالة اللوغارتمية الأكثر احتمالا: (log likelihood)**

هذه الدالة تعطينا طريقة أخرى غير طريقة المربعات الصغرى لحساب المقدرات بعد أخذ مشتقتها الأولى بالنسبة لكل مقدرة على حدا ثم التأكد من أن المشتق الثاني يكون سالبا.

- **إحصائية دوربين واتسون: (Durbin-Watson-Statistic)**

يعتمد على هذا المؤشر لاختبار وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

- **معيار Akaike: (Akaike Information criterion)**

هذا المعيار يعتمد عليه لمعرفة ما هو العدد الأمثل للمتغيرات المفسرة الذي يجب إدماجه في النموذج، وكلما كانت قيمة هذا المعيار صغيرة كلما كان النموذج أفضل.

- **معيار Schwarz: (Schwarz criterion)**

هذا المعيار له نفس المهمة و المعيار السابق.

- **إحصائية F: (F-Statistic)**

هذه الإحصائية تمكننا من اختبار الفرضية H_0 التي تنص على أن كل المقدرات- ما عدا الثابت- تساوي صفر، أي أن كل المتغيرات المفسرة الموجودة في النموذج ليست لها أية علاقة مع المتغير التابع، ضد الفرضية H_A التي تنص أن هناك على الأقل متغير مفسر واحد له علاقة بالمتغير التابع.

- **الاحتمال: (Probability)**

هذا المؤشر يمكننا من قبول أو رفض إحدى الفرضيتين المذكورتين أعلاه. بصفة عامة فإنه إذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05 فهذا معناه قبول H_A ورفض H_0.

واعتمادا على النتائج أعلاه والتوضيحات التي تلتها، يمكننا كتابة النموذج على النحو الآتي:

إذن يمكن الآن كتابة النموذج كما يلي: $Y = 0.999029(X)$

2- **المتغيرات المستخدمة في الدراسة في حالة استعمال الشبكات العصبية:** إن متغيرات الدراسة في حالة استعمال الشبكات العصبية الاصطناعية، هي عبارة عن مؤشرات أسواق الأوراق المالية لكل من دولة الكويت (أسعار يومية للفترة الممتدة من 17 جوان 2001 إلى غاية 03 فيفري 2015)، ودولة تركيا (أسعار شهرية للفترة الممتدة من 31 ماي 1991 إلى غاية 30 جانفي 2015).

المطلب الثالث: نبذة مختصرة عن مجتمع الدراسة [أسواق الأوراق المالية محل الدراسة]

الفرع الأول: سوق الأوراق المالية التركي والكويتي

1- سوق إسطنبول [تركيا] للأوراق المالية:

تعتبر بورصة اسطنبول هي الجهة النظامية الوحيدة داخل تركيا لتنظيم التداول بالأسهم والسندات والصكوك وشهادات الإيداع وسندات القطاع الخاص وشهادات الأوراق المالية الأجنبية وشهادات العقارات، إلى جانب الأسهم العالمية. تم تأسيس بورصة اسطنبول كمنظمة مهنية مستقلة في بداية عام 1986. ويقع مقرها في أحد المباني الحديثة في حي ايشتين على الجانب المحاذي لأوروبا في مدينة اسطنبول وذلك منذ مايو 1995. يعتبر رئيس البورصة ورئيسها التنفيذي هو الدكتور إبراهيم تورهان. الذي تم تعيينه من قبل الحكومة التركية مطلع العام 2012 [1].

تعتبر بورصة اسطنبول هي المقر الدائم لـ 230 شركة محلية. ساعات التداول من التاسعة والنصف صباحا وحتى الثانية عشر ظهرا للجلسة الأولى، ومن الثانية ظهرا إلى الخامسة عصرا للجلسة الثانية في أيام العمل الرسمية. كافة أعضاء بورصة اسطنبول هي البنوك العاملة في السوق وشركات الوساطة. يتم حساب مؤشرات الأسعار ونشرها من خلال جلسات التداول، بينما يتم حساب ونشر المؤشرات الختامية في نهاية الجلسة فقط[2].

لقد بدأ تداول المشتقات المالية في بورصة تركيا بتاريخ 4 فيفري 2005[3].

أ- عضويات بورصة إسطنبول:

بورصة اسطنبول هي عضو كامل في كل من[4]:

- الاتحاد العالمي للبورصات WFE؛
- اتحاد البورصات الأورو – آسيوية FEAS؛
- اتحاد البورصات الأوروبية للأوراق المالية FESE؛
- جمعية سوق المال الدولية ICMA؛
- الرابطة الدولية لخدمات الأوراق المالية IOSCO؛
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB؛
- السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM؛
- الاتحاد العالمي لبورصات الماس WFDB؛
- لندن، رابطة سوق السبائك LBMA؛
- جمعية أسواق العقود الآجلة AFM؛
- رابطة صناعة العقود الآجلة FIA.

---

[1] - http://www.my.mec.biz/t57395.html تم الاطلاع على الموقع بتاريخ: 2015/02/27

[2] - http://en.wikipedia.org/wiki/Borsa_Istanbul تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2015/02/27

[3] - تقرير بورصة اسطنبول لسنة2011، ص 14، المحمل من الموقع : www.ise.org

[4] - http://borsaistanbul.com/en/corporate/about-borsa-istanbul/international-recognition تم الاطلاع على الموقع بتاريخ: 2015/02/27

2- **سوق الكويت للأوراق المالية**[1]:

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952 كأول شركة مساهمة كويتية. في العقود التالية أصدرت حكومة الكويت عدداً من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، والتي بلغت ذروتها في شهر أوت عام 1983 مع صدور مرسوم أميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها. وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال، التي أنشئت بموجب القانون الجديد الذي تم التوقيع عليه من قبل أمير البلاد والذي دخل حيز التنفيذ في 28 فبراير 2010.

كانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية:

- في نوفمبر 1995، طبقت البورصة أول نظام للتداول الالكتروني؛
- في أكتوبر 1998، تم إدخال السوق الآجل؛
- في أغسطس 2003، تم إدخال سوق البيوع المستقبلية؛
- في نوفمبر 2003، بدأ التداول الإلكتروني؛
- في مارس 2005، تم تطبيق سوق الخيارات.

كانت القيمة الرأسمالية للسوق ولا تزال تعد إحدى أكبر القيم في الأسواق العربية، مع إدراج ما يزيد عن 200 شركة تقدر قيمتها السوقية بأكثر من 100 مليار دولار، والتي تمثل نسبة تعادل 100% من الناتج المحلي الإجمالي. الأمر الذي يجعل سوق الكويت للأوراق المالية أكثر عمقاً من كثير من نظرائه في المنطقة. في أواخر عام 2009، وقع سوق الكويت للأوراق المالية عقد "شراكة" مع مجموعة ناسداك أو أم إكس، والذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد "X-stream"، ونظام الرقابة الآلي "SMARTS"، كما تتم الإفادة من نقل المعرفة والخبرة من مجموعة واسعة من خبراء ناسداك أو أم إكس في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة. وقد تم تنفيذ نظام الرقابة الآلي SMARTS في ماي 2010، وكذلك المرحلة الأولى من تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد X-stream في ماي 2012.

في إطار ترتيبات الشراكة هذه، تم إنجاز عددٍ من الدراسات والمبادرات، التي تركز على دعم سوق الكويت للأوراق المالية سعياً لتحقيق أقصى امتثالٍ ممكن للمعايير الدولية، وأفضل الممارسات في مجال أنشطة الأوراق المالية. وقد أسفرت تلك المبادرات حتى تاريخه عن :

- إلغاء "وحدات كمية التداول" و"سوق الكسور"؛
- تحديد سعر الإقفال عن طريق مزاد للإقفال، وليس عن طريق آخر سعر تداول؛
- جعل الأولوية في المزادات للسعر ثم الوقت (خلافاً للسابق حيث كانت الأولوية للوقت ثم السعر)؛

[1] - http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx تم الاطلاع على الموقع بتاريخ: 2015/02/13

• إعادة تصنيف الشركات المدرجة في القطاعات وفقاً لمعايير شركة التصنيف العالمية (ICB)، التي تعد إحدى منتجات FTSE الدولية المحدودة، والتي منحت السوق الترخيص باستخدامه؛

• اعتماد مؤشر كويت 15("KSX15") والذي روعي في تصميمه قابليته للتداول لإتاحة فرصة تقديم مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات الجديدة؛

• تقديم أنواع جديدة من الأوامر ("ساري حتى الإلغاء" و "ساري حتى تاريخ.").

تطلبت "المرحلة الأولى" من (X-stream في ماي 2012) تغييرات جوهرية في العمليات التي كانت تقوم بها شركات الوساطة. فقد كان الوسطاء سابقا يعتمدون على نظام للوسيط يوفره السوق، حيث لم تكن هناك حاجة لتقنية المعلومات. أما الآن فإن شركات الوساطة تتزود بنظامها الخاص والذي يتطلب تطوير تقنية المعلومات الخاصة بها. وفقا لذلك، يستعد السوق وسائر المشاركين المعنيين "للمرحلة 2"من نظام التداول الجديد، والتي سوف تسمح لسوق الكويت للأوراق المالية بتقديم مجموعة واسعة من منتجات وخدمات جديدة، والتي من الممكن أن تشمل:

• صناديق الاستثمار المتداولة "ETFS"؛

• عقود الآجل والخيارات وذلك في إطار عالمي؛

• صناع السوق للمنتجات المناسبة؛

• أدوات الدخل الثابت بما في ذلك الصكوك؛

• مؤشرات جديدة...

إن سوق الكويت للأوراق المالية مدرك لمسؤوليته تجاه دولة الكويت والمستثمرين والشركات المدرجة وسائر الجهات المعنية في أنشطة الأوراق المالية لمواكبة المعايير العالمية وأفضل الممارسات في مجال أسواق المال، وهو على ثقة تامة بقدرته على مواجهة التحديات المستقبلية من أجل تحقيق "سوق عادل وشفاف ومنظّم وفعّال ."

الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية الأردني والقطري

1- بورصة عمان [الأردن] للأوراق المالية[1]:

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة. تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية. تقوم بورصة عمان بتوفير

[1] - http://www.exchange.jo/ar/بورصة-عمان تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2015/02/15

نظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق التنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ تداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات.

2- بورصة قطر للأوراق المالية[1]:

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج .وفي جوان 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصةً قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أُعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه، وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.

أ- الرؤية والرسالة: تمثل الاتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر. وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها.

ب- سوق تجارية رائدة على الصعيدين الوطني والاقليمي: تسعى البورصة لتكون سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة رأسمالها. كما تسعى لاستقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات.

ج- سوق جاذبة للمستثمرين الأجانب: ستكون البورصة سوقاً رائدة في منطقة مجلس التعاون الخليجي وسوقاً جاذبة للمستثمرين والجهات المصدرة على الصعيد المحلي وفي جميع أنحاء أوروبا وآسيا وأمريكا. كما ستشكل البورصة أداةً هامّة لتعزيز الثروة المستدامة في دولة قطر والمنطقة. كما أنها ستكون جزءاً أساسياً من هدف الحكومة في خلق صناعة عملية للخدمات المالية وسوق رأسمالية تنافسية تهدف لتنويع الاقتصاد القطري.

[1] - http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About QE/About QE تم الاطلاع على الموقع بتاريخ: 2015/02/17

ج- مركز التداولات الأجنبية: ستكون بورصة قطر مركزاً أساسياً للاكتتابات العامة المحلية والأجنبية للشركات الباحثة عن الفرص الاستثمارية المميزة في المنطقة.

د- سوق متطورة وعالية المستوى: يجري العمل على تطوير منتجات إضافية ومؤشرات متطورة جاذبة للمستثمرين في قطر وأسواق مجلس التعاون الخليجي.

ه- جزء من شبكة عالمية: في نهاية سنة 2010، ستكون البورصة قد أتمت عملية الربط مع الأسواق العالمية التابعة لبورصة NYSE Euronext من خلال شبكة بنية التداول التحتية المالية الآمنة لتساعد على تسهيل دخول المستثمرين الأجانب إليها .

و- لمحة تاريخية:

1997: بدء أول يوم تداول للأوراق المالية في قاعة سوق الدوحة للأوراق المالية بشكل منظَّم.

1998: إدخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق.

1999: السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراة في اليوم التالي ليوم الشراء (T+1).

2000: تنفيذ مشروع ربط الشركات من خلال الإنترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج.

2001: الشروع في تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني، والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام الكتروني باستخدام الحاسب الآلي.

2002:

- أنشأت السوق موقعها الإلكتروني على شبكة الإنترنت.
- السماح للمستثمرين بيع الأسهم المشتراة في نفس اليوم.
- اعتمدت السوق مؤشراً جديداً لها يعكس التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة بموثوقية ودقة أكبر.

2003: انتقال السوق لمبنى جديد يوفر بيئة أفضل للاستثمار.

2005: السماح لغير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25% من الأسهم المطروحة للتداول في السوق.

2006: دمج السوقين العادي وغير العادي.

2007: انضمام السوق إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات.

2009: توقيع اتفاقية الشراكة الإستراتيجية مع NYSE Euronext بهدف تحويل قطر إلى سوق مالية عالية الطراز.

ي- أنظمة الاستثمار في البورصة:

- تخضع بورصة قطر لأنظمة هيئة قطر للأسواق المالية.
- هيئة قطر للأسواق المالية هي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على سوق رأس المال القطري.
- في 14 سبتمبر 2005 صدر القانون رقم (33) لسنة 2005 والذي يقتضي بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية.

• في 3 أفريل 2005 صدر قانون بتعديل بعض أحكام القانون رقم (13) لسنة 2000 والخاص بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي، حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25 % من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول.

الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية العماني، البحريني والإماراتي

1- تاريخ موجز عن سوق سلطنة عمان [مسقط] للأوراق المالية[1]:

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/53 بتاريخ 21 جوان 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة، وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصوليا فيما بين أطراف التعامل – بائعين ومشترين – وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها، و رصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها، والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين.

استمرت السوق على هذا النحو إلى أن صدر المرسوم السلطاني السامي رقم 98/80 والذي نصت المادة (3) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما: الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية. سوق مسقط للأوراق المالية الحالية قد أصبحت كيانا قانونيا لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتستمد شرعيتها من المرسوم السلطاني السامي رقم (98/80)، حيث نصت المادة (9) منه على الآتي:

(يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق يسمى "سوق مسقط للأوراق المالية" وتتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية ويكون مقرها مدينة مسقط وتتبع السوق الهيئة).

أيضا تم إنشاء شركة مسقط للمقاصة والإيداع، وهي عبارة عن شركة مساهمة عمانية مقفلة (ش.م.ع.م) تأسست بالمرسوم السلطاني السامي رقم: 98/82 بتاريخ 25 فيفري 1998 وتمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 60% من رأسمالها، كما تمتلك البنوك وشركات الوساطة والاستثمار الحصة الباقية من رأسمالها.

لقد نصت المادة (11) من قانون سوق رأس المال على أن يقوم على إدارة السوق وتنظيم شئونها مجلس إدارة يختص بتصريف أمورها واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها في حدود السياسة العامة للهيئة ويتولى مجلسها- فيما بين أمور أخرى – إعداد مشاريع اللوائح والأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لتنظيم السوق، وعرضها على مجلس إدارة الهيئة لاعتمادها، ويشكل مجلس إدارة السوق من مدير عام السوق وممثل عن الهيئة والبنك المركزي العماني وأربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق، كما ويصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بتعيين

[1] - https://www.msm.gov.om/ تم الاطلاع على الموقع بتاريخ: 2015/02/20

كل من مدير عام السوق ورئيس مجلس إدارتها. أما الجمعية العامة للسوق فتتكون من شركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق والوسطاء المرخص لهم والبنك المركزي العماني.

إن حكومة السلطنة بقيادة صاحب الجلالة السلطان قابوس بن سعيد المعظم- حفظه الله ورعاه- قد ظلت تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية العماني وذلك بتبني إصلاحات واسعة جعلتها مواكبة للأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا وذلك بغية استقطاب المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية وقد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما فيها أسلوب التعامل بالأوراق المالية وآليات التسوية والمقاصة، بالإضافة إلى الوساطة المالية. ونتيجة لهذا أصبحت سوق السلطنة مؤهلة لأن تلعب دورا هاما في تنفيذ سياسة الدولة الرامية إلى تخصيص مؤسسات القطاع العام.

على صعيد العلاقات الإقليمية والدولية فإن خطط إدارة سوق مسقط للأوراق المالية هي توطيد العلاقات الإستراتيجية بالبورصات العالمية، فهي الآن عضو في اتحاد البورصات الأوربية والأسيوية، واتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات العالمية، هذا فضلا عن توقيعها مذكرات تفاهم مع بعض البورصات العالمية منها بورصة لندن، والبورصة المصرية والإسكندرية وبورصة كوالامبور.

2- سوق البحرين للأوراق المالية[1]:

تأسست "بورصة البحرين" كشركة مساهمة مقفلة بموجب مرسوم رقم (60) لسنة 2010 الصادر عن صاحب الجلالة الملك حمد بن عيسى آل خليفة ملك مملكة البحرين، لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية الذي تأسس عام 1987. وقد تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية في العام 1957، ليتواصل بعدها تأسيس الشركات المساهمة لتصل ذروتها في بداية الثمانينيات، وهي الفترة التي شهدت نشاطا كبيراً في تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ " سوق الجوهرة"، الذي شهد انهياراً حاداً متزامناً مع الانهيار الذي شهده "سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينات في القرن الماضي، الأمر الذي قامت معه حكومة البحرين في ذلك الوقت بإجراء دراسة بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لتأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين، ونتيجة للتوصية التي توصلت إليها الدراسة قامت حكومة مملكة البحرين بتأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987 بموجب مرسوم رقم (4)، ليباشر السوق عمله بشكل رسمي في جوان 1989، حيث كان عدد الشركات المدرجة حينها 29 شركة مساهمة عامة بحرينية، وكانت الأسهم العادية هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة آنذاك.

ومع بدأ عمل البورصة في عام 1989 تحت مسمى (سوق البحرين للأوراق المالية)، كان نظام التداول المطبق هو نظام التداول اليدوي والذي كان يطلق عليه "نظام المزايدة المكتوبة". ويقوم الدلالون وفقاً لهذا النظام بكتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقونها من المستثمرين في الأماكن المخصصة لها في قاعة التداول، ويتم إتمام الصفقات عندما تتماثل أسعار العرض والطلب.

[1] - http://www.bahrainbourse.net/bhb/about_us_ar.asp?page=about_us&sec=History_ تم الاطلاع على الموقع بـ: 2015/02/21

ومع تطور البورصة، بدأت المؤسسات الحكومية والشركات في إصدار عدد من الأدوات الاستثمارية، مستفيدة من البنية التشريعية والفنية التي أرستها البورصة، حيث شهدت البورصة إدراج وتسجيل الأسهم الممتازة والسندات والصكوك الإسلامية بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية ولتكون "بورصة البحرين"الأولى في المنطقة التي تدرج هذه الأدوات.

وفي العام 1999 بدأت "بورصة البحرين" بتطبيق نظام التداول الآلي، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليدوي الذي كان يُطبق سابقاً،كما شهد العام 2002 انتقال المسئوليات التشريعية والرقابية على قطاع رأس المال من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي، لتصبح "بورصة البحرين"بذلك خاضعة لرقابة وإشراف المصرف المركزي.

في العام 2010، انتقلت "بورصة البحرين" إلى مقرها الجديد في مرفأ البحرين المالي، وذلك بعد تجهيز المقر بأحدث التجهيزات الفنية والتقنية وأكثرها تطوراً بشكل يدعم جهود البورصة لتقديم مجموعة متنوعة ومتطورة من الخدمات التي تلبي احتياجات مصدري الأوراق والأدوات المالية بالإضافة إلى الوسطاء والمستثمرين، ومنذ تأسيسها انضمت البورصة إلى العديد من المنظمات الإقليمية والدولية مثل اتحاد البورصات وأسواق المال العربية والإتحاد الدولي للبورصات (WFE) وإتحاد البورصات الآسيوية والأوروبية (FEAS) ومنظمات الإيداع لإفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA)، ومؤسسة الترميز العالمية (ANNA)، مما أتاح لها الإطلاع بشكل دائم على آخر المستجدات التشريعية والفنية والإدارية في قطاع رأس المال.

3- سوق الإمارات للأوراق المالية[1]:

نص القانون الاتحادي رقم (4) لعام 2000م على إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع. وشرعت الهيئة فور إصدار القانون في وضع هياكلها الإدارية والفنية والأخذ بزمام المبادرة فيما يتعلق بإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية.

ونظراً لوجود سوقي أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي عملت الهيئة على تحقيق ربط إلكتروني بين السوقين، وذلك من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية وإصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً، أطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية كما يعرف كذلك باسم مؤشر هيئة الأوراق المالية والسلع الذي يعد في الوقت الحاضر المؤشر الرسمي لدولة الإمارات العربية المتحدة. ويوجد حاليا عدد من الشاشات الإلكترونية الخاصة بسوق الإمارات في قاعات التداول بالأسواق المالية في أبوظبي ودبي والشارقة ورأس الخيمة والفجيرة فضلاً عن مدينة العين.

وتقوم الهيئة سنويا بإصدار تقرير مطبوع عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية يتضمن كافة البيانات الخاصة بالسوق مثل حركة تداولات أسهم الشركات المدرجة، ونبذة عن الأداء المالي للشركات، ونسب النمو حسب القطاع وتقييم الشركات وغيرها من البيانات والمعلومات التي تفيد الباحثين والمحللين والمتخصصين.

---

[1] - http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/AboutESM.aspx تم الاطلاع على الموقع بتاريخ: 2015/02/22

يشمل سوق الإمارات للأوراق المالية كل من:

أ- سوق أبو ظبي للأوراق المالية[1]: تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000 وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنميه الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي. وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

ب-سوق دبي للأوراق المالية[2]: تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000. وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم)، وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. لقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم.

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM). ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم، وهو ما يعبر عن الرؤية الطموحة لسمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة رئيس الحكومة حاكم دبي.

---

[1] - https://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx تم الاطلاع على الموقع بتاريخ: 2015/02/22

[2] - http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801 تم الاطلاع على الموقع بتاريخ:2015/02/22

المبحث الثاني: دراسة مقارنة في سوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]

نعلم أنه تم إدراج المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية التركي بتاريخ 04 فيفري 2005، وبالتالي المقارنة سوف تكون عن طريق مقارنة المخاطر المالية المنتظمة في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية التركي (قطاع المؤسسات الكبيرة، والمؤسسات المتوسطة وأخيرا المؤسسات الصغيرة)، وذلك في فترة قبل دخول المشتقات المالية (من ماي 1994 إلى جانفي 2005)، وبعد دخول المشتقات المالية (من فيفري 2005 إلى جانفي 2015).

المطلب الأول: قياس المخاطر المالية بالنسبة للفترة ككل [من 1994/05 إلى 2015/01]

الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة

الجدول رقم (16): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N^*	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRLARGET_t$	C	0.9045	0	249	0.987707	-0.120156
		β	0.0000	1.002562			140.8731

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.9045، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.002562، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 140.8731، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.120156-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

معامل الانحدار $R^2 = 0.987707$، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل). ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي:

$$PRLARGET_t = (1.002562)\ PRIMIT_t.$$

---

* يمثل (N) عدد المشاهدات.

الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة

الجدول رقم (17): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRMIDT_t$	C	0.5026	0	249	0.987416	0.671377
		β	0.0000	0.994528			139.2166

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.5026، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.994528، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 139.2166، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.671377، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.987416، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDT_t = (0.994528)\ PRIMIT_t$.

الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة

الجدول رقم (18): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRSMALLT_t$	C	0.5031	0	249	0.983248	-0.670532
		β	0.0000	0.989646			120.4052

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.5031، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.989646، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 120.4052، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.670532-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.983248، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLT_t = (0.989646)\ PRIMIT_t$.

المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية قبل دخول المشتقات المالية [من 1994/05 إلى 2005/01]

الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة

الجدول رقم (19): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRLARGET_t$	C	0.9576	0	129	0.830456	-0.053319
		β	0.0000	1.034194			24.94132

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.9576، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.034194، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 24.94132، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.053319-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.830456، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGET_t = (1.034194)\ PRIMIT_t$.

الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة

الجدول رقم (20): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRMIDT_t$	C	0.2101	0	129	0.818232	1.259580
		β	0.0000	0.918985			23.91008

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.2101، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، لكن قيمة إحصائية t تساوي 1.259580 وهي أقل من رقم 2، إذن ليس لـ(C) دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.918985، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 23.91008، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 1.259580، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.818232، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDT_t = (0.918985)\ PRIMIT_t$.

الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة

الجدول رقم (21): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRSMALLT_t$	C	0.5087	0	129	0.742560	-0.662690
		β	0.0000	0.829385			19.13946

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.5087، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.829385، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 19.13946، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.662690-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار $R^2 = 0.742560$، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLT_t = (0.829385)\ PRIMIT_t$.

المطلب الثالث: قياس المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية [من 2005/02 إلى 2015/01]

الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة

الجدول رقم (22): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRLARGET_t$	C	0.6104	0	120	0.997976	-0.510798
		β	0.0000	1.000816			241.2128

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.6104، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.000816، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 241.2128، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.510798-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار $R^2 = 0.997976$، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGET_t = (1.000816)\ PRIMIT_t$.

الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة

الجدول رقم (23): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRMIDT_t$	C	0.8327	0	120	0.996588	-0.211688
		β	0.0000	0.997918			185.6570

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.8327، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.997918، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 185.6570، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.211688-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.996588، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDT_t = (0.997918)\ PRIMIT_t$.

الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة

الجدول رقم (24): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية التركي (اسطنبول)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIT_t$	$PRSMALLT_t$	C	0.3280	0	120	0.996080	0.982129
		β	0.0000	0.998675			173.1565

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.3280، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.998675، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 173.1565، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.982129، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار $R^2 = 0.996080$، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLT_t = (0.998675)\ PRIMIT_t$.

والجدول التالي يمثل ملخص لقيمة المخاطر المالية لمختلف قطاعات سوق تركيا للأوراق المالية خلال الفترات الثلاث: طوال الفترة (قبل وبعد دخول المشتقات المالية)، قبل دخول المشتقات المالية، بعد دخول المشتقات المالية.

الجدول رقم (25): قيمة المخاطر المالية لقطاعات سوق الأوراق المالية التركي

	مخاطر محفظة قطاع المؤسسات الكبيرة	مخاطر محفظة قطاع المؤسسات المتوسطة	مخاطر محفظة قطاع المؤسسات الصغيرة
خلال الفترة ككل (قبل وبعد دخول المشتقات المالية)	1.002562	0.994528	0.989646
خلال فترة ما قبل دخول المشتقات المالية	1.034194	0.918985	0.829385
خلال فترة ما بعد دخول المشتقات المالية	1.000816	0.997918	0.998675

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8.

من خلال الجدول نلاحظ أن قطاع المؤسسات الكبيرة هو الوحيد الذي تأثر بالنقصان، أي هو الوحيد الذي عندما أدخلت المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية انخفضت به المخاطر المالية من (β=1.034194) قبل دخول المشتقات المالية إلى (β=1.000816) بعد دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي، هذا ما يعادل نسبة انخفاض تقدر بـ: 3.3378% عكس كل من قطاع المؤسسات المتوسطة حيث ارتفعت فيه المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية من (β=0.918985) قبل دخول المشتقات المالية إلى (β=0.997918) بعد دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي، هذا ما يعادل نسبة ارتفاع تقدر بـ: 7.8933%، وقطاع المؤسسات الصغيرة الذي ارتفعت به المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية من (β=0.829385) قبل دخول المشتقات المالية إلى (β=0.998675) بعد دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي، هذا ما يعادل نسبة ارتفاع

تقدر بـ: 16.929%، وهي أكبر من نسبة ارتفاع المخاطر المالية في قطاع المؤسسات المتوسطة الحجم. كما أن كل النماذج المتحصل عليها في كافة قطاعات سوق الأوراق المالية التركي، قبل وبعد دخول المشتقات المالية، هي عبارة عن نماذج مطابقة لمتطلبات نموذج CAPM. أي أن عوائد المحافظ المالية المدروسة تُفسر بالكامل بمعامل β، فهي تتأثر بالمخاطرة فقط.

من كل ما سبق يمكن القول أنه كلما زاد حجم المؤسسات كلما زاد تأثير إدراج المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية على المخاطر المالية بالإيجاب، بحيث لما تعلق الأمر بقطاع المؤسسات الصغيرة ارتفعت المخاطر المالية بنسبة 16.929%، لكن في حالة قطاع المؤسسات المتوسطة ارتفعت المخاطر المالية بنسبة 7.8933%، ولكنها تعتبر أقل بالمقارنة بالمؤسسات الصغيرة (انخفاض مقدر بـ: 9.0357%)، لكن في حالة قطاع المؤسسات الكبيرة الحجم انخفضت المخاطر المالية (نسبة انخفاض تقدر بـ: 3.3378%).

وبحساب التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته (مؤسسات: كبيرة، متوسطة وصغيرة) قبل وبعد دخول المشتقات المالية، تبين أن التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته (كل على حدا) قبل دخول المشتقات المالية أكبر من التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته (متفرقة) بعد دخول المشتقات المالية، هذا يعني انخفاض المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي. (لقد تم سابقا الاعتماد على نموذج CAPM، وبالتحديد حساب المخاطر المنتظمة (β) لأنه يأخذ بعين الاعتبار التباين المشترك بين عائد المحفظة المالية وعائد السوق).

والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (26): التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته

		السوق ككل		قطاع المؤسسات الكبيرة	
		قبل	بعد	قبل	بعد
		$RRIMIT_1$	$RRIMIT_2$	$RRLARGET_1$	$RRLARGET_2$
N	Valid	129	120	129	120
	Missing	0	9	0	9
الانحراف المعياري Std. Deviation		0.174881801206	0.142999572393	0.192627291494	0.145773946422
التباين Variance		0.031	0.020	0.037	0.021
		قطاع المؤسسات المتوسطة		قطاع المؤسسات الصغيرة	
		قبل	بعد	قبل	بعد
		$RRMIDT_1$	$RRMIDT_2$	$RRSMALLT_1$	$RRSMALLT_2$
N	Valid	129	120	129	120
	Missing	0	9	0	9
الانحراف المعياري Std. Deviation		0.174955229680	0.141706322316	0.168456644232	0.143912392656
التباين Variance		0.031	0.020	0.028	0.021

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج SPSS.20

المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية الكويتي وأسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة

تتمثل هذه الدراسة في مقارنة قيمة المخاطر المالية المنتظمة المحسوبة في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية الكويتي خلال فترة وجود المشتقات المالية مع قيمة المخاطر المالية المنتظمة المحسوبة في مختلف قطاعات الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال نفس الفترة. مع العلم أن سوق الأوراق المالية الكويتي فقط يحتوي على المشتقات المالية عكس باقي أسواق الأوراق المالية العربية المدروسة.

المطلب الأول: قياس المخاطر المالية في قطاعات سوق الأوراق المالية الكويتي

الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة

الجدول رقم (27): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية الكويتي

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIK_t$	$PRLARGEK_t$	C	0.1921	0	119	0.998816	1.312024
		β	0.0000	0.997206			314.1531

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.1921، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.997206، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(β) تساوي 314.1531، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 1.312024، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار $R^2 = 0.998816$، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGEK_t = (0.997206)\ PRIMIK_t$.

الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة

الجدول رقم (28): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية الكويتي

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIK_t$	$PRMIDK_t$	C	0.1169	0	119	0.997428	1.579715
		β	0.0000	1.003273			213.0120

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.1169، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.003273، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 213.0120، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 1.579715، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار $R^2 = 0.997428$، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDK_t = (1.003273)\ PRIMIK_t$.

الفرع الثالث: قياس مخاطر محفظة قطاع المؤسسات الصغيرة ببورصة الكويت

الجدول رقم (29):قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية الكويتي

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIK_t$	$PRSMALLK_t$	C	0.0773	0	119	0.997125	-1.782235
		β	0.0000	0.996727			201.4241

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.0773، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.996727، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 201.4241، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (1.782235-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.997125، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLK_t = (0.996727)\ PRIMIK_t$.

المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية في قطاعات بورصة الأردن وقطر

الفرع الأول: قياس المخاطر المالية في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية الأردني

1- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية الأردني

الجدول رقم (30):قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية الأردني

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIJ_t$	$PRLARGEJ_t$	C	0.1917	0	119	0.995496	1.313107
		β	0.0000	1.003130			160.8178

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.1917، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.

• قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.003130، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 160.8178، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 1.313107، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.995496، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGEJ_t = (1.003130)\ PRIMIJ_t$.

2- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية الأردني

الجدول رقم (31): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية الأردني

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIJ_t$	$PRMIDJ_t$	C	0.6781	0	90	0.931842	0.416467
		β	0.0000	0.967802			34.68601

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.6781، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:

• قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.

• قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.967802، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 34.68601، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.416467، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.931842، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDJ_t = (0.967802)\ PRIMIJ_t$.

3- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية الأردني

الجدول رقم (32): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية الأردني

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIJ_t$	$PRSMALLJ_t$	C	0.4164	0	119	0.997752	0.815509
		β	0.0000	0.998223			227.8600

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.4164، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.998223، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 227.8600، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.815509، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.997752، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLJ_t = (0.998223)\ PRIMIJ_t$.

الفرع الثاني: قياس المخاطر المالية في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية القطري

1- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية القطري

الجدول رقم (33): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية القطري

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIQ_t$	$PRLARGEQ_t$	C	0.0706	0	119	0.997705	-1.824399
		β	0.0000	1.002571			225.5068

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.0706، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.002571، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 225.5068، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (1.824399-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.997705، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGEQ_t = (1.002571)\ PRIMIQ_t$.

2- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية القطرية

الجدول رقم (34):قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية القطري

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIQ_t$	$PRMIDQ_t$	C	0.1637	0	119	0.994557	-1.401548
		β	0.0000	0.993713			146.2072

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.1637، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.993713، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 146.2072، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (1.401548-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار $R^2 = 0.994557$، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDQ_t = (0.993713)\ PRIMIQ_t$.

3- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية القطري

الجدول رقم (35):قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية القطري

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIQ_t$	$PRSMALLQ_t$	C	0.4405	0	119	0.995058	-0.774036
		β	0.0000	0.990574			153.4775

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.4405، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.990574، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 153.4775، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.774036-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.995058، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLQ_t = (0.990574)\ PRIMIQ_t$.

المطلب الثالث: قياس المخاطر المالية في قطاعات بورصة مسقط [عمان] والبحرين

الفرع الأول: قياس المخاطر المالية في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية العماني

1- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية العماني [مسقط]

الجدول رقم (36):قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية العماني (مسقط)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIO_t$	$PRLARGEO_t$	C	0.0191	0	114	0.997991	-2.378282
		β	0.0000	1.002440			235.8754

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.0191، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، لكن معاملها يساوي 0.008271-، وقيمة إحصائية t المقابل لها تساوي 2.378282-، أقل من 2، ومنه (C) ليس لها دلالة إحصائية في النموذج (أنظر الملحق رقم (04)).
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.002440، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 235.8754، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (2.378282-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.997991، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGEO_t = (1.002440)\ PRIMIO_t$.

2- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية العماني

الجدول رقم (37): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية العماني (مسقط)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIO_t$	$PRMIDO_t$	C	0.8083	0	119	0.997824	-0.243137
		β	0.0000	0.999029			231.6222

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.8083، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.999029، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 231.6222، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.243137-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.997824، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDO_t = (0.999029)\ PRIMIO_t$.

3- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية العماني [مسقط]

الجدول رقم (38): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية العماني (مسقط)

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIO_t$	$PRSMALLO_t$	C	0.3310	0	119	0.998085	0.976230
		β	0.0000	1.002868			246.9143

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.3310، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.002868، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 246.9143، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.976230، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.998085، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLO_t = (1.002868)\ PRIMIO_t$.

الفرع الثاني: قياس المخاطر المالية في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية البحريني

1- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية البحريني

الجدول رقم (39): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية البحريني

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIB_t$	$PRLARGEB_t$	C	0.4971	0	119	0.997040	-0.681159
		β	0.0000	1.016675			198.5253

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.4971، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.016675، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 198.5253، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (0.681159-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.997040، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGEB_t = (1.016675)\ PRIMIB_t$.

2- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية البحريني

الجدول رقم (40): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية البحريني

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIB_t$	$PRMIDB_t$	C	0.6840	0	79	0.906085	0.408586
		β	0.0000	0.964200			27.25597

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.6840، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.964200، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 27.25597، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.408586، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.906085، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDB_t = (0.964200)\ PRIMIB_t$.

3- قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية البحريني

الجدول رقم (41): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية البحريني

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIB_t$	$PRSMALLB_t$	C	0.0218	0.010093	119	0.996588	2.325477
		β	0.0000	0.997170			184.8576

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.0218، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0.010093، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.997170، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 184.8576، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 2.325477، وهي أكبر من 2، هذا معناه قيمة (C) تختلف عن 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.996588، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي:

$$PRSMALLB_t = (0.997170)\ PRIMIB_t + 0.010093$$

المطلب الرابع: قياس المخاطر المالية في قطاعات سوق الأوراق المالية الإماراتي

الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة

الجدول رقم (42): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية الإماراتي

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIE_t$	$PRLARGEE_t$	C	0.5816	0	119	0.996235	0.552655
		β	0.0000	1.007027			175.9604

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.5816، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 1.007027، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أكبر من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق (معناه أن التذبذب في المحفظة أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق ككل).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 175.9604، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).
- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.552655، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.
- معامل الانحدار R^2 = 0.996235، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).
- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRLARGEE_t = (1.007027)\ PRIMIE_t$.

الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة

الجدول رقم (43): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية الإماراتي

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIE_t$	$PRMIDE_t$	C	0.2193	0	119	0.990051	-1.235130
		β	0.0000	0.985725			107.9032

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.2193، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.985725، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 107.9032، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي (1.235130-)، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.990051، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRMIDE_t = (0.985725)\ PRIMIE_t$.

الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة

الجدول رقم (44): قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية الإماراتي

المتغير المستقل	المتغير التابع	المَعْلَمَة	احتمال الخطأ	القيمة	N	R^2	t-Statistic
$PRIMIE_t$	$PRSMALLE_t$	C	0.5933	0	119	0.994600	0.535468
		β	0.0000	0.984357			146.7958

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8

من الجدول يتضح أن:

- الاحتمال **(Probability)**: بالنسبة لـ(C) يساوي 0.5933، أما بالنسبة لـ(β) فيساوي 0.0000، إذا:
  - قيمة (C) تساوي 0، لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من 5%، أي ليس لها دلالة إحصائية في النموذج.
  - قيمة المخاطر المنتظمة (β) تساوي 0.984357، لأن الاحتمال المقابل لها أقل من 5%، وهي أقل من الواحد الصحيح، إذن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق (أي نسبة مدى تذبذب المحفظة أقل من نسبة مدى تذبذب السوق).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** تساوي 146.7958، وهي أكبر من 2، إذا هناك احتمال 95% بأن المتغير المستقل (عوائد السوق) له علاقة بالمتغير التابع (عوائد محفظة القطاع).

- قيمة إحصائية t **(t-Statistic)** بالنسبة لـ(C) تساوي 0.535468، وهي أقل من 2، هذا معناه قيمة (C) تساوي 0.

- معامل الانحدار R^2 = 0.994600، وهو يقترب من 1، إذا النموذج ذو دقة (جودة) عالية، هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل).

- ومنه يمكن كتابة النموذج على النحو التالي: $PRSMALLE_t = (0.984357)\ PRIMIE_t$.

والجدول التالي يمثل ملخص لقيمة المخاطر المالية لمختلف قطاعات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة:

الجدول رقم (45): قيمة المخاطر المالية لقطاعات سوق الأوراق المالية العربية محل الدراسة

	مخاطر محفظة قطاع المؤسسات الكبيرة	مخاطر محفظة قطاع المؤسسات المتوسطة	مخاطر محفظة قطاع المؤسسات الصغيرة
بورصة الكويت	0.997206	1.003273	0.996727
بورصة عمان (الأردن)	1.003130	0.967802	0.998223
بورصة قطر	1.002571	0.993713	0.990574
بورصة مسقط (سلطنة عمان)	1.002440	0.999029	1.002868
بورصة البحرين	1.016675	0.964200	0.997170
بورصة الإمارات	1.007027	0.985725	0.984357

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج EVIEWS.8.

من الجدول السابق نلاحظ:

نلاحظ أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية وبالخصوص قطاع المؤسسات الكبيرة الحجم ساهم في التقليل من حدة المخاطر المالية المنتظمة، حيث نلاحظ أن β في سوق الأوراق المالية الكويتي قطاع المؤسسات الكبيرة الحجم، والذي قيمته (β=0.997206) أقل من β باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة. لكن في قطاع المؤسسات المتوسطة الحجم حدث العكس حيث ساهم دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي في زيادة حدة المخاطر المالية والتي تساوي (β=1.003273) مقارنة مع قطاع المؤسسات المتوسطة الحجم في باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة. أما بالنسبة لقطاع المؤسسات الصغيرة نستطيع أن نقول أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية لا يؤثر على المخاطر المالية. كما أن كل النماذج المتحصل عليها في قطاعات أسواق الأوراق المالية العربية، هي نماذج مطابقة لمتطلبات نموذج CAPM، أي أن عوائد المحافظ المالية المدروسة تُفسر بالكامل بمعامل β، فهي تتأثر بالمخاطرة فقط. إلا في قطاع المؤسسات الصغيرة لسوق الأوراق المالية البحريني فتوجد عوامل أخرى تؤثر على العائد إضافة إلى المخاطرة، كحجم الشركة مثلا.

وبحساب التباين والانحراف المعياري لعوائد قطاعات أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة خلال فترة دخول المشتقات المالية لسوق الأوراق المالية الكويتي، اتضح أن التباين والانحراف المعياري لسوق الأوراق المالية الكويتي عموما إما أن يكون يساوي أو أقل من باقي التباينات والانحرافات لباقي قطاعات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة. وبالتالي يمكن القول أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي ساهم في تقليل المخاطر المالية بالمقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة.

الجدول رقم(46): التباين والانحراف المعياري لعوائد قطاعات أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة

		السوق ككل للأسواق المالية العربية محل الدراسة					
		RRIMIK	RRIMIJ	RRIMIQ	RRIMIO	RRIMIB	RRIMIE
N	Valid	119	119	119	119	119	119
	Missing	0	0	0	0	0	0
Std. Deviation		0.1114548	0.1079437	0.1282391	0.1090151	0.1119494	0.1492324
Variance		0.012	0.012	0.016	0.012	0.013	0.022
		قطاع المؤسسات الكبيرة للأسواق المالية العربية محل الدراسة					
		RRLARGEK	RRLARGEJ	RRLARGEQ	RRLARGEO	RRLARGEB	RRLARGEE
N	Valid	119	119	119	114	119	119
	Missing	0	0	0	5	0	0
Std. Deviation		0.1134705	0.1252946	0.1332373	0.1120968	0.1204067	0.1580579
Variance		0.013	0.016	0.018	0.013	0.014	0.025
		قطاع المؤسسات المتوسطة للأسواق المالية العربية محل الدراسة					
		RRMIDK	RRMIDJ	RRMIDQ	RRMIDO	RRMIDB	RRMIDE
N	Valid	119	90	118	119	79	119
	Missing	0	29	1	0	40	0
Std. Deviation		0.1182603	0.2409093	0.0859221	0.1147192	0.2388078	0.1524997
Variance		0.014	0.058	0.007	0.013	0.057	0.023
		قطاع المؤسسات الصغيرة للأسواق المالية العربية محل الدراسة					
		RRSMALLK	RRSMALLJ	RRSMALLQ	RRSMALLO	RRSMALLB	RRSMALLE
N	Valid	119	118	118	119	119	119
	Missing	0	1	1	0	0	0
Std. Deviation		0.1124178	0.0643818	0.0878543	0.1160734	0.1105858	0.1447406
Variance		0.013	0.004	0.008	0.013	0.012	0.021

المصدر: من إعداد الباحث بناءا على مخرجات برنامج SPSS.20.

المبحث الرابع: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي والكويتي قبل وبعد دخول المشتقات المالية

المطلب الأول: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي

الفرع الأول: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي قبل دخول المشتقات المالية

بعد تحديد المدخلات والتي هي عبارة عن أسعار مؤشر سوق الأوراق المالية التركي قبل فترة دخول المشتقات المالية، وبعد القيام بعملية التحليل بواسطة شبكة بيرسبيترون متعدد الطبقات (MLP) توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (47): نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية التركي قبل دخول المشتقات المالية

المجموعات	النسبة %	العدد	متوسط مربع الأخطاء MSE	متوسط المؤشر
التدريب Training	70	91	3933.13485	
التأكيد Validation	15	19	8169.31418	
الاختبار Testing	15	19	3604.22338	
مجموع المشاهدات	100	129		589.937

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من مخرجات برنامج MATLAB.2011a

من الجدول يتبين أن عدد المشاهدات هو 129 مشاهدة، تم تجزئتها باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية (برنامج MATLAB، شبكة بيرسبيترون) بشكل عشوائي، حيث تم تخصيص 91 مشاهدة بنسبة 70% كمجموعة تدريب (Training Set)، و 19 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة تأكيد (Validation Set) بينما خصص 19 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة اختبار (Testing Set).

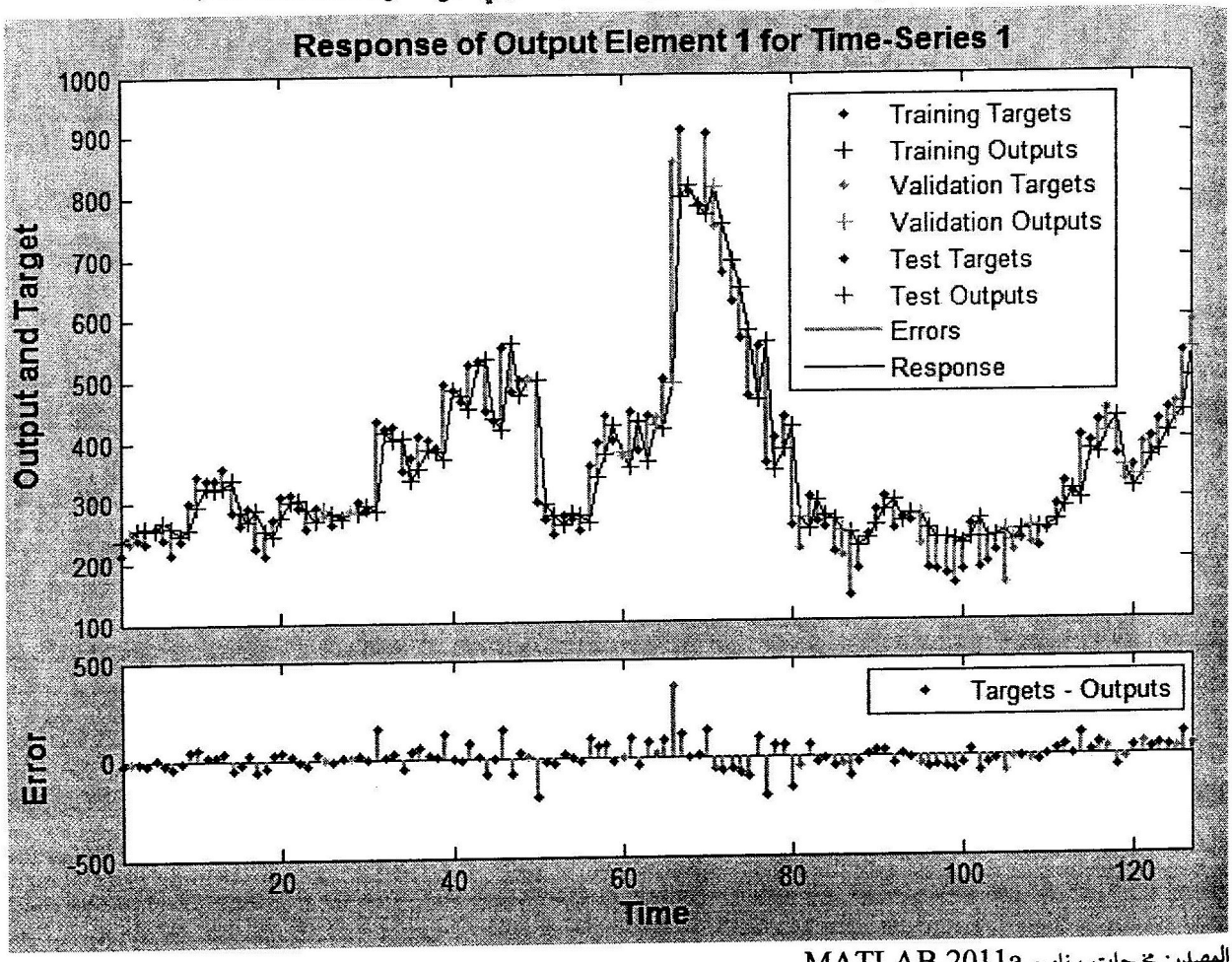
نلاحظ أن متوسط مربع الأخطاء (MSE) في مرحلة الاختبار وهي المرحلة الأخيرة في التحليل يساوي 3604.22338، وهو يمثل بالنسبة لمتوسط مؤشر السلسلة محل الدراسة خطأ في التنبؤ بنسبة 610.9506%* وبالتالي الدقة في التنبؤات تساوي (- 510.9506%**)، أي أن الخطأ في التنبؤ كبير جدا والدقة في التنبؤ صغيرة جدا. ومنه لا يمكن التنبؤ بقيمة مؤشر سوق الأوراق المالية التركي قبل دخول المشتقات المالية، وهذا يعني أن سوق الأوراق المالية التركي كفئ، (بناءا على المدخلات (y_{t-1}) لا يمكن التنبؤ بالمخرجات (y_t).

والشكل التالي يوضح مقدار الخطأ في التنبؤ:

* (3604.22338/589.937)×100 = 610.9506%

** (100% - 610.9506% = -510.9506%)

الشكل رقم (18): مقدار الخطأ في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية التركي قبل دخول المشتقات المالية



المصدر: مخرجات برنامج MATLAB.2011a

الفرع الثاني: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية

المدخلات في هذه الحالة هي عبارة عن أسعار مؤشر سوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية.

وبعد القيام بعملية التحليل بواسطة شبكة بيرسبيترون متعدد الطبقات (MLP) توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (48): نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية

المجموعات	النسبة %	العدد	متوسط مربع الأخطاء MSE	متوسط المؤشر
التدريب Training	70	84	8202.97277	
التأكيد Validation	15	18	14604.1005	
الاختبار Testing	15	18	4074.02564	
مجموع المشاهدات	100	120		1000

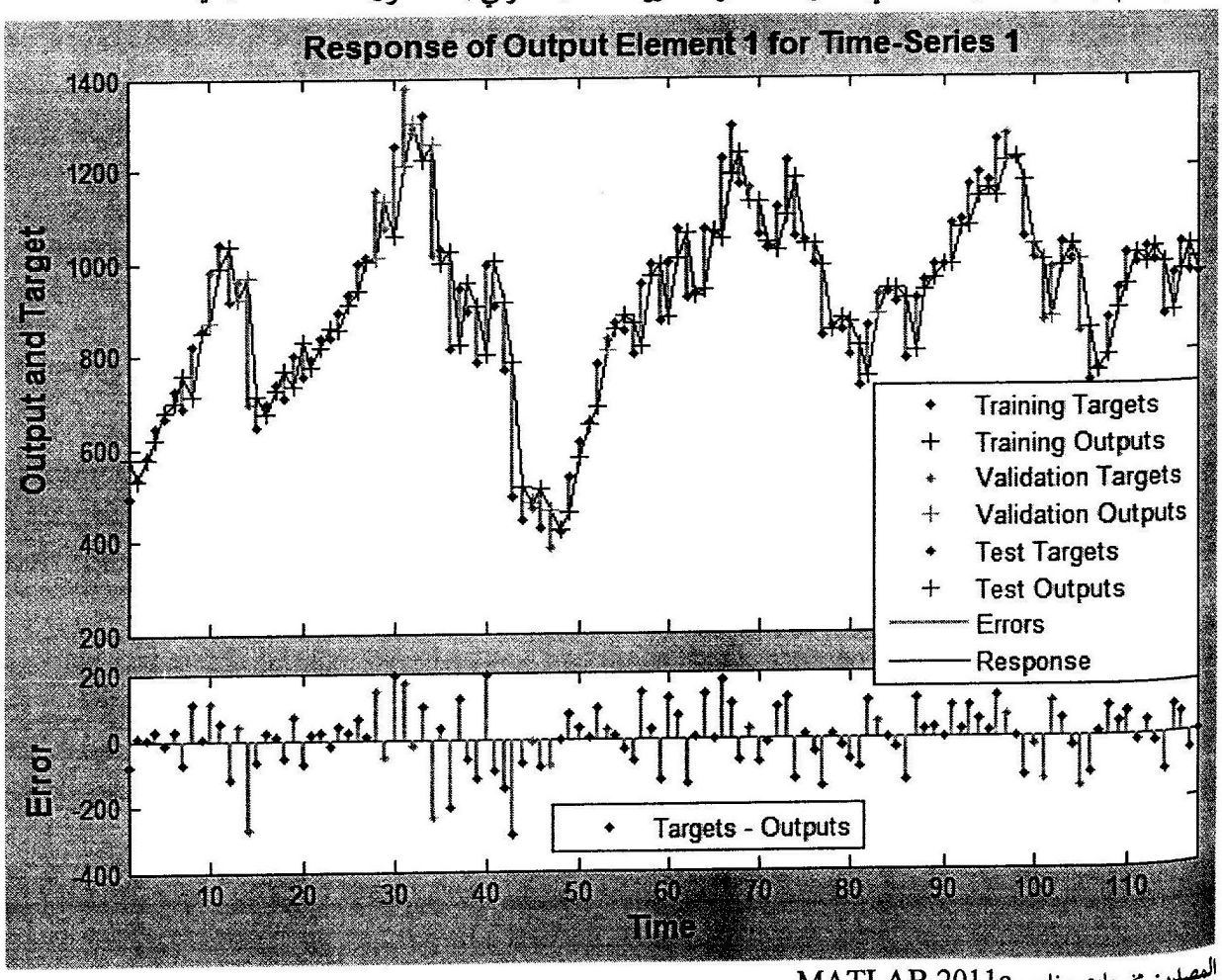
المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من مخرجات برنامج MATLAB.2011a

من الجدول يتبين أن عدد المشاهدات هو 120 مشاهدة، تم تجزئتها باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية (برنامج MATLAB، شبكة بيرسبيترون) بشكل عشوائي، حيث تم تخصيص 84 مشاهدة بنسبة 70% كمجموعة تدريب (Training Set)، و 18 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة تأكيد (Validation Set) بينما خصص 18 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة اختبار (Testing Set).

نلاحظ أن متوسط مربع الأخطاء في التنبؤ (MSE) في مرحلة الاختبار وهي المرحلة الأخيرة في التحليل يساوي 4074.02564، وهو يمثل بالنسبة لمتوسط مؤشر السلسلة محل الدراسة خطأ في التنبؤ بنسبة 407.4026%، وبالتالي الدقة في التنبؤات تساوي (- 307.4026%)، أي أن الخطأ في التنبؤ كبير جدا والدقة في التنبؤ صغيرة جدا. ومنه لا يمكن التنبؤ بقيمة مؤشر سوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية، وهذا يعني أن سوق الأوراق المالية التركي كفئ، (بناءا على المدخلات (y_{t-1}) لا يمكن التنبؤ بالمخرجات y_t). دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي ساهم في الحفاظ على كفاءة السوق.

والشكل التالي يوضح مقدار الخطأ في التنبؤ:

الشكل رقم (19): مقدار الخطأ في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية



المصدر: مخرجات برنامج MATLAB.2011a

المطلب الثاني: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي

الفرع الأول: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي قبل دخول المشتقات المالية

لقد تم تحديد المدخلات والتي هي عبارة عن أسعار مؤشر سوق الأوراق المالية الكويتي قبل فترة دخول المشتقات المالية، وبعد القيام بعملية التحليل بواسطة شبكة بيرسبيترون متعدد الطبقات (MLP) توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (49): نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية الكويتي قبل دخول المشتقات المالية

المجموعات	النسبة %	العدد	متوسط مربع الأخطاء MSE	متوسط المؤشر
التدريب Training	70	656	936.54551	
التأكيد Validation	15	140	1086.43025	
الاختبار Testing	15	140	598.70029	
مجموع المشاهدات	100	936		3575.880435

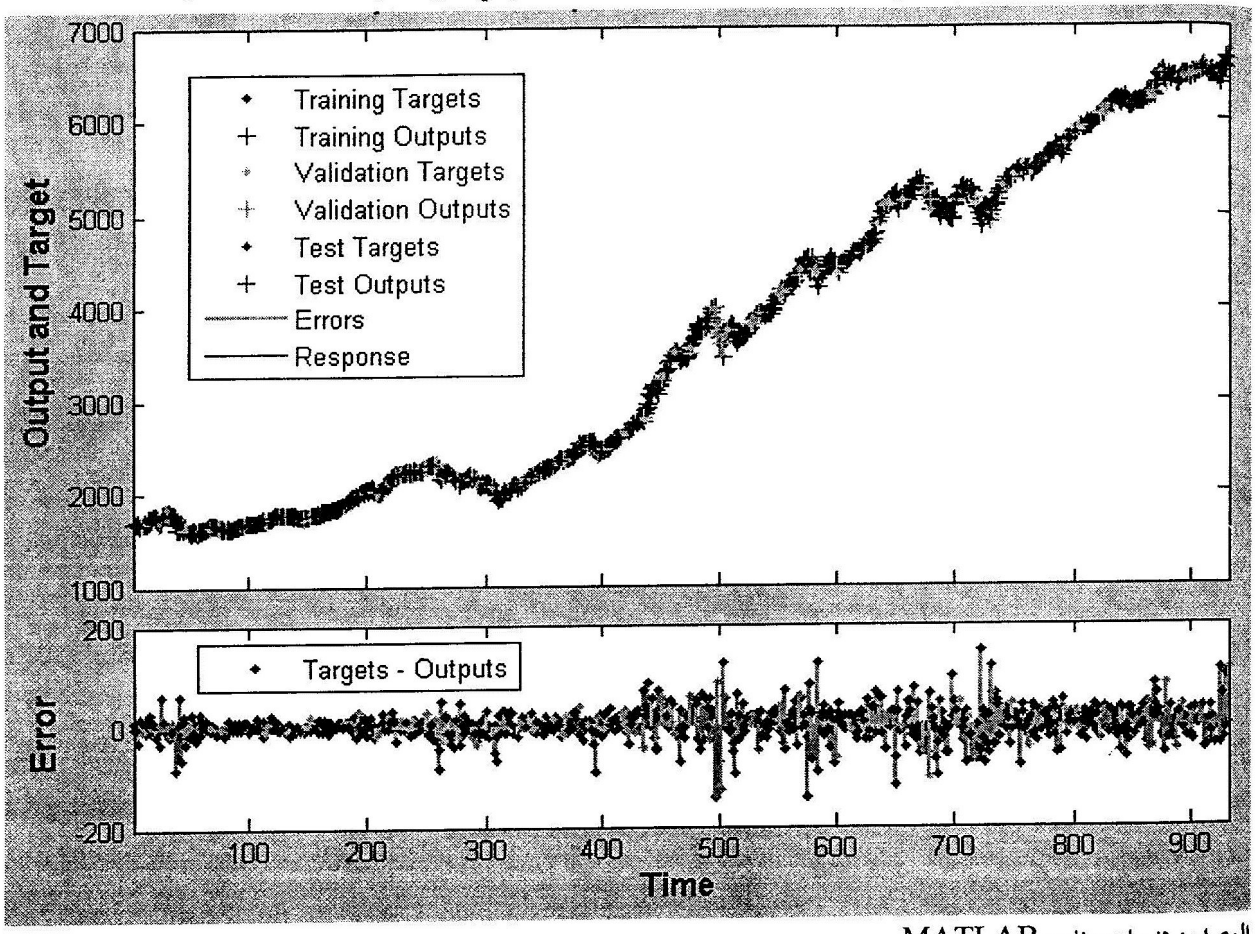
المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من مخرجات برنامج MATLAB.2011a

من الجدول يتبين أن عدد المشاهدات هو 936 مشاهدة، تم تجزئتها باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية (برنامج MATLAB، شبكة بيرسبيترون) بشكل عشوائي، حيث تم تخصيص 656 مشاهدة بنسبة 70% كمجموعة تدريب (Training Set)، و 140 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة تأكيد (Validation Set) بينما خصص 140 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة اختبار (Testing Set).

نلاحظ أن متوسط مربع الأخطاء في التنبؤ (MSE) في مرحلة الاختبار وهي المرحلة الأخيرة في التحليل يساوي 598.70029، وهو يمثل بالنسبة لمتوسط مؤشر السلسلة محل الدراسة خطأ في التنبؤ بنسبة 16.74274% وبالتالي الدقة في التنبؤات تساوي 83.25726%، أي أن الخطأ في التنبؤ صغير والدقة في التنبؤ كبيرة. ومنه يمكن التنبؤ بقيمة مؤشر سوق الأوراق المالية الكويتي قبل دخول المشتقات المالية، وهذا يعني أن سوق الأوراق المالية الكويتي غير كفئ، (بناءا على المدخلات (y_{t-1}) يمكن التنبؤ بالمخرجات (y_t).

والشكل التالي يوضح مقدار الخطأ في التنبؤ:

الشكل رقم (20): مقدار الخطأ في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية الكويتي قبل دخول المشتقات المالية



المصدر: مخرجات برنامج MATLAB

الفرع الثاني: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية

تتمثل المدخلات في كونها عبارة عن أسعار مؤشر سوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية وبعد القيام بعملية التحليل بواسطة شبكة بيرسبيترون متعدد الطبقات (MLP) توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (50): نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية

المجموعات	النسبة %	العدد	متوسط مربع الأخطاء MSE	متوسط المؤشر
التدريب Training	70	1772	4358.2976	
التأكيد Validation	15	380	4978.38151	
الاختبار Testing	15	380	7505.57027	
مجموع المشاهدات	100	2532		9099.577114

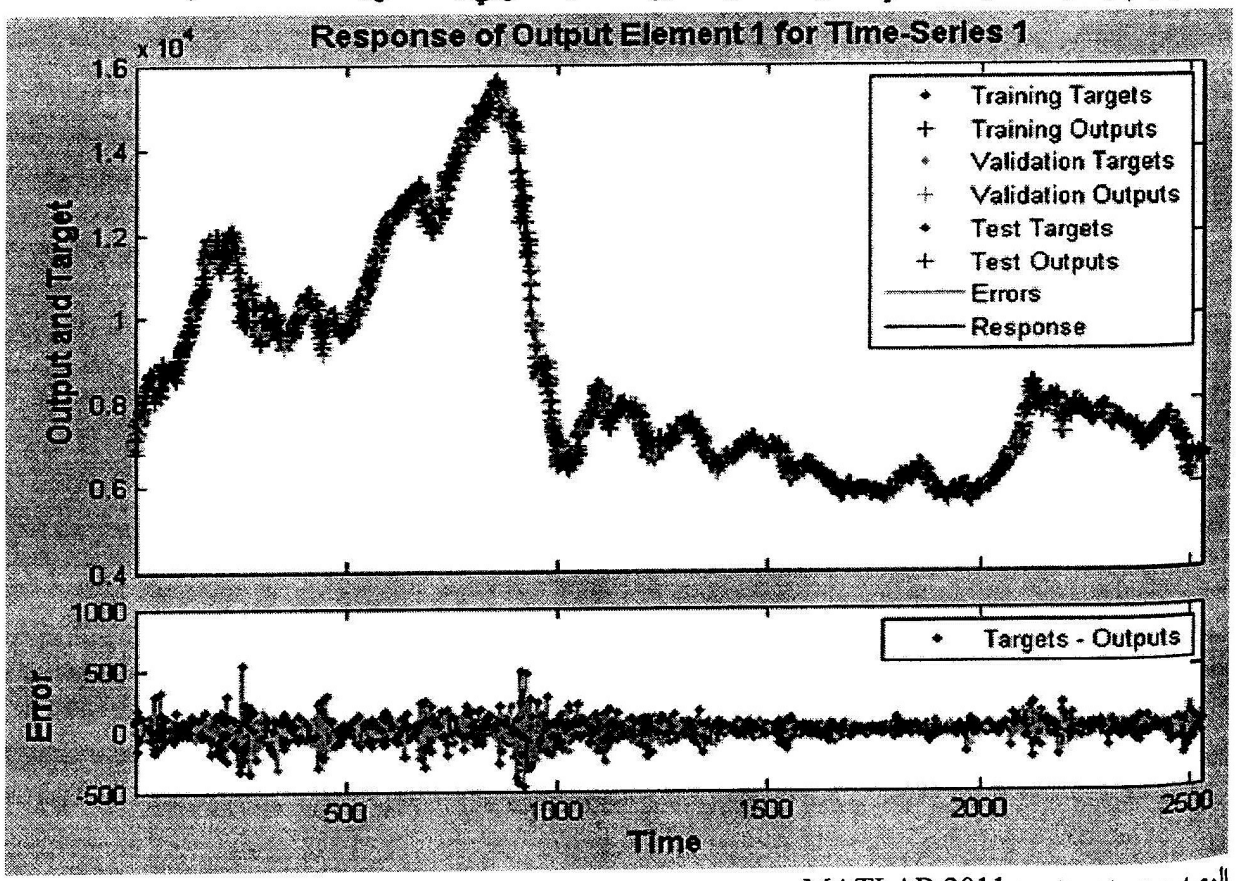
المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من مخرجات برنامج MATLAB.2011a

من الجدول يتبين أن عدد المشاهدات هو 2532 مشاهدة، تم تجزئتها باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية (برنامج MATLAB، شبكة بيرسبيترون) بشكل عشوائي، حيث تم تخصيص 1772 مشاهدة بنسبة 70% كمجموعة تدريب (Training Set)، و 380 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة تأكيد (Validation Set) بينما خصص 380 مشاهدة بنسبة 15% كمجموعة اختبار (Testing Set).

نلاحظ أن متوسط مربع الأخطاء في التنبؤ (MSE) في مرحلة الاختبار وهي المرحلة الأخيرة في التحليل يساوي 7505.57027، وهو يمثل بالنسبة لمتوسط مؤشر السلسلة محل الدراسة خطأ في التنبؤ بنسبة 82.48263%، وبالتالي الدقة في التنبؤات تساوي 17.51737%، أي أن الخطأ في التنبؤ كبير والدقة في التنبؤ صغيرة. ومنه لا يمكن التنبؤ بقيمة مؤشر سوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية، وهذا يعني أن سوق الأوراق المالية الكويتي كفئ، (بناءا على المدخلات (y_{t-1}) لا يمكن التنبؤ بالمخرجات y_t). لقد ساهمت المشتقات المالية في كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي.

والشكل التالي يوضح مقدار الخطأ في التنبؤ:

الشكل رقم (21): مقدار الخطأ في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية



المصدر: مخرجات برنامج MATLAB.2011a

خلاصة الفصل الرابع

تستخدم منتجات الهندسة المالية وبالتحديد المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية بهدف تمكين المؤسسات والمستثمرين من إدارة المخاطر التي يواجهونها، من خلال تقليلها أو مبادلتها، وتوفير مصادر تمويل متنوعة، إدارة السيولة وزيادة حجم التداول في السوق...الخ.

ومن خلال دراستنا هذه، والتي عالجت التغير في المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية، وكذلك دراسة مدي كفاءة سوق الأوراق المالية قبل وبعد دخول المشتقات المالية. بحيث قمنا بدراسة مقارنة بين سوقين ماليين للحالات التالية:

- حالة سوق الأوراق المالية التركي (بكل قطاعاته)، عن طريق مقارنة المخاطر المالية للسوق وقطاعاته قبل تداول المشتقات المالية مع المخاطر المالية للسوق وقطاعاته بعد تداول المشتقات المالية؛

- حالة سوق الأوراق المالية الكويتي (بكل قطاعاته) بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة (بكل قطاعاتها)، وذلك خلال فترة دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي، ومع العلم أن باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة لا تتداول فيها المشتقات المالية. لقد قمنا بمقارنة حجم المخاطر المالية في هذه الأسواق المالية محل الدراسة؛

- دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية التركي قبل تداول المشتقات المالية بالمقارنة مع فترة دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي؛

- دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي خلال فترة قبل دخول المشتقات المالية إلى السوق بالمقارنة مع فترة دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي.

لقد اتضح لنا من هذه الدراسة ما يلي:

- تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية التركي وبالتحديد قطاع المؤسسات الكبيرة ساهم في تقليل المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في الأوراق المالية لهذه المحفظة، أما بالنسبة لقطاع المؤسسات المتوسطة فنسبة زيادة المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية تعتبر أقل من نسبة الزيادة في المخاطر المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بعد دخول المشتقات المالية لهذه السوق. وبالتالي يمكن القول أنه كلما زاد حجم المؤسسات كلما قلت المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في المحافظ المالية لهذه المؤسسات.

- التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته (كل على حدا) قبل دخول المشتقات المالية أكبر من التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته(متفرقة) بعد دخول المشتقات المالية. هذا يعني أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته ساهم في التقليل من المخاطر المالية.

- بالنسبة لحالة سوق الأوراق المالية الكويتي وقطاعاته بالمقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية وقطاعاتها. اتضح لنا أن تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الكويتي وبالتحديد قطاع المؤسسات الكبيرة ساهم في تقليل المخاطر المالية بالمقارنة مع قطاعات المؤسسات الكبيرة للبلدان العربية محل الدراسة، لكن بالنسبة لقطاع المؤسسات المتوسطة فلقد زادت المخاطر في سوق الأوراق المالية الكويتي بالمقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية. وبالنسبة لقطاع المؤسسات الصغيرة فيمكن القول أنه لا يوجد اختلاف كبير بين المخاطر المالية لمختلف قطاعات المؤسسات الصغيرة للبلدان العربية محل الدراسة.

- التباين والانحراف المعياري لسوق الأوراق المالية الكويتي عموما إما أن يكون يساوي أو أقل من باقي التباينات والانحرافات لباقي قطاعات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة. وبالتالي يمكن القول أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي ساهم في تقليل المخاطر المالية بالمقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة.

- عند الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية التركي باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية، توصلنا إلى أنه لا يمكن التنبؤ بمؤشرات سوق الأوراق المالية التركي لا قبل دخول المشتقات المالية ولا بعدها، وبالتالي يعتبر سوق الأوراق المالية التركي كفؤا خلال مرحلة قبل تداول المشتقات المالية فيه وبعدها. أي أن تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية التركي ساهم في الحفاظ على كفاءة هذه السوق.

- وعند الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية، اتضح لنا أنه قبل تداول المشتقات المالية في هذه السوق كان بالإمكان التنبؤ بمؤشر هذه السوق، أي أن السوق غير كفئة، لكن بعد تداول المشتقات المالية في هذه السوق أصبح من غير الممكن التنبؤ بمؤشر هذه السوق، وبالتالي تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الكويتي ساهم في كفاءة هذه السوق.

الخاتمة

الخاتمة

الإدارة المالية هي أحد أهم إدارات أي مشروع (تجاري، صناعي، خدمي). فهي الإدارة المسؤولة عن دراسة أفضل الطرق المؤدية للحصول على رأس المال اللازم وأفضل الطرق لاستخدام هذا التمويل، تختص الإدارة المالية بوضع الخطط الحكيمة والتنظيم والمتابعة لدخول وخروج رؤوس الأموال من وإلى المؤسسة، وتوظيفها لتعظيم قيمة المنشأة أو المشروع. تقوم الإدارة المالية بالتنبؤ والتخطيط، وتساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرئيسية وتمويلها التنسيق والرقابة، وتتعامل مع الأسواق المالية وتساعد على إدارة الخطر. وذلك لهدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة واستثمار رأس المال بكفاءة لضمان تعظيم ثروة المساهمين وتحقيق البقاء والنمو والاستمرار، وتخدم الدائنين، العاملون والمجتمع والاقتصاد ككل.

يعتبر السوق المالي آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية، ويتم هذا التحويل من خلال إصدار أوراق مالية تباع في السوق المالي. ينقسم السوق المالي إلى: السوق الأولية (سوق الإصدار)، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تم طرحها لأول مرة للاكتتاب، فهي حلقة وصل بين المستثمرين والمؤسسات. أما السوق الثانوية (سوق التداول)، فهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، فهي توفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار.

الهندسة المالية هي ذلك الابتكار والإبداع المالي، والتي تتضمن الأدوات والعمليات المالية وتقدم حلول للمشكلات المالية، والهندسة المالية تصميم وتطوير لأدوات وآليات مالية، إذن الهندسة المالية فن يمكن ممارسته إذا توفرت المعرفة في مجال الإدارة المالية، فالتأجير التمويلي والتشغيلي، وبيع الأصول ثم إعادة تأجيرها، السهم الممتاز وتقسيم الأسهم، والتوزيعات في صورة أسهم، كل هذه يعتبر هندسة مالية. كما تتضمن الهندسة المالية عدة أنواع من الأنشطة: (ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان، ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف، كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارية الالكترونية، ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلاؤم الظروف المحيطة بالمشروع). والابتكار يعني أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

ومن كل ما سبق ذكره نتوصل إلى أن الهندسة المالية هي إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط المضاربة والاستثمار، والتي تدور جميعها حول إدارة المخاطر.

لقد تعاقب انهيار الأنظمة المالية، وفشل العديد من المؤسسات المالية وغير المالية، والانكماش في النشاط الاقتصادي الكلي، وكل هذا يسمى بالأزمات المالية. شهد العالم هذه الأزمات بداية من سنة 1929 (أزمة الكساد الكبير)، والتي كان من أهم أسبابها الانخفاض الكبير نسبيا والمفاجئ في أسعار الأسهم المتداولة في البورصات. تلتها أزمة 1987 (أزمة الاثنين الأسود)، حيث كانت بسبب زيادة نسبة التضخم، نقص السيولة

وارتفاع أسعار الفائدة...الخ، في الولايات المتحدة الأمريكية. وجاءت بعدها أزمة المكسيك 1994 (أزمة سعر صرف عملة المكسيك "البيزو"، وأزمة النمور الأسيوية 1997، كذلك أزمة فقاعة الأنترنيت سنة 2000 بسبب أن أسهم شركات الانترنت ارتفعت أسعارها بالرغم من أن العديد من هذه الشركات لم تحقق أرباحا حقيقية، مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000.

أما آخر أزمتين هما أزمة الرهن العقاري بداية من سنة 2007، والتي من أهم أسبابها توريق الديون العقارية. وجاءت بعدها أزمة الديون السيادية نهاية سنة 2009 وبداية سنة 2010، والتي شملت خاصة مجموعة الدول المنطوية تحت لواء الوحدة الأوروبية، وبالأخص كل من البرتغال، ايرلندا، ايطاليا، اليونان واسبانيا (أو كما يطلق عليها PIIGS)، وهذا الأمر أصبح يثير مخاوف لدى دول المجموعة حول مصير الوحدة النقدية الأوروبية، وحتى حول الاتحاد في حد ذاته.

الخطر المالي: هو الارتفاع في مخاطر الاستغلال (بسبب الاستدانة)، أو هو عبارة عن الخسارة المحتملة في الأسواق المالية نتيجة عدم قدرة الأصول الجارية على تغطية الالتزامات، أو نتيجة التغير في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا، فالخطر المالي يقاس كما وتصاحبه حالة عدم التأكد من نتيجة معينة. يرتبط الخطر أيضا باستخدام الديون في تمويل احتياجات المؤسسة، أو بتقلب الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.

إدارة المخاطر المالية يترتب عليها تخفيض مستوى المخاطر المالية التي يحتمل أن تحدث، ويأتي في مقدمة هذه المخاطر مخاطر السوق ومخاطر تغير سعر الفائدة، مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، مخاطر التشغيل والمخاطر القانونية...الخ. وعندما تتمكن إدارة المخاطر المالية من وضع آليات للتعامل مع تلك المخاطر، سوف تجد الوقت الكافي للتعامل مع المخاطر التي ترتبط بعملياتها، وعدم قدرة المؤسسة على إدارة المخاطر المالية قد يأخذ بها إلى طريق الإفلاس.

و هناك أدوات عديدة للتعامل مع هاته المخاطر وإدارتها كالتغطية والتحوط ضد المخاطر المالية. كما يمكن استعمال كل من منتجات الهندسة المالية لإدارة المخاطر المالية كالمشتقات المالية (الخيارات المالية مثلا) فالمشتقات المالية تعد ابتكارات ناجحة جدا في أسواق المال، ويمكن تصنيف المتعاملين أو المتاجرين في المشتقات إلى ممارسي التحوط (Hedgers) ومضاربين، ويكون ممارسوا التحوط في وضع يواجهون فيه مخاطرة مرتبطة بسعر أصل ما وهم يستخدمون المشتقات للإقلال من المخاطرة أو القضاء عليها. أيضا للتنويع والتوريق دور هام في إدارة المخاطر المالية.

إن اللجوء إلى البورصة والاستثمار في الأوراق المالية بأنواعها (أسهم، سندات، مشتقات...) يصاحبه العديد من المخاطر. فمنها ما قد ينجم عن مخاطر التضخم وسعر الفائدة أو سعر الورقة المالية، مخاطر إدارية وأخرى سياسية...الخ، فصعوبة تحديد معدلات العائد المرتبطة بهذا الاستثمار تطلب من المستثمرين الدراية الجيدة بالأسواق المالية عن طريق قياس المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية أو المحفظة المالية.

يمكن قياس المخاطر المالية عن طريق أدوات القياس المختلفة للمخاطر المالية (التباين والانحراف المعياري معامل الاختلاف، معامل التغاير، معامل الارتباط، معامل بيتا ...الخ)، وتقييم أداء المحافظ المالية عن طريق (نماذج

كل من شارب، جنسن، فاما، نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM، ونموذج القيمة المعرضة للخطر VaR) عملية ضرورية لكل المنظمات وبمختلف أنواعها، نظرا لدورها في دعم القرار الإداري في المنظمة. وذلك بسبب دور التقييم في تحديد ثقل وقوة الأخطار عن طريق المعايير التي تحددها وطرق المفاضلة بينها. ومنه نستطيع القول أن هذه العمليات سوف تضمن للمنظمة اتخاذ القرارات المناسبة وفي الوقت المناسب. وبالتالي تضمن لها تحقيق أهدافها (الربح وتعظيم قيمة المؤسسة، الاستمرار والبقاء...الخ).

تستخدم منتجات الهندسة المالية وبالتحديد المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية بهدف تمكين المؤسسات والمستثمرين من إدارة المخاطر التي يواجهونها، من خلال تقليلها أو مبادلتها، وتوفير مصادر تمويل متنوعة، إدارة السيولة وزيادة حجم التداول في السوق...الخ.

ومن خلال دراستنا هذه، والتي عالجت التغير في المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية، وكذلك دراسة مدي كفاءة سوق الأوراق المالية قبل وبعد دخول المشتقات المالية. بحيث قمنا بدراسة مقارنة بين سوقين ماليين للحالات التالية:

- حالة سوق الأوراق المالية التركي (بكل قطاعاته)، عن طريق مقارنة المخاطر المالية للسوق وقطاعاته قبل تداول المشتقات المالية مع المخاطر المالية للسوق وقطاعاته بعد تداول المشتقات المالية؛
- حالة سوق الأوراق المالية الكويتي (بكل قطاعاته) بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة (بكل قطاعاتها)، وذلك خلال فترة دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي، ومع العلم أن باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة لا تتداول فيها المشتقات المالية. لقد قمنا بمقارنة حجم المخاطر المالية في هذه الأسواق المالية محل الدراسة؛
- دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية التركي قبل تداول المشتقات المالية بالمقارنة مع فترة دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي؛
- دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي خلال فترة قبل دخول المشتقات المالية إلى السوق بالمقارنة مع فترة دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي.

فقد توصلنا إلى الاستنتاجات التالية:

الاستنتاجات: في ختام هذه الدراسة توصلنا إلى الاستنتاجات التالية:

- تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية التركي وبالتحديد قطاع المؤسسات الكبيرة ساهم في تقليل المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في الأوراق المالية لهذه المحفظة، أما بالنسبة لقطاع المؤسسات المتوسطة فنسبة زيادة المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية تعتبر أقل من نسبة الزيادة في المخاطر المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بعد دخول المشتقات المالية لهذه السوق. وبالتالي يمكن القول أنه كلما زاد حجم المؤسسات كلما قلت المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في المحافظ المالية لهذه المؤسسات.

- التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته (كل على حدا) قبل دخول المشتقات المالية أكبر من التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته(متفرقة) بعد دخول المشتقات المالية. هذا يعني أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته ساهم في التقليل من المخاطر المالية.

- بالنسبة لحالة سوق الأوراق المالية الكويتي وقطاعاته بالمقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية وقطاعاتها. اتضح لنا أن تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الكويتي وبالتحديد قطاع المؤسسات الكبيرة ساهم في تقليل المخاطر المالية بالمقارنة مع قطاعات المؤسسات الكبيرة للبلدان العربية محل الدراسة، لكن بالنسبة لقطاع المؤسسات المتوسطة فلقد زادت المخاطر في سوق الأوراق المالية الكويتي بالمقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية. وبالنسبة لقطاع المؤسسات الصغيرة فيمكن القول أنه لا يوجد اختلاف كبير بين المخاطر المالية لمختلف قطاعات المؤسسات الصغيرة للبلدان العربية محل الدراسة.

- التباين والانحراف المعياري لسوق الأوراق المالية الكويتي عموما إما أن يكون يساوي أو أقل من باقي التباينات والانحرافات لباقي قطاعات أسواق الأوراق المالية محل الدراسة. وبالتالي يمكن القول أن دخول المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الكويتي ساهم في تقليل المخاطر المالية بالمقارنة مع باقي أسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة.

- عند الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية التركي باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية، توصلنا إلى أنه لا يمكن التنبؤ بمؤشرات سوق الأوراق المالية التركي لا قبل دخول المشتقات المالية ولا بعدها، وبالتالي يعتبر سوق الأوراق المالية التركي كفؤا خلال مرحلة قبل تداول المشتقات المالية فيه وبعدها. أي أن تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية التركي ساهم في الحفاظ على كفاءة هذه السوق.

- وعند الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي باستعمال الشبكات العصبية الاصطناعية، اتضح لنا أنه قبل تداول المشتقات المالية في هذه السوق كان بالإمكان التنبؤ بمؤشر هذه السوق، أي أن السوق غير كفئة، لكن بعد تداول المشتقات المالية في هذه السوق أصبح من غير الممكن التنبؤ بمؤشر هذه السوق، وبالتالي تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الكويتي ساهم في كفاءة هذه السوق.

- إمكانية تطبيق نموذج CAPM في سوق الأوراق المالية التركي وجميع قطاعاته وذلك قبل وبعد تداول المشتقات المالية.

- كل النماذج المتحصل عليها في قطاعات أسواق الأوراق المالية العربية، هي نماذج مطابقة لمتطلبات نموذج CAPM، أي أن عوائد المحافظ المالية المدروسة تُفسر بالكامل بمعامل β، فهي تتأثر بالمخاطرة فقط. إلا في قطاع المؤسسات الصغيرة لسوق الأوراق المالية البحريني فتوجد عوامل أخرى تؤثر على العائد إضافة إلى المخاطرة، كحجم الشركة مثلا.

الاقتراحات: من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى الاقتراحات التالية:

- ضرورة إدراج التداول بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية لتطوير التعامل في هذه السوق، وبالتحديد في أسواق الأوراق المالية العربية عامة وبورصة الجزائر خاصة.
- ضرورة تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية والاستثمار فيها للتقليل من حدة المخاطر المالية، ولكن بوجود رقابة عليها، استعمالها بعقلانية والابتعاد عن الجشع.
- من الأفضل الاستثمار في المحافظ المالية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة الحجم للتغطية ضد المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في هذه الأوراق المالية.
- وعلى ذكر الأسواق المالية فإن مساهمة سوق المال الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر تبقى متواضعة وهذا بسبب تواضع مستويات نشاط الأسواق الأولية والثانوية، والتي بدورها حققت نتائج غير كافية منذ بداية بورصة الجزائر وإلى غاية يومنا هذا. فبالرغم من الجهود المبذولة، مثال ذلك فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإدراج سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة إلا أن حجم التداول يبقى ضعيفا، إضافة إلى أن عدد الشركات المدرجة في البورصة ضئيل جدا.
- وعليه، ومما تقدم ذكره نجد أن المؤسسة يجدر بها لإدارة المخاطرة المالية أن تقوم بما يلي:
- استحداث قسم إدارة المخاطرة في الهيكل التنظيمي للمؤسسة.
- بناء إستراتيجية لإدارة المخاطر، ووضع خطة تنبثق منها تحدد مجموعة الطرق التي ستستعمل لمعالجة كل خطر.
- العمل على التطبيق الناجح للخطة الاستراتيجية، واتباع كل الطرائق المخططة لتقليل تأثير الأخطار.
- مراجعة وتقييم الخطة الإستراتيجية تعتبر عملية مستمرة، ويمكن أن تبدأ في أي مرحلة من مراحل هذه الخطة ويمكن أن يستمر تحليل وإدارة المخاطر إلى أن تصبح تكاليف استخدامها أكثر من فائدتها المحتملة للمؤسسة.
- ضرورة إرساء نظام اتصال فعَّال بين إدارة المخاطر والإدارات الوظيفية المختلفة في المؤسسة، يضمن تبادل المعلومات، وإيصال مقترحات وانشغالات الموارد البشرية المتعلقة بأي خطر في كلِّ مستويات المؤسسة.

الآفاق المستقبلية:

- محاولة استعمال نماذج أخرى (نموذج GARCH , ARCH) لقياس المخاطر المالية ومعرفة أثر تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية على المخاطر المالية.
- استعمال الشبكات العصبية للاستفادة منها في الدراسات المالية وخاصة الدراسات المتعلقة بالمخاطر المالية ومنتجات الهندسة المالية.
- محاولة المقارنة بين عدد كبير من الأسواق المالية العربية والأجنبية.

الملاحق

الملحق رقم [01]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة الكويت]

قطاع المؤسسات الكبيرة

Dependent Variable: PRLARGEK
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:12
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003361	0.002562	1.312024	0.1921
PRIMIK	0.997206	0.003174	314.1531	0.0000

R-squared	0.998816	Mean dependent var	-0.049870
Adjusted R-squared	0.998806	S.D. dependent var	0.806818
S.E. of regression	0.027882	Akaike info criterion	-7.142911
Sum squared resid	0.090954	Schwarz criterion	-7.096203
Log likelihood	258.1495	F-statistic	98692.19
Durbin-Watson stat	1.807346	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات المتوسطة

Dependent Variable: PRMIDK
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:56
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006004	0.003801	1.579715	0.1169
PRIMIK	1.003273	0.004710	213.0120	0.0000

R-squared	0.997428	Mean dependent var	-0.047550
Adjusted R-squared	0.997406	S.D. dependent var	0.812291
S.E. of regression	0.041370	Akaike info criterion	-6.353716
Sum squared resid	0.200247	Schwarz criterion	-6.307008
Log likelihood	211.1924	F-statistic	45374.12
Durbin-Watson stat	1.913284	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات الصغيرة

Dependent Variable: PRSMALLK
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 06:41
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.007117	0.003993	-1.782235	0.0773
PRIMIK	0.996727	0.004948	201.4241	0.0000

R-squared	0.997125	Mean dependent var	-0.060322
Adjusted R-squared	0.997100	S.D. dependent var	0.807114
S.E. of regression	0.043465	Akaike info criterion	-6.254936
Sum squared resid	0.221037	Schwarz criterion	-6.208228
Log likelihood	205.3150	F-statistic	40571.66
Durbin-Watson stat	2.171700	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [02]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة الأردن]

قطاع المؤسسات الكبيرة

Dependent Variable: PRLARGEJ
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:25
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006550	0.004988	1.313107	0.1917
PRIMIJ	1.003130	0.006238	160.8178	0.0000

R-squared	0.995496	Mean dependent var	-0.050741
Adjusted R-squared	0.995458	S.D. dependent var	0.805348
S.E. of regression	0.054276	Akaike info criterion	-5.810672
Sum squared resid	0.344672	Schwarz criterion	-5.763964
Log likelihood	178.8813	F-statistic	25862.37
Durbin-Watson stat	1.742866	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات المتوسطة

Dependent Variable: PRMIDJ
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:59
Sample(adjusted): 2005:03 2012:08
Included observations: 90 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009179	0.022041	0.416467	0.6781
PRIMIJ	0.967802	0.027902	34.68601	0.0000

R-squared	0.931842	Mean dependent var	-0.075488
Adjusted R-squared	0.931068	S.D. dependent var	0.791517
S.E. of regression	0.207813	Akaike info criterion	-3.120266
Sum squared resid	3.800375	Schwarz criterion	-3.064714
Log likelihood	14.70748	F-statistic	1203.119
Durbin-Watson stat	1.988809	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات الصغيرة

Dependent Variable: PRSMALLJ
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 07:09
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002857	0.003503	0.815509	0.4164
PRIMIJ	0.998223	0.004381	227.8600	0.0000

R-squared	0.997752	Mean dependent var	-0.054154
Adjusted R-squared	0.997732	S.D. dependent var	0.800502
S.E. of regression	0.038119	Akaike info criterion	-6.517397
Sum squared resid	0.170012	Schwarz criterion	-6.470689
Log likelihood	220.9314	F-statistic	51920.17
Durbin-Watson stat	2.172172	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [03]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة قطر]

قطاع المؤسسات الكبيرة

Dependent Variable: PRLARGEQ
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:39
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006617	0.003627	-1.824399	0.0706
PRIMIQ	1.002571	0.004446	225.5068	0.0000

R-squared	0.997705	Mean dependent var	-0.051149
Adjusted R-squared	0.997685	S.D. dependent var	0.821121
S.E. of regression	0.039508	Akaike info criterion	-6.445819
Sum squared resid	0.182627	Schwarz criterion	-6.399111
Log likelihood	216.6725	F-statistic	50853.31
Durbin-Watson stat	1.363457	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات المتوسطة

Dependent Variable: PRMIDQ
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 05:00
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.007772	0.005545	-1.401548	0.1637
PRIMIQ	0.993713	0.006797	146.2072	0.0000

R-squared	0.994557	Mean dependent var	-0.051910
Adjusted R-squared	0.994510	S.D. dependent var	0.815154
S.E. of regression	0.060399	Akaike info criterion	-5.596917
Sum squared resid	0.426814	Schwarz criterion	-5.550209
Log likelihood	166.1629	F-statistic	21376.56
Durbin-Watson stat	2.253489	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات الصغيرة

Dependent Variable: PRSMALLQ
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 07:05
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004076	0.005266	-0.774036	0.4405
PRIMIQ	0.990574	0.006454	153.4775	0.0000

R-squared	0.995058	Mean dependent var	-0.048075
Adjusted R-squared	0.995015	S.D. dependent var	0.812374
S.E. of regression	0.057356	Akaike info criterion	-5.700303
Sum squared resid	0.384892	Schwarz criterion	-5.653595
Log likelihood	172.3144	F-statistic	23555.35
Durbin-Watson stat	2.078379	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [04]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة عُمان]

قطاع المؤسسات الكبيرة

Dependent Variable: PRLARGEO
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:32
Sample(adjusted): 2005:08 2015:01
Included observations: 114 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.008271	0.003478	-2.378282	0.0191
PRIMIO	1.002440	0.004250	235.8754	0.0000

R-squared	0.997991	Mean dependent var	-0.059198
Adjusted R-squared	0.997973	S.D. dependent var	0.823157
S.E. of regression	0.037060	Akaike info criterion	-6.573058
Sum squared resid	0.153824	Schwarz criterion	-6.525055
Log likelihood	214.9053	F-statistic	55637.19
Durbin-Watson stat	1.925045	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات المتوسطة

Dependent Variable: PRMIDO
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:59
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000840	0.003455	-0.243137	0.8083
PRIMIO	0.999029	0.004313	231.6222	0.0000

R-squared	0.997824	Mean dependent var	-0.050149
Adjusted R-squared	0.997805	S.D. dependent var	0.803010
S.E. of regression	0.037619	Akaike info criterion	-6.543821
Sum squared resid	0.165578	Schwarz criterion	-6.497113
Log likelihood	222.5037	F-statistic	53648.85
Durbin-Watson stat	1.590359	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات الصغيرة

Dependent Variable: PRSMALLO
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 07:07
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003176	0.003254	0.976230	0.3310
PRIMIO	1.002868	0.004062	246.9143	0.0000

R-squared	0.998085	Mean dependent var	-0.046322
Adjusted R-squared	0.998068	S.D. dependent var	0.805991
S.E. of regression	0.035425	Akaike info criterion	-6.664016
Sum squared resid	0.146826	Schwarz criterion	-6.617308
Log likelihood	229.6553	F-statistic	60966.69
Durbin-Watson stat	2.100824	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [05]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة البحرين]

قطاع المؤسسات الكبيرة

Dependent Variable: PRLARGEB
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:42
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002807	0.004120	-0.681159	0.4971
PRIMIB	1.016675	0.005121	198.5253	0.0000

R-squared	0.997040	Mean dependent var	-0.064376
Adjusted R-squared	0.997015	S.D. dependent var	0.820337
S.E. of regression	0.044820	Akaike info criterion	-6.193529
Sum squared resid	0.235035	Schwarz criterion	-6.146821
Log likelihood	201.6613	F-statistic	39412.28
Durbin-Watson stat	1.975633	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات المتوسطة

Dependent Variable: PRMIDB
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:57
Sample(adjusted): 2005:03 2011:09
Included observations: 79 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010160	0.024867	0.408586	0.6840
PRIMIB	0.964200	0.035376	27.25597	0.0000

R-squared	0.906085	Mean dependent var	-0.050675
Adjusted R-squared	0.904865	S.D. dependent var	0.713679
S.E. of regression	0.220127	Akaike info criterion	-3.002114
Sum squared resid	3.731093	Schwarz criterion	-2.942128
Log likelihood	8.487348	F-statistic	742.8880
Durbin-Watson stat	1.868124	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات الصغيرة

Dependent Variable: PRSMALLB
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 06:49
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010093	0.004340	2.325477	0.0218
PRIMIB	0.997170	0.005394	184.8576	0.0000

R-squared	0.996588	Mean dependent var	-0.050296
Adjusted R-squared	0.996559	S.D. dependent var	0.804781
S.E. of regression	0.047211	Akaike info criterion	-6.089611
Sum squared resid	0.260774	Schwarz criterion	-6.042903
Log likelihood	195.4782	F-statistic	34172.31
Durbin-Watson stat	1.402080	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [06]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة الإمارات]

قطاع المؤسسات الكبيرة

Dependent Variable: PRLARGEE
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:41
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002535	0.004588	0.552655	0.5816
PRIMIE	1.007027	0.005723	175.9604	0.0000

R-squared	0.996235	Mean dependent var	-0.045161
Adjusted R-squared	0.996203	S.D. dependent var	0.810752
S.E. of regression	0.049957	Akaike info criterion	-5.976528
Sum squared resid	0.291995	Schwarz criterion	-5.929820
Log likelihood	188.7497	F-statistic	30962.06
Durbin-Watson stat	1.968793	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات المتوسطة

Dependent Variable: PRMIDE
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 04:58
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.009045	0.007323	-1.235130	0.2193
PRIMIE	0.985725	0.009135	107.9032	0.0000

R-squared	0.990051	Mean dependent var	-0.055732
Adjusted R-squared	0.989966	S.D. dependent var	0.796076
S.E. of regression	0.079743	Akaike info criterion	-5.041241
Sum squared resid	0.743987	Schwarz criterion	-4.994533
Log likelihood	133.1002	F-statistic	11643.11
Durbin-Watson stat	1.609128	Prob(F-statistic)	0.000000

قطاع المؤسسات الصغيرة

Dependent Variable: PRSMALLE
Method: Least Squares
Date: 02/21/15 Time: 07:10
Sample: 2005:03 2015:01
Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002878	0.005375	0.535468	0.5933
PRIMIE	0.984357	0.006706	146.7958	0.0000

R-squared	0.994600	Mean dependent var	-0.043745
Adjusted R-squared	0.994554	S.D. dependent var	0.793152
S.E. of regression	0.058534	Akaike info criterion	-5.659633
Sum squared resid	0.400868	Schwarz criterion	-5.612925
Log likelihood	169.8945	F-statistic	21549.01
Durbin-Watson stat	1.746174	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [07]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة تركيا، قطاع المؤسسات الكبيرة]

الفترة ككل

LS // Dependent Variable is PRLARGET Date: 03/06/15
Time: 14:58
Sample : 1994 :05 2015 :01
Included observations : 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000491	0.004085	-0.120156	0.9045
PRIMIT	1.002562	0.007117	140.8731	0.0000

R-squared	0.987707	Mean dependent var	-0.007348
Adjusted R-squared	0.987657	S.D. dependent var	0.580129
S.E. of regression	0.064452	Akaike info criterion	-5.475670
Sum squared resid	1.026052	Schwarz criterion	-5.447418
Log likelihood	330.4053	F-statistic	19845.23
Durbin-Watson stat	1.691079	Prob(F-statistic)	0.000000

قبل تداول المشتقات المالية

LS // Dependent Variable is PRLARGET Date: 03/06/15
Time: 14:59
Sample : 1994 :05 2005 :01
Included observations : 129

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000393	0.007369	-0.053319	0.9576
PRIMIT	1.034194	0.041465	24.94132	0.0000

R-squared	0.830456	Mean dependent var	0.030948
Adjusted R-squared	0.829121	S.D. dependent var	0.199501
S.E. of regression	0.082469	Akaike info criterion	-4.975293
Sum squared resid	0.863736	Schwarz criterion	-4.930955
Log likelihood	139.8633	F-statistic	622.0695
Durbin-Watson stat	1.633462	Prob(F-statistic)	0.000000

بعد تداول المشتقات المالية

LS // Dependent Variable is PRLARGET Date: 03/06/15
Time: 14:59
Sample: 2005:02 2015:01
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001708	0.003344	-0.510798	0.6104
PRIMIT	1.000816	0.004149	241.2128	0.0000

R-squared	0.997976	Mean dependent var	-0.048516
Adjusted R-squared	0.997959	S.D. dependent var	0.809488
S.E. of regression	0.036572	Akaike info criterion	-6.600442
Sum squared resid	0.157823	Schwarz criterion	-6.553984
Log likelihood	227.7539	F-statistic	58183.61
Durbin-Watson stat	1.907602	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [08]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة تركيا، قطاع المؤسسات المتوسطة]

الفترة ككل

LS // Dependent Variable is PRMIDT Date: 03/06/15
Time: 15:03
Sample : 1994 :05 2015 :01
Included observations : 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002753	0.004100	0.671377	0.5026
PRIMIT	0.994528	0.007144	139.2166	0.0000

R-squared	0.987416	Mean dependent var	-0.004050
Adjusted R-squared	0.987365	S.D. dependent var	0.575565
S.E. of regression	0.064696	Akaike info criterion	-5.468105
Sum squared resid	1.033844	Schwarz criterion	-5.439852
Log likelihood	329.4634	F-statistic	19381.26
Durbin-Watson stat	1.959134	Prob(F-statistic)	0.000000

قبل تداول المشتقات المالية

LS // Dependent Variable is PRMIDT Date: 03/06/15
Time: 15:03
Sample : 1994 :05 2005 :01
Included observations : 129

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008603	0.006830	1.259580	0.2101
PRIMIT	0.918985	0.038435	23.91008	0.0000

R-squared	0.818232	Mean dependent var	0.036453
Adjusted R-squared	0.816800	S.D. dependent var	0.178596
S.E. of regression	0.076442	Akaike info criterion	-5.127056
Sum squared resid	0.742115	Schwarz criterion	-5.082717
Log likelihood	149.6520	F-statistic	571.6918
Durbin-Watson stat	1.965143	Prob(F-statistic)	0.000000

بعد تداول المشتقات المالية

LS // Dependent Variable is PRMIDT Date: 03/06/15
Time: 15:04
Sample: 2005:02 2015:01
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000917	0.004332	-0.211688	0.8327
PRIMIT	0.997918	0.005375	185.6570	0.0000

R-squared	0.996588	Mean dependent var	-0.047590
Adjusted R-squared	0.996559	S.D. dependent var	0.807706
S.E. of regression	0.047378	Akaike info criterion	-6.082685
Sum squared resid	0.264867	Schwarz criterion	-6.036227
Log likelihood	196.6885	F-statistic	34468.53
Durbin-Watson stat	1.960901	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [09]: مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة تركيا، قطاع المؤسسات الصغيرة]

الفترة ككل

LS // Dependent Variable is PRSMALLT Date: 03/06/15
Time: 15:00
Sample : 1994 :05 2015 :01
Included observations : 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003163	0.004718	-0.670532	0.5031
PRIMIT	0.989646	0.008219	120.4052	0.0000

R-squared	0.983248	Mean dependent var	-0.009932
Adjusted R-squared	0.983180	S.D. dependent var	0.573952
S.E. of regression	0.074437	Akaike info criterion	-5.187610
Sum squared resid	1.368586	Schwarz criterion	-5.159358
Log likelihood	294.5418	F-statistic	14497.41
Durbin-Watson stat	2.039422	Prob(F-statistic)	0.000000

قبل تداول المشتقات المالية

LS // Dependent Variable is PRSMALLT Date: 03/06/15
Time: 15:02
Sample : 1994 :05 2005 :01
Included observations : 129

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.005103	0.007701	-0.662690	0.5087
PRIMIT	0.829385	0.043334	19.13946	0.0000

R-squared	0.742560	Mean dependent var	0.020031
Adjusted R-squared	0.740533	S.D. dependent var	0.169196
S.E. of regression	0.086185	Akaike info criterion	-4.887133
Sum squared resid	0.943340	Schwarz criterion	-4.842795
Log likelihood	134.1770	F-statistic	366.3191
Durbin-Watson stat	1.975117	Prob(F-statistic)	0.000000

بعد تداول المشتقات المالية

LS // Dependent Variable is PRSMALLT Date: 03/06/15
Time: 15:02
Sample: 2005:02 2015:01
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004565	0.004649	0.982129	0.3280
PRIMIT	0.998675	0.005767	173.1565	0.0000

R-squared	0.996080	Mean dependent var	-0.042143
Adjusted R-squared	0.996047	S.D. dependent var	0.808525
S.E. of regression	0.050836	Akaike info criterion	-5.941758
Sum squared resid	0.304952	Schwarz criterion	-5.895300
Log likelihood	188.2329	F-statistic	29983.18
Durbin-Watson stat	2.302992	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم [10]: التباين والانحراف المعياري لعوائدسوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته، مخرجات برنامج SPSS.20

الرموز المستعملة

T= TURKEY							
السوق ككل		قطاع المؤسسات الكبيرة		قطاع المؤسسات المتوسطة		قطاع المؤسسات الصغيرة	
قبل تداول المشتقات المالية	بعد تداول المشتقات المالية	قبل تداول المشتقات المالية	بعد تداول المشتقات المالية	قبل تداول المشتقات المالية	بعد تداول المشتقات المالية	قبل تداول المشتقات المالية	بعد تداول المشتقات المالية
$RRIMIT_1$	$RRIMIT_2$	$RRLARGET_1$	$RRLARGET_2$	$RRMIDT_1$	$RRMIDT_2$	$RRSMALLT_1$	$RRSMALLT_2$

		$RRIMITURKEY_1$	$RRIMITURKEY_2$
N	Valid	129	120
	Missing	0	9
Std. Deviation		.1748818012065	.1429995723932
Variance		.031	.020

		$RRLARGETURKEY_1$	$RRLARGETURKEY_2$
N	Valid	129	120
	Missing	0	9
Std. Deviation		.1926272914939	.1457739464220
Variance		.037	.021

		$RRMIDTURKEY_1$	$RRMIDTURKEY_2$
N	Valid	129	120
	Missing	0	9
Std. Deviation		.1749552296805	.1417063223157
Variance		.031	.020

		$RRSMALLTURKEY_1$	$RRSMALLTURKEY_2$
N	Valid	129	120
	Missing	0	9
Std. Deviation		.1684566442323	.1439123926564
Variance		.028	.021

الملحق رقم [11]: التباين والانحراف المعياري لعوائد أسواق الأوراق المالية العربية وقطاعاتها، مخرجات برنامج SPSS.20

رمز كل دولة

K=KUWAIT	J=JORDAN	Q=QATAR	O=OMAN	B=BAHRAIN	E=EMARATES

التباين والانحراف المعياري للسوق ككل

		RRIMIK	RRIMIJ	RRIMIQ	RRIMIO	RRIMIB	RRIMIE
N	Valid	119	119	119	119	119	119
	Missing	0	0	0	0	0	0
Std. Deviation		.1114548168	.1079436961	.1282390580	.1090150880	.1119494177	.1492323577
Variance		.012	.012	.016	.012	.013	.022

التباين والانحراف المعياري لقطاع المؤسسات الكبيرة

		RRLARGEK	RRLARGEJ	RRLARGEQ	RRLARGEO	RRLARGEB	RRLARGEE
N	Valid	119	119	119	114	119	119
	Missing	0	0	0	5	0	0
Std. Deviation		.1134705281	.1252945792	.1332373101	.1120967988	.1204066676	.1580579060
Variance		.013	.016	.018	.013	.014	.025

التباين والانحراف المعياري لقطاع المؤسسات المتوسطة

		RRMIDK	RRMIDJ	RRMIDQ	RRMIDO	RRMIDB	RRMIDE
N	Valid	119	90	118	119	79	119
	Missing	0	29	1	0	40	0
Std. Deviation		.1182602705	.2409092976	.0859221291	.1147191577	.2388078462	.1524997369
Variance		.014	.058	.007	.013	.057	.023

التباين والانحراف المعياري لقطاع المؤسسات الصغيرة

		RRSMALLK	RRSMALLJ	RRSMALLQ	RRSMALLO	RRSMALLB	RRSMALLE
N	Valid	119	118	118	119	119	119
	Missing	0	1	1	0	0	0
Std. Deviation		.1124178120	.0643817540	.0878543383	.1160734092	.1105857726	.1447406207
Variance		.013	.004	.008	.013	.012	.021

الملحق رقم [12]: نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية التركي

مخرجات برنامج MATLAB.2011a

سوق الأوراق المالية التركي قبل تداول المشتقات المالية

Results

	Target Values	MSE
Training:	91	3933.13485e-0
Validation:	19	8169.31418e-0
Testing:	19	3604.22338e-0

Select Percentages

Randomly divide up the 129 target timesteps:

Training:	70%	91 target timesteps
Validation:	15%	19 target timesteps
Testing:	15%	19 target timesteps

سوق الأوراق المالية التركي بعد تداول المشتقات المالية

Results

	Target Values	MSE
Training:	84	8202.97277e-0
Validation:	18	14604.10050e-0
Testing:	18	4074.02564e-0

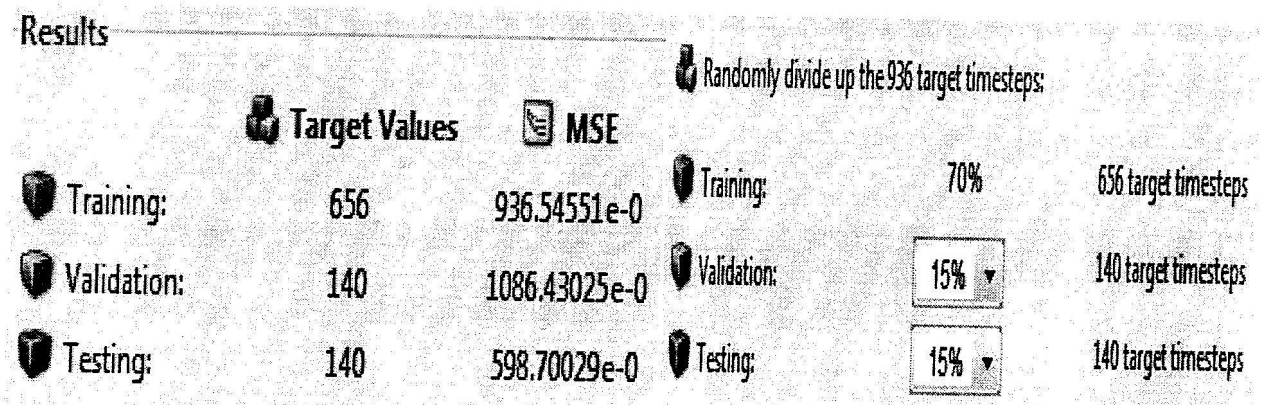
Randomly divide up the 120 target timesteps:

Training:	70%	84 target timesteps
Validation:	15%	18 target timesteps
Testing:	15%	18 target timesteps

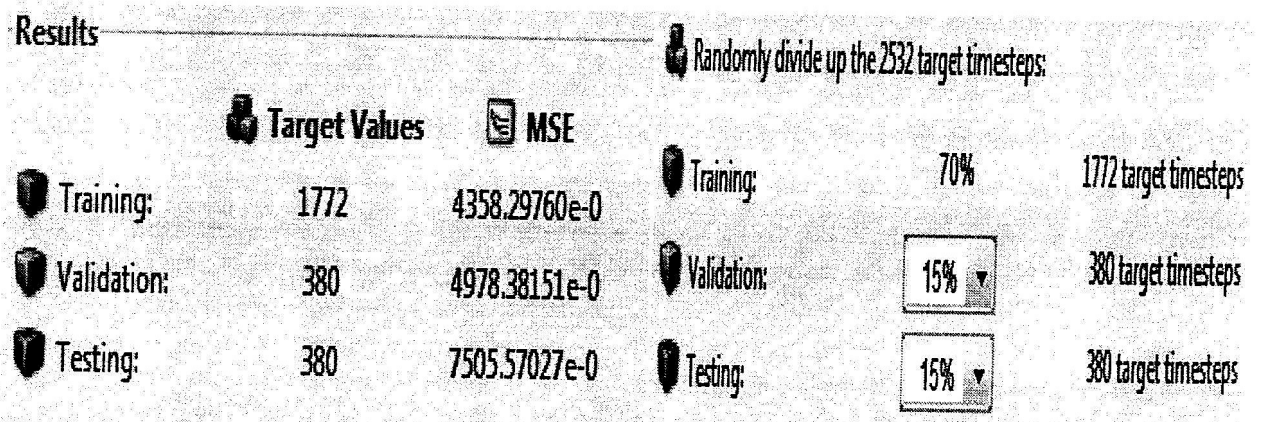
الملحق رقم [13]: نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية الكويتي

مخرجات برنامج MATLAB.2011a

سوق الأوراق المالية الكويتي قبل تداول المشتقات المالية



سوق الأوراق المالية الكويتي بعد تداول المشتقات المالية



قائمة المراجع

اولا: المراجع باللغة العربية

1- الكتب:

1- القرآن الكريم.

2-الحديث الشريف.

3- إبراهيم عبد الهادي المليجي، الإدارة، مفاهيمها وأنواعها وعملياتها، المكتب العلمي للكمبيوتر والنشر والتوزيع، الإسكندرية 1997.

4- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009.

5- اتحاد المصارف العربية، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية (العربية) ، مطبوعات الاتحاد، 96.

6- أحمد السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية 2007.

7- أحمد السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

8- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2002-2003.

9- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.

10- أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر 2001.

11- الزراري عبد النافع عبد الله، فرح غازي توفيق، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001.

12- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية – نظرة معاصرة – دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.

13- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006.

14- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

15- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 2005.

16- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، عمان الطبعة الأولى، 2006.

17- إيهاب نظمي إبراهيم، التدقيق القائم على مخاطر الأعمال حداثة وتطوير، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع عمان الأردن.

18- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.

19- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.

20- جبار محفوظ،سلسلة التعريف بالبورصة - الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية- الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر 2002.

21- جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 2002.

22- جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية (الاتجاهات الحديثة في أسواق المال والهندسة المالية، الدار الجامعية) الإسكندرية الطبعة الأولى، 2003.

23- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صنعاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.

24- جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، دون سنة نشر.

25- جوناتان روفيد، ترجمة علاء أحمد إصلاح، إدارة مخاطر الأعمال، دليل عملي لحماية أعمالك، مجموعة النيل العربية، القاهرة الطبعة الأولى، 2008.

26- حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.

27- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، الطبعة الثانية، 2002.

28- حسين وادي عطية، الاقتصاديات النامية، الأزمات والحلول، دار الشروق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2001.

29- حمدية زهران، التنمية الاقتصادية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر.

30- حمودي حاج صحراوي، القياس الاقتصادي باستعمال برنامج eviews، كتاب غير منشور.

31- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005.

32- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999.

33- رمزي زكي، الديون والتنمية، دار المستقبل العربي، مصر، 1985.

34- رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثانية، 2002.

35- زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية 2011.

36- زيان رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005.

37- سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظريات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، نسخة منقحة (ربيع الأول 1425هـ-أفريل 2004)، بيت المشورة للتدريب، الكويت.

38- سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، 2008.

39- سعد غالب ياسين، نظم المعلومات الإدارية وتكنولوجيا المعلومات، دار المناهج، عمان، الطبعة الأولى، 2006.

40- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، بدون سنة نشر.

41- سعيد محمد المصري، التنظيم والإدارة، مدخل معاصر لعمليات التخطيط والتنظيم والقيادة والرقابة، 1999.

42- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية - دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.

43- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة مصر،2001.

44- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001.

45- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015.

46- صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم، الأهداف، الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005.

47- صبحي جبر العتيبي، تطوير الفكر والأساليب في الإدارة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005.

48- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.

49- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.

50- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية، 1986م-1989من دار الهدى للطباعة، الجزائر، 1990.

51- ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، بدون دار نشر، 1998.

52- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.

53- طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده، المملكة العربية السعودية، ط1، 1423هـ، 2003.

54- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية،2007.

55- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك) مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف الدار الجامعية للنشر،2003.

56- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية: ما هي الأوراق المالية التي يجب أن نشتريها أو بيعها؟ ما هو التوقيت الملائم للقيام بذلك؟ الدار الجامعية، 2002.

57- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية (قضايا معاصرة)، الدار الجامعية، 2001.

58- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

59- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.

60- عادل عبد الفضيل عيد، الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية (دراسة مقارنة)، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011.

61- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة، القاهرة، 2004.

62- عاطف عبد المنعم وآخرون، تقييم وإدارة المخاطر، دار الكتاب المصرية، مصر، الطبعة الأولى، 2008.

63- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

64- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجمعية الإسكندرية.

65- عبد الباسط وفا محمد حسنى، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة دار النهضة العربية، 1996.

66- عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.

67- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، بيروت، 1997.

68- عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

69- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، 2003.

70- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2004.

71- عبد الكريم درويش، ليلا تكلا، الإدارة العامة، مكتب الأنجلو مصرية، القاهرة، 1974.

72- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييميه، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

73- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.

74- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

75- عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2004.

76- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.

77- علاء أحمد إصلاح، إدارة مخاطر الأعمال، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2008.

78- على محي الدين القرهداغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، الطبعة الأولى، 2002.

79- علي عباس، الإدارة المالية، مكتبة الجامعة، الشارقة، الطبعة الأولى، 2008.

80- علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2008/2009.

81- عمرو محي الدين، أزمة النمور الآسيوية (الجذور والآليات والدروس المستفادة)، دار الشروق، الطبعة الأولى، 2000.

82- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2008.

83- فرد ويستون، يوجين برجام، التمويل الإداري، ترجمة عدنان داغستاني، الجزء الأول، دار المريخ للنشر، 1993.

84- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998/1999.

85- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن الطبعة الأولى، 2000.

86- لواء محمد صالح قاسم، إدارة الأزمات والكوارث، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.

87- ماجد سلام الهدمي، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات (الإستراتيجية والحلول)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

88- مائير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر، دار الفجر للنشر والوزيع، القاهرة مصر، الطبعة الأولى، 2007.

89- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010.

90- مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005.

91- محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية الطبعة الأولى، 2011.

92- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، غيتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999.

93- محمد البنا، أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعملية، مؤسسة زهراء الشرق، بيروت، 1996.

94- محمد الشريف إلمان، محاضرات في نظرية الاقتصاد الكلي، دوال الاقتصاد الكلية الأساسية، القطاع النقدي، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

95- محمد أيمن عزة الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الرابعة، 2004.

96- محمد صاح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007.

97- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 1997.

98- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقويم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003.

99- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2002.

100- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

101- محمد صبحي أبو صالح، عدنان محمد عوض، مقدمة في الإحصاء (مبادئ وتحليل باستخدام SPSS)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.

102- محمد عبد اللاه أحمد حسن، عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية (دراسة مقارنة مع القوانين الأمريكية والفرنسية)، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010.

103- محمد عثمان إسماعيل، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998.

104- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.

105- محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي (دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني وأهم محدداته)، مؤسسة المعارف بيروت، لبنان، 2002.

106- محمد محمود المكاوي، الأزمات الاقتصادية العالمية (المفهوم- النظريات التي تفسر الأزمات- دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات)، دار الفكر والقانون، المنصورة، الطبعة الأولى 2012.

107- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر.

108- محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

109- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2000.

110- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005.

111- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2003.

112- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسية المالية باستخدام التو ريق والمشتقات)، الجزء الأول (التو ريق)، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.

113- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.

114- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

115- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.

116- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1994.

117- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.

118- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

119- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، 2003.

120- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.

121- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.

122- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.

123- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.

124- ناصر سليمان، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، مكتبة الريام، الجزائر، 2006.

125- هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003.

126- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، لبنان، الطبعة الأولى، 2003.

127- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل، لبنان، 2003.

128- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000.

2- الرسائل والأطروحات الجامعية:

1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005 - 2006.

2- جابر نذير، تحليل النظرية الحديثة لمحفظة الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في دولة نامية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة عنابة، الجزائر، 2008/2007.

3- جبار محفوظ، البورصة، التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 1997/1996، ص146-152 بتصرف.

4- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية — دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

5- دربال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014.

6- ربيع بوصبيع العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية (تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011.

7- رياض لمزاودة، تحليل علاقة النظام المالي بالنمو الاقتصادي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاديات المالية، النقود والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف،2005-

.2006

8- سليمة حشايشي، دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية – دراسة مقارنة بين حالة فرنسا وحالة مصر – مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجيستر في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2005/2004.

9- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال فترة 2009/2007، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير ـ علوم التسيير- جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر 2012/2011.

10- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراة دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

11- محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005/1425.

12- محمد وحيد عبد الباري، إدارة أخطاء الموانئ الجوية المدنية بالتطبيق على ميناء القاهرة الدولي، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة القاهرة، 1987.

13- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة الجزائر- السنة الجامعية 2003/2002.

14- يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية (دراسة حالة سوق مسقط، سلطنة عمان) للأوراق المالية خلال الفترة 2009/2006، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2012/2001.

3-الملتقيات:

1- إبراهيم رسول هاني، كريم سالم حسن، الأزمة المالية العالمية أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي، الملتقى الدولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي جامعة الكويت، الكويت، يومي 15 و 16 ديسمبر 2010 .

2- بوعافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمة، جامعة فرحات عباس: سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.

3- بوعتروس عبد الحق، سبتي محمد، السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.

4- عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية، المؤتمر العلمي حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و 20 ديسمبر2009 .

5- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع حول اتجاهات عالمية (الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي)، المنعقد بجامعة الكويت كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، خلال فترة 15-16 ديسمبر 2010.

6- قحايرية سيف الدين، دحماني نور الهدى، إدارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مداخلة ضمن ملتقى: المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، أكتوبر 2012.

7- لحول عبد القادر، دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية

الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية، فيفري، 2011.

8- محمد البشير مبيروك، محصول النعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر، الواقع والآفاق، 26/25 نوفمبر، جامعة الشلف، 2008.

9- مصطفى حسني مصطفى، الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل، 2009.

4- المجلات:

1- آمال فحايرية، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد 33، ديسمبر 2005.

2- أحمد عامر عامر، الأزمات المالية العالمية وتداعياتها الاقتصادية: تداعيات الأزمة العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، السنتان 16-17، 2010.

3- البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المجلة الاقتصادية، العدد الرابع، 1995 .

4- الجلي أبو ذر محمد أحمد، الهندسة المالية: الأبعاد العامة والأسس للتمويل الإسلامي، مجلة المقتصد العدد17، مجلة فصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، سبتمبر 1996.

5- الغرفة التجارية الصناعية الرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، مركز البحوث والدراسات، إصدار سنوي العدد 1919، 2011.

6- بلال خلف السكارنه، خطط الطوارئ ودورها في ادارة الأزمات المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20 – أ، 2009.

7- بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد07، 2009-2010.

8- بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 30، جويلية 2004، المعهد العربي لتخطيط الكويت.

9- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟ منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو- مغاربي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف2، 2009.

10- حسن صبحي حسن، تقدير القيمة المعرضة للمخاطر لأسواق الأوراق المالية العربية باستخدام الشبكات العصبية الاصطناعية مقال منشور في مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، عدد30، 2008.

11- حسني الخولي، إدارة مخاطر المصارف من منظور تأميني، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع، العدد الرابع، السنة التاسعة، ديسمبر 2001.

12- حوري زينب، إدارة الخطر ومعالجته، مقال منشور في مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، العدد22 ديسمبر2004.

13- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2002.

14- عرفان الحسني، الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية، مجلة المال والصناعة، الصادرة عن بنك الكويت الصناعي، العدد 25، 2007.

15- عمر صابر قاسم، اسراء رستم محمد، دراسة رياضية تحليلية لخوارزميات الشبكات العصبية الاصطناعية في ملائمة نموذج

للتشخيص الطبي، مجلة الرافدين لعلوم الحاسوب والرياصيات جامعة الموصل، العراق، المجلد (10)، العدد الأول، 2013.

16- فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مقال منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20أ، 2009.

17- قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009.

18- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 2 المملكة العربية السعودية، 2007.

19- كريستيان ملدر، عين العاصفة، يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر2002.

20- مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994.

21- محفوظ جبار، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات مقال منشور في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف2، العدد 10 2010.

22- محمود الجبالي، إيهاب نظمي، قياس درجة تطبيق التدقيق الداخلي القائم على مخاطر الأعمال في القطاع المصرفي الأردني، المجلة العربية للإدارة، مجلد 27، العدد2، ديسمبر2007.

23- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، العددان 48-49 2010/2009.

24- نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، العدد 269، جويلية 2002.

25- نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة (تحليل عينة دراسات أعداد مجلة بحوث اقتصادية عربية ما بين 2007 إلى 2010، مجلة بحوث اقتصادية عربية العددان 55-56، 2011، السنة الثامنة عشر.

26- يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية الأسباب والنتائج المستخلصة منها، مجلة المستقبل العربي، العدد: 365، بيروت جويلية 2009.

5- البحوث والمقالات:

1- حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009، بحث محمل بتاريخ 2014/07/16 من الموقع http://elibrary.mediu.edu.my/books/MAL03393.pdf

2- دراسة أعدها خبراء صندوق النقد الدولي، الأزمات المالية (خصائصها والمؤشرات الدالة على التعرض لها)، صندوق النقد الدولي واشنطن، ماي 1998.

3- شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، مقال محمل بتاريخ 2014/07/22 من موقع http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12

4- عبد الله شحاتة، اللأزمة المالية: المفهوم والأسباب، بحث محمل بتاريخ 2014/07/23 من موقع:

http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/zzzz.doc .

5- نادية الصالح، إستراتيجية إدارة المخاطر ، بحث منشور في موقع www.ksu.edu.sa : //http تم الاستفادة من الموقع بتاريخ 15-07-2009.

6- التقارير:

1- التقرير السنوي 2010، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

2- التقرير السنوي 2008، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، 30 أفريل 2009.

3- مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي يناير 2012، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، العدد 19، 2011.

7- المراسيم:

1- المرسوم رقم 90- 102 المؤرخ في 27 مارس 1990.

2- المرسوم التنفيذي رقم 91- 169 المؤرخ في 28 ماي 1991.

3- المرسوم التنفيذي رقم 91- 170 المؤرخ في 28 ماي 1991.

4- المرسوم التنفيذي رقم 91- 171 المؤرخ في 28 ماي 1991.

5- المرسوم رقم 93- 08 المؤرخ في أفريل 1993.

6- المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993.

7- المرسوم التنفيذي رقم 94- 176 المؤرخ في جوان 1993.

8- المرسوم رقم 96-08 في 10 جانفي 1996.

8- القوانين:

1- القانون رقم 90-10 مؤرخ في 14 أفريل 1990 يتعلق بالنقد و القرض، الجريدة الرسمية بتاريخ 18 أفريل 1990، العدد 16.

2- القانون رقم 03- 04 بتاريخ 7 فيفري 2004.

3- القانون 95- 22 المؤرخ في 26 أوت 1995.

9- الأوامر:

1- الأمر 96- 08 بتاريخ 10 جانفي 1996.

10- الأنظمة:

1- النظام رقم 96- 02.

2- النظام رقم 97- 01.

3- النظام رقم 97- 02.

4- النظام رقم 97- 03.

5- النظام رقم 97- 04.

6- النظام رقم 97- 05.

7- النظام رقم 97- 01.

11- القرارات:

1- القرار المؤرخ في 24 جانفي 2012.

2- القرار رقم 12- 01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012.

12- الدليل:

1- دليل بورصة الجزائر.

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

1- Les Ouvrages:

1- B. Barthélemy , Gestion des risque, Edition D'organisation, Deuxième Tirage, Paris, 2002.
2- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnic, Les Marchés Financier et Gestion des Risques, Dunod, Paris, 2001.
3- David Begg, Stanley Fischer, Rudiger Dorn Bushadaptation française : Bernard Bernier et Henri louis, Macroéconomie, (Paris, 2ème Edition Dunod, 2002.
4- Dominique plihon, La Monnaie et ses Mécanismes, (Casbah Edition 2004).
5- Dominique Plihon, Les Banques, Nouveaux Enjeux, Nouvelles Stratégies (La Documentation Française, Paris, 1998.
6- Eli Cohen, Gestion Financière de L'entreprise et de Développement Financier, Edition EDICEF-Canada-, 1991.
7- Frédéric Teulor, Le Marché de Capitaux, Edition de Seuil, Paris, France, 1997.
8- Fredric S. Miskin, Financial Markets, Institutions and Money, New york : Harper Collins Publisher, 1995.
9- Gitman, L. Joehnk, M, And Pinches, G. Financial Management. N.Y: Harper and Raw, 1985.
10- Guy Caudamine, Jean Montier, Banque et Marché Financier, Edition Economica, Paris, France, 1998.
11- Herrero .G And Alfanso, Ho To Manage Crisis Before or Whenever it hits, Public Relations Quarterly, Issue.1 Vol .4, Spring .Internet,1995.
12- J.Caugrod, P Navatte, Bourse les Options Négociable, Edition Vuibert, 1987.
13- J.Pilverdier, Tereyt, Le Marché Boursier, Economica, 1998.
14- Jacques Hamon, Bourse et Gestion de Portefeuille, 2ème Edition, ED, Economica, Paris, 2005.
15- Jean François Faye, Comment Gérer les Risques Financiers, Lavoisier, Paris, 1993.
16- John Hull, Options, Futures et Autres Actifs Dérives, 6ème Edition, Pearson Education, France,2007.
17- Josette Peyrad, La Bourse, Edition Vuibert, 5éme Edition, Paris, 1997.
18- K.Michael Finger.Ludger Schuknecht, Commerce, Finance et Crises Financiers, Organisation Mondiale du Commerce.1999.

19- Kamel Eddine Bouatouata, L'ingénierie Financière ou L'application de L'art de L'ingénieur a L'univers de la Finance, Edition Grand-Alger Livres, Alger, 2006.
20- Kelin, P.A., & Lederman , Management and Decision Making , (Chicago: Irwin , 1996).
21- Lambert- Faivre.Y, Economies des Assurances, ed Armand Colin, France, 1996.
22- Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, Risk Quantification: Management, diagnosis and Hedging, England, John Wiley and Sons Ltd,2006.
23- Lawrence Gitman, Michel Joehnk, Investissement et Marchés Financiers, Pearson Education France, 9éme Edition 2005.
24- Lia Menéndez, The Spread of the European Sovereign Debt Crisis, April 2012,
25- Liew Soon Bin," Hierarchical Volume Visualization for Financial Data", School of Computer Engineering, Singapore.
26- Mark Dorfmen, Introduction to Risk Management End Insurance Hall, 1998.
27- Marshall. J, And Bansal.V, Financial Engineering (2nd ed.) .FL: Kolb Publishing Company, 1993.
28- Michel fleuriet, Yves Simor, Bourse et Marchés Financiers, 2éme Edition, Economia, 2003.
29- Michelle de Mourgues, Economie Monétaire, Institution et Mécanismes, (Paris, Edition Dalloz, 1975).
30- Nelson, et Al. Greece's, Debt Crisis: Overview, Policy, Reponses, and Implication, Congressional Research Service August, 2011,
31- Olivier Picon, La Bourse (Ses Mécanismes, Gérer son Portefeuille, Réussir ses Placements), 14éme Edition, Encyclopédie DELMACE, 2002.
32- Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, les Crises Financières, éd La Documentation française, Paris, 2004.
33- Robert Ferrandier, Vuncent Koen, Marchés de Capitaux et Techniques Financieres, 4ème Edition, Paris, Economica, 1997.
34- Santomero, A. and Babbel, D. Financial Markets, Instruments, and Institutions, Irwin, 1997.
35- Shall Helly.c, Introduction to financial Management, MC Graw-Hill, New work, 1998.
36- Sophie Brana Et Autres, Economie Monétaire et Financière."Rappel De Cours, Question De Réflexion" Exercices D'entraînement Anuales Corrigées, Paris Dunod, 2éme Edition: 2003.
37- Sylvie de Coussergues : Gestion de la Banque: du Diagnostic a la Stratégie, 4 ème Edition , Dunod , Paris , 2005.
38- Than Kailin Davis and P. William, Financial objectives of risk management, the circular flow of funds approach's risk management, Jan, 1985.
39- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, la Titrisation aspects juridique et financier, Paris, Economica,1997.
40- Xavier Bradley, Christian des Camps, Monnaie, Banque, Financement, (Paries, Edition, Dalloz, 2005).

41- Xavier Greffe et autre, Encyclopédie Economique, (Economica, Paris, 1990).

2- Thèses:

1- CHERABI Imed Eddine, On the Behavior of Financial Markets in the GCC Countries From Market Efficiency to Behavioral Finance, Thesis Submitted to the Faculty of Economics, Business and Management at Tlemcen University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor in Finance, October 2014.

2- Raoul Fokou, Mesure du Risque de Marché d'un Portefeuille de Type Actions (Value-At-Risk, Value-At-Risk Conditionnelle), Euro-Institut D'actuariat Jean Dieudonne – EURIA, Université de Bretagne Occidentale, 2006.

3- Divers:

1- Chouiter, Economie D'endettement et Economie de Marches des Capitaux, (Magazine: Maliya, Revue de l'école Nationale des Impôts N°1, Octobre 2001).

2- Grossman, S. An Analysis of The Implications For Stock and Futures Price Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies ,Journal of Business, July 1988.

3-Jean Louis Besson, Marche, Banques Et Politique Monétaire En Europe, (Presses Universitaires de Grenoble, 2003).

4- Rachev.S, E. Schwartz, and Khindanova, I., Stable Modeling of Market and Credit Value at Risk, Working Paper, 2002.

5-Rapport Annuel 2013, Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB).

6-Studer. A, ETHZ, Value at risk and maximum loss optimization, Technical report, working paper, 1995.

6-The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

4- Sites Web :

1- http://ar.wikipedia.org/wiki/

2- http://www.abcbourse.com/apprendre/19_capm.html

3- http://www.abcbourse.com/apprendre/19_value_at_risk.html

4- http://www.aleqt.com/2012/01/01/article_612187.html

5- http://www.cosob.org/.

6- http://www.cosob.org/publications/guides/publications-fiches-arabe.pdf

7- http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=53123

8- http://www.my.mec.biz/t57395.html

9- http://www.sgbv.dz/?page=details_societe&id_soc=24&lang=fr

10- http://www.sgbv.dz/?page=histo_boc_oat&lang=fr

11- http://www.sgbv.dz/?page=oat&lang=fr
12- http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&mod=44&lang=fr
13- http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&smod=26
14- http://www.sgbv.dz/?page=societe_cote&lang=fr
15- http://www.sgbv.dz/index.php?lang=fr.
16- http://www.spiegel.de/fotostrecke/fotostrecke-54629-3.html
17- http://www.startimes.com/?t=13798709.
18- www.cs.usyd.edu.au/~vip2000/poster/bin_vis.doc
19- www.investopedia.comtermseeuropean-sovereign-debt-crisis
20- http://borsaistanbul.com/en/corporate/about-borsa-istanbul/international-recog
21- http://en.wikipedia.org/wiki/Borsa_Istanbul
22- http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/AboutESM.aspx
23- http://www.bahrainbourse.net/bhb/about_us_ar.asp?page=about_us&sec=History
24- http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801
25- http://www.exchange.jo/ar/بورصة-عمان
26- http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx
27- http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About QE/About Q
28- https://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx
29- https://www.msm.gov.om
30- www.ise.org

فهرس الأشكال
الجداول
والملاحق

فـــهرس الجـــداول

الرقم	العنوان	ص
01	توزيع وسطاء المعاملات في بورصة الجزائر لسنة 2013	68
02	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2014 [الشركات المصدرة للأسهم]	71
03	سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة المتداولة في بورصة الجزائر لسنة2014، وتواريخ إستحقاقها	74
04	نقاط الاختلاف بين الأسهم والسندات	110
05	تراجع الناتج المحلي الاجمالي لبعض الدول في الربع الأخير من عام 2008	144
06	التدابير المعتمدة وخطط الانقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية	146
07	النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الاجمالي والدين والميزان الجاري باليونان [2009-2015]	151
08	نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو في 2010	152
09	نسبة الديون الحكومية والميزان الجاري من الناتج المحلي الاجمالي في دول منطقة اليورو 2010	153
10	أكثر الديون السيادية في العالم خطورة [الربع الأول من سنة 2014]	155
11	الديون السيادية في العالم الأكثر أمانا [الربع الأول من سنة 2014]	156
12	تواريخ بيانات الدراسة بالنسبة لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة	233
13	ملخص لنموذج الدراسة	243
14	المتغيرات المستخدمة في الدراسة [حالة نموذج CAPM)	244
15	مثال عن شرح مخرجات برنامج EVIEWS	245
16	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	257
17	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	258
18	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	258
19	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	259
20	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	260
21	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	261
22	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	262

فـــهرس الجـــداول

23	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	262
24	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	263
25	قيمة المخاطر المالية لقطاعات سوق الأوراق المالية التركي	264
26	التباين والانحراف المعياري لعوائد سوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته	265
27	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية الكويتي	266
28	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية الكويتي	267
29	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية الكويتي	267
30	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية الأردني	268
31	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية الأردني	269
32	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية الأردني	270
33	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية القطري	271
34	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية القطري	271
35	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية القطري	272
36	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية العماني [مسقط]	273
37	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية العماني [مسقط]	274
38	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية العماني [مسقط]	275
39	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية البحريني	275
40	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية البحريني	276
41	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية البحريني	277
42	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة بسوق الأوراق المالية الاماراتي	278

فـــهرس الجـــداول

43	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة بسوق الأوراق المالية الإماراتي	278
44	قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة بسوق الأوراق المالية الإماراتي	279
45	قيمة المخاطر المالية لقطاعات سوق الأوراق المالية العربية محل الدراسة	280
46	التباين والانحراف المعياري لعوائد قطاعات اسواق الأوراق المالية العربية محل الدراسة	281
47	نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية التركي قبل دخول المشتقات المالية	282
48	نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية	283
49	نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية الكويتي قبل دخول المشتقات المالية	285
50	نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية	286

الرقم	العنوان	ص
01	التمويل المباشر	21
02	عملية التمويل المباشر	22
03	التمويل غير المباشر	23
04	عمليات التمويل غير المباشر	24
05	نظام الوساطة المالية	30
06	نظام اللاوساطة المالية	40
07	هيكل السوق المالي	55
08	إبرام وتصفية صفقة البيع على المكشوف	97
09	التصنيفات المختلفة لعقود الخيارات	115
10	خطوات إدارة المخاطر	167
11	وسائل إدارة المخاطر	168
12	خط السمة بين عائد السهم وعائد السوق	218
13	نموذج تسعير الأصول الرأس مالية	225
14	أشهر دوال التنشيط	238
15	النموذج الرياضي لخلية عصبية	240
16	معمارية شبكة بيرسبترون متعدد الطبقات	242
17	دوال التنشيط في شبكة بيرسبترون متعدد الطبقات	242
18	مقدار الخطا في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية التركي قبل دخول المشتقات المالية	283
19	مقدار الخطا في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية	284
20	مقدار الخطا في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية الكويتي قبل دخول المشتقات المالية	286
21	مقدار الخطا في التنبؤ حالة سوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية	287

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة الكويت]	295
02	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة الأردن]	296
03	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة قطر]	297
04	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة عُمان]	298
05	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة البحرين]	299
06	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة الامارات]	300
07	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة تركيا، قطاع المؤسسات الكبيرة]	301
08	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة تركيا، قطاع المؤسسات المتوسطة]	302
09	مخرجات برنامج EVIEWS.8 [بورصة تركيا، قطاع المؤسسات الصغيرة]	303
10	التباين والانحراف المعياري لعوائدسوق الأوراق المالية التركي وقطاعاته، مخرجات برنامج SPSS.20	304
11	التباين والانحراف المعياري لعوائد أسواق الأوراق المالية العربية وقطاعاتها، مخرجات برنامج SPSS.20	305
12	نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية التركي مخرجات برنامج MATLAB.2011a	306
13	نتائج عملية التحليل بالنسبة لسوق الأوراق المالية الكويتي مخرجات برنامج MATLAB.2011a	307

فهرس
المحتويات

مقدمة عامة	
الفصل الأول: الإدارة المالية والتمويل	
مقدمة الفصل الأول	01
المبحث الأول: الإدارة المالية	02
المطلب الأول: الوظيفة الإدارية	02
الفرع الأول: ظهور الإدارة	02
الفرع الثاني: تطور الإدارة	03
الفرع الثالث: تعريف الإدارة	04
الفرع الرابع: طبيعة وأهمية الإدارة	05
المطلب الثاني: تطور الإدارة المالية ومستقبلها	07
الفرع الأول: تعريف الإدارة المالية	07
الفرع الثاني: المدخل الكلاسيكي	08
الفرع الثالث: المدخل الحديث	09
الفرع الرابع: مستقبل الإدارة المالية	10
المطلب الثالث: وظائف الإدارة المالية وأهدافها	11
الفرع الأول: وظائف الإدارة المالية	11
الفرع الثاني: تطور وظائف الإدارة المالية	12
الفرع الثالث: أهداف الإدارة المالية	14
المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول النظام المالي والتمويل	16
المطلب الأول: الأعوان الاقتصاديون	16
الفرع الأول: تصنيف الأعوان الاقتصاديون	16
الفرع الثاني: أعوان العجز المالي	17
الفرع الثالث: أعوان الفائض المالي	17
المطلب الثاني: مصادر التمويل	18
الفرع الأول: تعريف التمويل	18
الفرع الثاني: تصنيف مصادر التمويل	18

الفرع الثالث: التمويل المباشر	21
الفرع الرابع: التمويل الغير مباشر	22
المطلب الثالث: اقتصاد الاستدانة واقتصاد الأسواق المالية	25
الفرع الأول: معايير التفرقة بين النموذجين	25
الفرع الثاني: المميزات والخصائص	27
الفرع الثالث: جوهر الاختلاف بين النموذجين	28
المبحث الثالث: الوساطة المالية Financière Intermédiation	29
المطلب الأول: مفهوم وأهمية الوساطة المالية	29
الفرع الأول: تعريف الوساطة المالية	29
الفرع الثاني: أهمية وجود الوساطة المالية لأصحاب الفائض، ولأصحاب العجز المالي	30
الفرع الثالث: أهمية وجود الوساطة المالية للوساطة المالية ذاتها، وللاقتصاد ككل	31
المطلب الثاني: أنواع الوساطة المالية	32
الفرع الأول: المؤسسات ذات الطبيعة الخاصة	33
الفرع الثاني: المؤسسات المالية البنكية	34
الفرع الثالث: المؤسسات المالية غير البنكية	35
المطلب الثالث: الوساطة المالية في بورصة الأوراق المالية	37
الفرع الأول: سماسرة الأوراق المالية Brokers Licensed	37
الفرع الثاني: تجار الأوراق المالية	38
المبحث الرابع: اللاوساطة المالية Financière Désintermédition	39
المطلب الأول: اللاوساطة المالية ودورها الاقتصادي	39
الفرع الأول: تعريف اللاوساطة المالية (السوق المالية) Financial Market	39
الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية	40
الفرع الثالث: الدور الاقتصادي للأسواق المالية	41
الفرع الرابع: أهمية الأسواق المالية	43
المطلب الثاني: مكونات السوق المالية	44
الفرع الأول: التقسيمات المختلفة للسوق المالية	44
الفرع الثاني: السوق النقدية Market Money	45

الفرع الثالث: سوق رأس المال Market Capital	48
الفرع الرابع: سوق العملات الأجنبية، سوق العقود المستقبلية	54
المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية، خصائصها ووظائفها	56
الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية	56
الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية	57
الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية والدورة الإنتاجية	59
المطلب الرابع: سوق الأوراق المالية (بورصة القيم المنقولة) الجزائرية	60
الفرع الأول: البورصة، نشأتها وتطورها، شروط التسجيل فيها	60
الفرع الثاني: كفاءة البورصة، الأطراف المتدخلة في البورصة	62
الفرع الثالث: نشأة بورصة الجزائر، والهياكل المكونة لها	66
الفرع الرابع: شروط إدراج المؤسسة في بورصة الجزائر	69
الفرع الخامس: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	70
الفرع السادس: الأوراق المالية المنتظر التعامل بها في بورصة الجزائر	75
خلاصة الفصل الأول	78
الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية والأزمات المالية	
مقدمة الفصل الثاني	79
المبحث الأول: الهندسة المالية	80
المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية	80
الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية	80
الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية	82
الفرع الثالث: ظواهر وأسباب بروز الهندسة المالية	82
المطلب الثاني: مجالات ومسؤوليات الهندسة المالية، فوائدها، مخاطرها وآثارها	84
الفرع الأول: مجالات الهندسة المالية	84
الفرع الثاني: مسؤوليات الهندسة المالية، فوائد ومخاطر تطبيقها	85
الفرع الثالث: الآثار الاقتصادية للهندسة المالية	86
المبحث الثاني: فلسفة، إستراتيجية، المهندسون الماليون وأدوات الهندسة المالية	87
المطلب الأول: فلسفة وإستراتيجية الهندسة المالية	87

الفرع الأول: فلسفة الهندسة المالية	87
الفرع الثاني: إستراتيجية الهندسة المالية	88
المطلب الثاني: المهندسون وأدوات الهندسة المالية	90
الفرع الأول: المهندسون الماليون	90
الفرع الثاني: أدوات الهندسة المالية	90
المبحث الثالث: عمليات الهندسة المالية	92
المطلب الأول: التسجيل من الرف وسمسار الخصم	92
الفرع الأول: التسجيل من الرف	92
الفرع الثاني: سمسار الخصم	94
المطلب الثاني: البيع على المكشوف، الشراء الهامشي والمتاجرة بالحزمة	96
الفرع الأول: البيع على المكشوف	96
الفرع الثاني: الشراء الهامشي	98
الفرع الثالث: المتاجرة بالحزمة	99
المبحث الرابع: منتجات الهندسة المالية	100
المطلب الأول: الأدوات المالية التي تعبر عن الملكية	100
الفرع الأول: تعريف السهم وخصائصه	100
الفرع الثاني: أنواع الأسهم	102
المطلب الثاني: الأدوات المالية التي تعبر عن المديونية	106
الفرع الأول: تعريف السند وخصائصه	106
الفرع الثاني: أنواع السندات	108
المطلب الثالث: المشتقات المالية (Les Dirévatives)	111
الفرع الأول: نشأة المشتقات وتعريفها	111
الفرع الثاني: سوق المشتقات المالية والمشاركون فيها	112
الفرع الثالث: أنواع العقود المشتقة	113
المبحث الخامس: الأزمات المالية العالمية	116
المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية	116
الفرع الأول: تعرف كل من الأزمة والأزمة المالية	116

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية ومؤشرات حدوثها	117
الفرع الثالث: أنواع الأزمات المالية	119
الفرع الرابع: أسبا الأزمات المالية وكيفية إدارتها	121
المطلب الثاني: أزمة الكساد الكبير (1929-1933) والأزمة المالية لسنة 1987	126
الفرع الأول: مظاهر وأسباب أزمة 1929	126
الفرع الثاني: الأزمة المالية لسنة 1987 (أزمة الاثنين الأسود)	128
الفرع الثالث: الآثار والنتائج المترتبة عن أزمة 1987	130
المطلب الثالث: أزمة البورصات العالمية لسنة 1989 وأزمة المكسيك 1994	131
الفرع الأول: مظاهر وأسباب أزمة 1989	131
الفرع الثاني: أوجه الاختلاف بين أزمة 1989 بالمقارنة بأزمة أكتوبر 1987	132
الفرع الثالث: مظاهر وأسباب أزمة المكسيك 1994	132
المطلب الثالث: أزمة النمور الأسيوية 1997 وأزمة فقاعات شركات الانترنيت 2000	134
الفرع الأول: مؤشرات بداية أزمة النمور الأسيوية 1997، وأسبابها	134
الفرع الثاني: آثار أزمة 1997 والنتائج المترتبة عنها	135
الفرع الثالث: فقاعات شركات الانترنيت في أواخر القرن العشرين ومطلع الألفية الثالثة	136
المطلب الرابع: أزمة الرهن العقاري 2008	137
الفرع الأول: تعريف أزمة الرهن العقاري	137
الفرع الثاني: نشأة الأزمة المالية لعام 2008	137
الفرع الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري	140
الفرع الرابع: تداعيات وآثار أزمة 2008	143
الفرع الخامس: سياسة العلاج لمواجهة الأزمة	145
المطلب الخامس: أزمة اليونان 2010	148
الفرع الأول: مفهوم الديون السيادية	148
الفرع الثاني: أزمة الديون السيادية	149
الفرع الثالث: نشأة أزمة الديون السيادية في أوروبا	150
الفرع الرابع: خطط الإنقاذ في السنوات الأولى من بداية الأزمة	153
الفرع الخامس: ترتيب الديون السيادية في العالم (الربع الأول من سنة 2014)	154

157	**خلاصة الفصل الثاني**
	الفصل الثالث: إدارة المخاطر المالية
158	**مقدمة الفصل الثالث**
159	**المبحث الأول: ماهية الخطر**
159	**المطلب الأول:** الخطر، تقييمه وأنواعه
159	**الفرع الأول:** مفهوم الخطر
160	**الفرع الثاني:** تقييم الخطر
162	**الفرع الثالث:** أنواع المخاطر
164	**المطلب الثاني:** أساليب التعامل مع الخطر وكيفية إدارته
164	**الفرع الأول:** أساليب التعامل مع المخاطر
165	**الفرع الثاني:** تطور إدارة الخطر
167	**الفرع الثالث:** خطوات ووسائل إدارة المخاطر
168	**المطلب الثالث:** أهداف وإستراتيجية إدارة الخطر
168	**الفرع الأول:** أهداف إدارة المخاطر
169	**الفرع الثاني:** إستراتيجية إدارة الخطر
170	**المبحث الثاني: المخاطر في المؤسسات المالية**
170	**المطلب الأول:** المخاطر والمؤسسات المالية
170	**الفرع الأول:** أهمية المؤسسات المالية
171	**الفرع الثاني:** المخاطر شيء حتمي للمؤسسات المالية
171	**الفرع الثالث:** وعي المؤسسات المالية بالمخاطر المالية
172	**المطلب الثاني:** المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية
172	**الفرع الأول:** مخاطر السوق ومخاطر أسعار الفائدة
173	**الفرع الثاني:** مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة
173	**الفرع الثالث:** مخاطر التشغيل والمخاطر القانونية
174	**الفرع الرابع:** مخاطر التعامل في الأوراق المالية
176	**المبحث الثالث: المخاطر المالية**
176	**المطلب الأول:** ماهية الخطر المالي

الفرع الأول: تعريف الخطر المالي	176
الفرع الثاني: إدارة الخطر المالي	178
الفرع الثالث: أدوات إدارة المخاطر المالية	179
المطلب الثاني: التغطية والتحوط ضد المخاطر المالية (HEDGE)	182
الفرع الأول: مفهوم التغطية	182
الفرع الثاني: مفهوم التحوط	183
الفرع الثالث: إستراتيجية التحوط ضد المخاطر	183
المبحث الرابع: دور منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية	185
المطلب الأول: الهندسة المالية والمشتقات المالية	185
الفرع الأول: تذكير بمفهوم الهندسة المالية ومفهوم المشتقات المالية	185
الفرع الثاني: أي المخاطر التي ينبغي إدارتها وهندستها	185
الفرع الثالث: دور الهندسة المالية في صناعة المشتقات المالية	186
الفرع الرابع: المشتقات المالية كأداة للتغطية ضد المخاطر المالية	188
الفرع الخامس: دور عمليات الهندسة المالية في التقليل من المخاطر المالية	190
المطلب الثاني: الخيارات المالية، التوريق والتنويع لإدارة المخاطر المالية	192
الفرع الأول: الخيارات المالية	192
الفرع الثاني: التوريق لإدارة المخاطر المالية	194
الفرع الثالث: التنويع لإدارة المخاطر المالية	195
المطلب الثالث: السندات الصفرية وإدارة المخاطر	199
الفرع الأول: تعريف السند الصفري	199
الفرع الثاني: السندات الصفرية ومخاطر سعر الفائدة	200
الفرع الثالث: السندات الصفرية والمخاطر الأخرى	201
المبحث الخامس: أدوات قياس المخاطر المالية	202
المطلب الأول: ماهية العوائد	202
الفرع الأول: تعريف العائد	202
الفرع الثاني: أنواع العوائد	203
الفرع الثالث: قياس العائد	204

فـــهرس المحـــتويات

المطلب الثاني: أدوات قياس الخطر المستقل Stand Alone Risk	205
الفرع الأول: المدى والتوزيعات الاحتمالية	205
الفرع الثاني: التباين والانحراف المعياري Variance and Standard Deviation	206
الفرع الثالث: معامل الاختلاف(التغير)، معامل الارتباط ومعامل التحديد	207
الفرع الرابع: معامل التغاير، ومعامل بيتا	210
المطلب الثالث: أدوات قياس الخطر في حالة محفظة من الأصول Portfolio Risk	214
الفرع الأول: التباين والانحراف المعياري	214
الفرع الثاني: معامل الاختلاف، معامل الارتباط ومعامل بيتا	216
الفرع الثالث: خط السمة (نموذج -الانحدار الخطي، السوق-) لقياس المخاطر المنتظمة	217
المطلب الرابع: تقييم أداء المحافظ المالية بقياس مخاطرها المالية المالية	220
الفرع الأول: نموذج شارب Model Sharpes، ونموذج ترينيور Index Trynor's	220
الفرع الثاني: نموذج جنسن Index Jensen's ونموذج الأداء المعدل بالمخاطر Index RAP	222
الفرع الثالث: نموذج فاما Component Investment Performance Measure Fama's	223
الفرع الرابع: نموذج تسعير الأصول الرأس مالية Capital Asset Pricing Model-CAPM	224
الفرع الخامس: القيمة المعرضة للخطر Value at Risk (VaR)	226
خلاصة الفصل الثالث	229
الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين سوقين ماليين	
مقدمة الفصل الرابع	231
المبحث الأول: الإطار العام لدراسة الحالة	232
المطلب الأول: منهجية وأدوات الدراسة	232
الفرع الأول: منهج الدراسة	232
الفرع الثاني: مصدر ووسائل جمع ومعالجة المعلومات	233
المطلب الثاني: النموذج والمتغيرات المستخدمة في الدراسة	234
الفرع الأول: نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM	234
الفرع الثاني: المعامل B	235
الفرع الثالث: الشبكات العصبية الاصطناعية (Neural Network -ANN Artificial)	236
الفرع الرابع: المتغيرات المستخدمة في الدراسة	243
المطلب الثالث: نبذة مختصرة عن مجتمع الدراسة (أسواق الأوراق المالية محل الدراسة)	248

الفرع الأول: سوق الأوراق المالية التركي والكويتي	248
الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية الأردني والقطري	250
الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية العماني، البحريني والإماراتي	253
المبحث الثاني: دراسة مقارنة في سوق الأوراق المالية التركي [إسطنبول]	257
المطلب الأول: قياس المخاطر المالية بالنسبة للفترة ككل (من1994/05 إلى 2015/01)	257
الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة	257
الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة	258
الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة	258
المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية قبل دخول المشتقات المالية (من 1994/05 إلى 2005/01)	259
الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة	259
الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة	260
الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة	261
المطلب الثالث: قياس المخاطر المالية بعد دخول المشتقات المالية (من 2005/02 إلى 2015/01)	262
الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة	262
الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة	262
الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة	263
المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين سوق الاوراق المالية الكويتي واسواق الاوراق المالية العربية محل الدراسة	266
المطلب الأول: قياس المخاطر المالية في قطاعات سوق الأوراق المالية الكويتي	266
الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة	266
الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة	267
الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة	267
المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية في قطاعات بورصة الأردن وقطر	268
الفرع الأول: قياس المخاطر المالية في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية الأردني	268
الفرع الثاني: قياس المخاطر المالية في في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية القطري	271
المطلب الثالث: قياس المخاطر المالية في قطاعات بورصة مسقط (عمان) والبحرين	273
الفرع الأول: قياس المخاطر المالية في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية العماني	273
الفرع الثاني: قياس المخاطر المالية في مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية البحريني	275
المطلب الرابع: قياس المخاطر المالية في قطاعات سوق الأوراق المالية الإماراتي	278
الفرع الأول: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الكبيرة	278

الفرع الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات المتوسطة	278
الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة المالية لقطاع المؤسسات الصغيرة	279
المبحث الرابع: قياس كفاءة سوق الاوراق المالية التركي والكويتي قبل وبعد دخول المشتقات المالية	282
المطلب الاول: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي	282
الفرع الأول: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي قبل دخول المشتقات المالية	282
الفرع الثاني: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية التركي بعد دخول المشتقات المالية	283
المطلب الثاني: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي	285
الفرع الأول: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي قبل دخول المشتقات المالية	285
الفرع الثاني: قياس كفاءة سوق الأوراق المالية الكويتي بعد دخول المشتقات المالية	286
خلاصة الفصل الرابع	288
الخاتمة	290
الملاحق	295
قائمة المراجع	308
فهرس الجداول	322
فهرس الأشكال	325
فهرس الملاحق	326
فهرس المحتويات	327

الملخص

تعد المخاطر المالية مؤثرة وتحدث دون توقع، ويمتد أثرها إلى كافة أنحاء المعمورة، وهذا يعني ضرورة مواجهتها وذلك بإدارتها من خلال سبل التغطية. إن عدم وجود مشتقات مالية (أداة من أدوات الهندسة المالية)، وأدوات مالية للتغطية وإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الاقتصادية أدى بتلك المؤسسات إلى الانسحاب من المعاملات المالية ذات المخاطر المرتفعة وهذا يقلل من دورها ومساهمتها في تطوير الاقتصاد، ويضعفها أمام منافسيها، كما يرفع من تكلفتها. مما قد يجبرها على الاختفاء وترك المجال للمؤسسات الأقوى.

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجزء النظري، وذلك من أجل الوصف الدقيق للعديد من المفاهيم المتعلقة بالموضوع، كما تم استعمال منهج دراسة حالة لتجسيد الموضوع على أرض الواقع، والذي تم المزج فيه بين المنهج المقارن والنماذج الرياضية.

توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها ضرورة إدراج المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية لتطوير التعامل في هذه السوق، وللتقليل من حدة المخاطر المالية، كما أنه من الضروري الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات كبيرة الحجم للتغطية ضد المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في هذه الأوراق.

الكلمات المفتاحية: المخاطر المالية، الهندسة المالية، المشتقات المالية، الأسواق المالية.

Abstract :

Financial risks are highly impactful because they are unexpected, can occur at any time and their impact may spread to many financial places in a short period of time, that's why managers have to find ways of facing that kind of risks. The lack of financial derivatives and other protection tools may deter enterprises from dealing with risky transactions, which may put them in a weak competitive position because of bearing higher costs, minimize their contribution to national economic development and eventually lead to their disappearance from the market.

In this study, we adopted the descriptive and analytical methodology in order to define as precisely as possible all the concepts that are related to the subject in the theoretical chapters. The remaining chapter of this doctoral thesis was devoted to the empirical research, where we had to adopt the comparative methodology and use econometric modeling, through a case study.

The findings of the whole study, show the necessity of financial derivatives insertion in any equity market and the major role that they can play in relation to the reduction of the impact of financial risks. Moreover, we found that in order to benefit of risk protection, it may be better, for investors, to invest in equities related to big enterprises, rather than those related to smaller ones.

Key words: Financial risks, financial engineering, financial derivatives, financial markets.

تم بحمد الله