



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة العربي التبسي تبسة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم : العلوم التجارية



## مطبوعة بعنوان

# دروس في مقياس إدارة المخاطر المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم تسيير  
تخصص إدارة مالية

إعداد :

د. مهدي مـراد  
أستاذ محاضر "أ"

السنة الجامعية

2022-2021

الصفحة	البيان
//	فهرس المحتويات.....
//	فهرس الأشكال والجداول.....
أ-ب	المقدمة العامة.....
02	الوحدة التعليمية الأولى: الإطار النظري للمخاطر المالية.....
02	تمهيد:.....
03	1. تعريف المخاطر المالية.....
04	2. بعض المصطلحات التي لها علاقة بمفهوم الخطر.....
05	3. أسباب زيادة المخاطر المالية.....
05	4. أصناف المخاطر المالية.....
17	5. العوامل - المسببات - المساعدة على ظهور المخاطر المالية.....
20	خلاصة الوحدة الأولى.....
22	الوحدة التعليمية الثانية: عموميات حول إدارة المخاطر المالية.....
22	تمهيد:.....
23	1. نشأة إدارة المخاطر المالية.....
23	2. مفهوم إدارة المخاطر المالية.....
24	1.1. تعريف إدارة المخاطر المالية.....
26	2.2. أهداف إدارة المخاطر.....
28	3.2. دور إدارة المخاطر.....
29	4.2. مبادئ إدارة المخاطر.....
30	3. العوامل المؤثرة في إدارة المخاطر المالية.....
31	4. العناصر الرئيسية لإدارة المخاطر المالية.....
32	5. خطوات إدارة المخاطر المالية.....
34	6. إستراتيجيات إدارة المخاطر المالية.....
35	7. كيفية إدارة بعض أنواع المخاطر المالية.....
51	خلاصة الوحدة الثانية.....
53	الوحدة التعليمية الثالثة: إختيار الإستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر
53	تمهيد:.....
54	1. مفهوم القرار الإستثماري.....
54	1.1. تعريف القرار.....

54	.....2.1. مفهوم الإستثمار
56	.....3.1. القرار الإستثماري
57	.....4.1. أهمية القرار الإستثماري
57	.....5.1. أنواع القرارات الإستثمارية
59	.....6.1. أسس إتخاذ القرار الإستثماري
60	.....7.1. المبادئ التي يعتمد عليها القرار الإستثماري
60	.....2. معايير تقييم الإستثمارات في حالة عدم التأكد والخطر
60	.....1.2. صافي القيمة الحالية <i>VAN</i>
61	.....2.2. مدة الإسترداد <i>D</i>
61	.....3.2. معدل العائد المحاسبي
61	.....4.2. مؤشر الربحية
62	.....5.2. معدل العائد الداخلي
62	.....3. قواعد صنع القرارات الإستثمارية
63	.....4. المقاييس المختلفة للخطر
63	.....1.4. معامل <i>BETA</i>
63	.....2.4. التباين
64	.....3.4. الإنحراف المعياري
64	.....4.4. معامل الإختلاف
65	.....خلاصة الوحدة الثالثة
67	.....الوحدة التعليمية الرابعة: قراءة في الإستثمار في الأوراق المالية ومخاطرها
67	.....تمهيد:
68	.....1. تعريف الإستثمار المالي
69	.....2. الفرق بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة
69	.....3. طبيعة أدوات الإستثمار المالي
69	.....1.3. حقوق الملكية
70	.....2.3. حقوق المديونية
70	.....3.3. أدوات مشتقة
70	.....4.3. أدوات مركبة
70	.....4. خصائص الإستثمار في الأوراق المالية
71	.....5. أهداف الإستثمار في الأوراق المالية

71	.....أسس الإستثمار في الأوراق المالية.....6
71	.....مراحل الإستثمار في الأوراق المالية.....7
72	.....مزاياء وعيوب الإستثمار في الأوراق المالية.....8
72	.....مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية.....9
73	.....الحد من مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية.....10
74	.....خلاصة الوحدة الرابعة.....
76	.....الوحدة التعليمية الخامسة: إدارة المخاطر الإستثمارية في الأسواق المالية.....
76	.....تمهيد:.....
77	.....1. تعريف الأسواق المالية.....
77	.....2. تقسيمات السوق النقدية.....
77	.....1.2. السوق النقدية.....
77	.....2.2. سوق رأس المال.....
80	.....3. مفهوم المحفظة الإستثمارية.....
82	.....4. أهمية وأهداف المحفظة الإستثمارية.....
82	.....1.4. أهمية المحفظة الإستثمارية.....
82	.....2.4. أهداف المحفظة الإستثمارية.....
82	.....5. أنواع المحافظ الإستثمارية.....
82	.....1.5. محفظة العائد.....
82	.....2.5. محفظ الربح.....
83	.....3.5. محفظة العائد والربح.....
83	.....6. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لورقة مالية واحدة.....
83	.....1.6. تعريف العائد.....
84	.....2.6. قياس العائد.....
84	.....3.6. أنواع العوائد.....
86	.....4.6. قياس المخاطر للورقة المالية الواحدة.....
88	.....7. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظة الأوراق المالية.....
88	.....1.7. نظرية المحفظة الحديثة.....
88	.....2.7. نظرية هاري ماركويتز.....
89	.....3.7. إسهامات توبين في النظرية.....
89	.....4.7. إمتداد النظرية - نموذج شارب-.....

89	.....8.عائد ومخاطرة المحفظة الإستثمارية.....
89	.....1.8.معدل العائد المتوقع للمحظة الإستثمارية.....
90	.....2.8.مخاطر المحفظة الإستثمارية.....
91	.....3.8.المحفظة المثلى.....
92	.....9.التنوع في المحافظ الإستثمارية.....
92	.....1.9.التنوع الساذج.....
93	.....2.9.تنوع ماركوتيز واستخدام معامل الإرتباط.....
95	.....10.مؤشرات تقييم أداء المحافظ الإستثمارية.....
95	.....1.10.مؤشر شارب.....
96	.....2.10.مؤشر ترينور.....
96	.....3.10.مؤشر جنسن.....
97	.....4.10.مؤشر فاما.....
97	.....11.تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر لعدة أوراق مالية.....
100	.....خلاصة الوحدة الخامسة.....
102	.....الخاتمة العامة.....
104	.....قائمة المراجع.....

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
09	التمثيل البياني للمخاطر القابلة للتنوع وغير القابلة للتنوع.....	01
10	منحنى التوزيع الإحتمالي للعوائد.....	02
17	أصناف المخاطر المصرفية.....	03
19	العوامل المؤثرة في المخاطر الرئيسية.....	04
31	العوامل المؤثرة في إدارة المخاطر.....	05
34	إجراءات الرقابة على المخاطر.....	06
80	أنواع الأسواق المالية.....	07
81	نموذج المحفظة الإستثمارية.....	08
91	المخاطر الكلية للمحفظة الإستثمارية.....	09
94	حالة إرتباط تام موجب بين أصلين ماليين.....	10
94	حالة إرتباط تام وسالب بين أصلين ماليين.....	11
98	العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأوراق المالية.....	12

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
41	أثر تغيرات سعر الفائدة على هامش الفائدة.....	01
69	المقارنة بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة.....	02

إن التطور الذي عرفته الصناعة المالية في شتى الميادين وخاصة من خلال استخدام وسائل الإعلام الآلي المتقدمة أدى إلى زيادة وتنوع الخدمات التي يقدمها، كما أدى إلى تعقيد العمليات المالية في تسيير أصول المؤسسات المالية وخصوصها بما يجعلها تحقق عوائد مرضية بأقل قدر ممكن من المخاطرة، ذلك لأنها تعمل في بيئة تتسم بالدينامكية، والتحكم في كل هذه المتغيرات أمر صعب إن لم يكن مستحيلاً، خاصة وأنها تعمل في سوق يتسم بشدة المنافسة.

لمقابلة هذا التطور والمخاطر المرتبطة به أصبح من الضروري مراقبة مستوى المخاطر التي تحيط بالعمل ووضع الإجراءات الرقابية اللازمة للسيطرة على الآثار السلبية لهذه المخاطر، وإدارتها بطريقة سليمة بما يخدم أهدافها، لذا فإنه يمكن القول بأن معرفة المخاطر وتقويمها وإدارتها من العوامل الرئيسية في نجاح البنوك وازدهارها وتحقيقها لأهدافها، فإذا كان الدخول في المخاطرة المقصود منه تحقيق أعلى عائد إلا أن عدم إدارة هذه المخاطر بطريقة علمية صحيحة قد يؤدي إلى فقدان هذه العوائد والفشل في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة المالية، لذا فإن الفهم الصحيح لإدارة المخاطر المالية والتقويم الذاتي للمخاطر خاصة مع التوجهات الاقتصادية العالمية نحو العولمة المالية وكذلك متطلبات اتفاقية بازل الأولى وبازل الثانية يتطلب الأخذ بكل الأدوات والإجراءات العلمية للحد أو التقليل من أثارها السلبية.

هذه المطبوعة عبارة عن ملخصات للمحاضرات وهي ثمرة تدريس لمقياس إدارة المخاطر المالية لمدة تفوق ثلاث سنوات، تم تكييفها مع البرنامج الوزاري الجديد بحيث يحتوي المقياس على خمسة وحدات تعليمية تم ترتيبها على النحو التالي:

تناولت الوحدة التعليمية الأولى الإطار النظري للمخاطر المالية بدءاً بتعريفها وعرض بعض المصطلحات التي لها علاقة بمفهوم الخطر، بالإضافة إلى طرح أسباب زيادة حدتها خاصة مع التغيرات العلمية والتكنولوجية التي ساهمت في تطوير خدمة التعامل بالأوراق الرقمية، وأخيراً عرض أصناف المخاطر المالية والعوامل المساعدة على ظهورها.

أما الوحدة التعليمية الثانية فخصصت لمناقشة نشأة إدارة المخاطر المالية، تعريفها وأهدافها، دور إدارة المخاطر ومبادئها، العوامل المؤثرة في إدارة المخاطر المالية وعناصرها الرئيسية، خطوات إدارة المخاطر المالية وإستراتيجياتها، ثم كيفية معالجة بعض من أنواع من المخاطر المالية.

في حين تشتمل الوحدة التعليمية الثالثة على مفهوم القرار الإستثماري بدءاً بتعريف القرار ثم مفهوم الإستثمار وصولاً إلى تعريف القرار الإستثماري، أهميته وأنواعه وأسس إتخاذه، المبادئ التي يعتمد عليها القرار الإستثماري ومعايير تقييم الإستثمارات في حالة عدم التأكد والخطر، قواعد صنع القرارات الإستثمارية وأخيراً المقاييس المختلفة للخطر.



كما تناولنا بعد ذلك الوحدة التعليمية الرابعة التي عرضت قراءة في الإستثمار في الأوراق المالية ومخاطرها إنطلاقاً من تعريف الإستثمار المالي، الفرق بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة، طبيعة أدوات الإستثمار المالي، خصائصه وأهدافه، الأسس التي يقوم عليها الإستثمار في الأوراق المالية ومراحله، مزايا وعيوب الإستثمار في الأوراق المالية ومخاطر الإستثمار فيها، الحد من مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية. أما الوحدة التعليمية الخامسة والأخيرة فذهبت إلى عرض إدارة المخاطر الإستثمارية في الأسواق المالية من تعريف الأسواق المالية وتقسيماتها، مفهوم المحفظة الإستثمارية أهميتها وأهدافها وأنواعها، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لورقة مالية واحدة، ثم تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظة الأوراق المالية، عائد ومخاطرة المحفظة الإستثمارية وكيفية التنوع في المحافظ الإستثمارية، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الإستثمارية، وأخيراً تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر لعدة أوراق.



تمهيد:

تنشأ المخاطر المالية من النشاطات الإقتصادية مع إستمرارها في التزايد في منحنى متزايد خاصة مع التنوع في الأنشطة الإقتصادية، بل وأصبحت صفة ملازمة للإقتصاديات المعاصرة مما يجعل التخلص منها أمر غير ممكن بصفة نهائية، لكن ذلك لا يعني بالضرورة عدم إمكانية التعامل معها وفق مجموعة من السياسات والإستراتيجيات التي تجعل من أثارها ونتائجها متحكماً فيها إلى حد بعيد.

## 1. تعريف المخاطر المالية:

قبل التعرض لمختلف التعاريف لمصطلح الخطر يجدر بنا الإشارة إلى أن الخطر يدعى بالمخاطرة أحيانا، رغم الاختلاف الموجود بينهما في اللغة الفرنسية *Risque* أو *Danger* 1.1. تعريف الخطر لغة: كلمة مأخوذة من اللاتينية "*Rescass*" تعني حدوث تغير ما مقارنة بالحالة المستقرة أو التوازنية، أو حدوث انحراف عن النتائج المتوقعة بمعنى أنه يصف مفهوم الانفصال لحالة منتظرة.

2.1. تعريف الخطر اصطلاحا: يعبر عن إلزام الذي يتخلله حالة من عدم التأكد والشك مع احتمال تكبد الخسائر"<sup>1</sup>.

وفيما يلي بعض التعاريف التي إتفق عليها الإقتصاديون في تعريف الخطر نذكر من أهمها:

3.1. التعريف الأول: تعرف الجمعية المصرية لإدارة المخاطر الخطر على أنه: "مزيج مركب من احتمال وقوع الحدث ونتائجه، يتضمن إمكانية تحقق أحداث ونتائج قد تؤدي إلى تحقيق فرص إيجابية أو تهديدات للنجاح"<sup>2</sup>، يتضح من التعريف السابق أنه عند دراسة الخطر يجب أن تكون من جانبيه الإيجابي والسلبي وكيفية تأثيره على مختلف مكونات الإقتصاد، وذلك من خلال احتمالات النجاح وال فشل.

4.1. التعريف الثاني: يعرف طارق عبد العال حماد الخطر على أنه: "التعرض إلى ظروف معاكس أو حالة تكون فيها إمكانية حدوث انحراف معاكس للنتيجة المرغوبة، المتوقعة أو المأمولة، حيث يخضع لمجموعة من الظروف الخارجية ما يؤدي إلى إمكانية حدوث خسائر مادية"<sup>3</sup>. يتضح من التعريف السابق أن الخطر يتمثل في إمكانية وقوع الحدث، ويعبر أيضا عن التخلف عن النتيجة المتوقعة أو المرغوبة من الإستثمار ما يؤدي إلى حدوث خسائر.

5.1. التعريف الثالث: كما يعرف كذلك على أنه: "توقع وجود إختلافات في العائد بين ما هو مخطط له مسبقا والمطلوب والمتوقع حدوثه، أي هو حالة من عدم التأكد أو الشك و الخوف من تحقق ظاهرة أو موقف معين بالنظر لما قد يترتب عليه من نتائج ضارة من الناحية المالية أو الإقتصادية"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> -Alain Gauvin : « La Nouvelle Gestion Des Risque Financière »,Ed Dunod, 2000,Paris,P :11.

<sup>2</sup> -الجمعية المصرية لإدارة الأخطار: "معايير إدارة المخاطر"، مقال مأخوذ من الموقع الإلكتروني : [www.erma-egypte.org](http://www.erma-egypte.org)

تاريخ الزيارة 18-07-2021 ساعة الزيارة 09.45

<sup>3</sup> -طارق عبد العال حماد: "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 16.

<sup>4</sup> -محمد مطر: "إدارة الإستثمارات بين الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004، ص: 22.

6.1. التعريف الرابع: وذهب محمد رفيق المصري إلى تعريف الخطر على أنه: "ظاهرة ذات طابع معنوي يبدو أثرها من خلال إتخاذ القرار الذي ترافقه حالة من الشك وعدم اليقين، الخوف وعدم التأكد من نتائج تلك القرارات التي يتخذها المستثمر بالنسبة لموضوع أو قرار معين"<sup>5</sup>.

7.1. التعريف الخامس: في حين ذهب البعض الآخر إلى تعريف الخطر على أنه: "حالة عدم التأكد الذي له تأثير مباشر على الثروة والممتلكات، حيث أن أي قرار إستثماري يترافق معه شيء من من حالة عدم التأكد بشأن النتائج المتحققة منه، إذ يرتبط هذا الخطر بالطرق التي تمول عن طريقها المؤسسة عملياتها أو مشاريعها"<sup>6</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن الخطر هو احتمال أو شك في وقوع أضرار يترتب عليها خسارة سواء مالية أو بشرية أو مادية. أما المخاطرة هي احتمال وقوع خسارة ناتجة عن وقوع خطر ما أو الإقبال على فعل غير محمود النتائج.

## 2. بعض المصطلحات التي لها علاقة بمفهوم الخطر:<sup>7</sup>

1.2. درجة المخاطرة: تعرف بأنها درجة عدم التأكد الموجود في قرارات الإستثمار والتمويل، تقاس باحتمال الانحراف المعياري المختلف عن النتيجة المتوقعة والمأمولة.

2.2. عدم التأكد: غالبا ما يستخدم مصطلح عدم التأكد متصلا بالخطر حيث يقصد به حالة ذهنية تتميز بالشك لإنعدام المعرفة بما سيحدث أو لا يحدث في المستقبل، لعدم المعرفة الدقيقة بالتغيرات التي ستحدث على الإقتصاد (معدلات الفائدة، المالية، أسعار الصرف...) وهو عكس التأكد الذي نعني به الإقتناع أو اليقين بشأن موقف معين.

ينتج عدم التأكد من عدم معرفة النتيجة فيكون كرد فعل سيكولوجي لغياب المعرفة بالمستقبل، ومنه فإن وجود المخاطرة يخلق ظرفا أو مجموعة من الظروف التي تحتمل الخسارة كحالة من عدم التأكد عندما تتم المخاطرة.

هذا ما يجعل عدم التأكد شرطا ضروريا ولكن ليس كافيا لمن يواجه الخطر، حيث يمكن الوقوع في حالة عدم التأكد دون الوقوع في الخطر، كما أن التأكد من عدمه قد يتطابق مع الواقع أو لا، ومن هنا قد يتفاوت عدم التأكد من حسب معرفة الشخص واتجاهاته حيث تختلف بين الأفراد رغم نفس الظروف في الواقع، كرد فعل لغياب المعرفة بالمستقبل ما يخلق وجود المخاطرة.

<sup>5</sup>-محمد رفيق المصري: "التأمين وإدارة الخطر"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 11.

<sup>6</sup>-Revue Economique : « Les Risques Financière », Volume Num 56 ,mars 2005, P :371.

<sup>7</sup>-عدنان نايه النعيمي: "الإدارة المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص: 133.

وعليه يمكن القول بأن وجود الخطر يعني وجود حالة من عدم التأكد لكن العكس غير صحيح، أي وجود حالة عدم التأكد لا يعني بالضرورة وجود خطر، على أنه يمكن التمييز بين مفهوم المخاطرة وعدم التأكد إذ يعتمد على درجة المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة، فالمخاطرة تصف موقفا ما، يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع إحتتمالات متعددة (توزيع إحتتمالي) بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

أما عدم التأكد فهو يصف موقفا لا يتوفر فيه لمتخذ القرار المعلومات التاريخية للإعتماد عليها في وضع توزيع إحتتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية وذلك لتعلقه بالمستقبل. ومن ثم عليه أن يضع تنبؤات معقولة للحالة التي يمكن أن يكون عليها التوزيع الإحتتمالي، لذلك يطلق عليها التوزيع الإحتتمالي الشخصي لإرتباطه بمتخذي القرار في حد ذاته، فالفرق بين المخاطر وعدم التأكد يكمن في الطريقة التي يتم من خلالها تقدير التوزيع الإحتتمالي للتدفقات النقدية، فإما على أساس بيانات تاريخية وإما على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرارات.

وذلك على أساس أن الخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين، في حين عدم التأكد يتعلق بتلك المواقف التي لا يتوفر فيها المعلومات الكافية، وبالتالي لا يمكن تقدير التوزيعات الإحتتمالية.

3.2. المجازفة: هي الإقبال على العمل في ظروف يشوبها حالة من الخسارة نتيجة خطر ما يمكن أن تتعرض له المؤسسة.

4.2. التهديدات: هي المخاطر التي تنتج عن سلوك الآخرين مثل دخول منافسين جدد يهدد الحصة السوقية ورقم الأعمال للمؤسسات الناشطة في مجال معين.

### 3. أسباب زيادة المخاطر المالية:

يرجع السبب في زيادة المخاطر في القطاع المالي في ظل العولمة المالية إلى العوامل الآتية<sup>8</sup>:

- زيادة الضغوط التنافسية مما أدى لتشجيع الميل إلى المخاطرة لتحقيق أقصى عائد على رأس المال المستثمر وكسب أكبر حصة ممكنة في السوق؛

<sup>8</sup> أسيا قاسمي، حمزة فيلاي: "المخاطر المصرفية ومنطلق تسييرها في البنوك الجزائرية وفقا لمتطلبات لجنة بازل"، المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر المالية وانعكاساتها على اقتصاديات دول العالم، يومي 11-12 ديسمبر 2011، ص:02.

- إتساع أعمال المؤسسات المالية خارج الميزانية وتحولها من الأعمال التقليدية إلى أسواق المال مما أدى إلى تعرضها إلى أزمات السيولة، بالإضافة إلى مخاطر السوق الأخرى والتضخم وتقلبات الأسعار؛
- التغيرات الهيكلية التي شاهدها الأسواق المالية والمصرفية في السنوات الأخيرة نتيجة التحرر من القيود على حركة رؤوس الأموال وانفتاح الأسواق المحلية؛
- تزايد المخاطر بأشكالها المتنوعة التي تواجه عمل المؤسسات المالية لتضم العديد من أنواع المخاطر التي لم تكن محل إهتمام من قبل.

#### 4. أصناف المخاطر المالية:

تنقسم المخاطر إلى صنفين أساسيين هما :

1.4. التصنيف الأول: إن تعدد مصادر المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية تتطلب طرقاً واضحة من الحساب لتأثير المصادر في تحديد قيم الأوراق المالية، إتخاذ إجراءات التحوط وتحديد علاوة المخاطر. ووفقاً لهذا التصنيف الذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية التمويل يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية إلى مجموعتين من المخاطر، هما: المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة لكل منها معالجة مالية كمية خاصة بها، تساعد في إتخاذ القرار ، كما يستعمل هذا التقسيم في نموذج تقييم الأصول المالية والذي يظهر العلاقة بين مفهوم المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة وبين مدى إمكانية التخلص من هذه المخاطر<sup>9</sup>.

#### 1.1.4. المخاطر المنتظمة:

هي المخاطر التي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنوع كما تسمى أيضاً مخاطر السوق أو المخاطر العامة فهي تعكس طبيعة النظام المالي ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في السوق المالي، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها، أي يؤثر على عدد كبير من الإستثمارات ولكن بدرجات متفاوتة، كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة أو تغيير في الأنظمة السياسية، وبالتالي لا توجد سياسة حماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على

<sup>9</sup>-محمود يونس، كمال أمين الوصال: "نقود وبنوك وأسواق مالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 116.

المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأوراق المالية بتلك المخاطر. ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي<sup>10</sup>:

- ✓ تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص؛
- ✓ تكتسب صفة العموم ولا يقتصر تأثيرها على مؤسسة معينة أو قطاع معين؛
- ✓ ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والإقتصادية والإجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو إرتفاع معدلات الفائدة؛
- ✓ لا يمكن تجنبها بالتنوع.
- ✓ تقاس بمعامل بيتا.

يجب على المستثمر أن يعرف مسبقا مدى تأثير الأسهم التي يمتلكها لمواجهة هذا النوع من المخاطر ، والتي تتأثر بها جميع الأسهم بدرجات متفاوتة، حيث يستخدم معامل بيتا  $Beta$  في قياس هذه المخاطر، وتقاس المخاطر النظامية وفقا للمعادلة التالية<sup>11</sup>:

$$\text{Systematic Risk} = B^2 \times \sigma^2 Rm$$

حيث أن:

$B^2$  : مربع معامل بيتا.

$\sigma^2 Rm$  تباين معدل العائد لمحفظه السوق.

2.1.4. المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق باستثمار معين أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الإقتصادي ككل، وتسمى بالمخاطر الخاصة تنشأ عن سلوك الورقة المالية –مثلا تغيرات في معدل عائد الورقة المالية- ويمكن حماية المستثمر لنفسه من تلك المخاطر باعتماد مبدأ التنوع في استثماراته عن طريق الإستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر المتفرقة في نفس الوقت عن طريق متابعة تقلب أو تشتت عائد الورقة المالية –من خلال انحرافها المعياري- ثم إستبدالها بورقة مالية أخرى ذات إنحراف معياري أدنى أو عائد أعلى للإنحراف المعياري، وهو ما يعرف بتنوع المخاطر الإستثمارية، ومن أمثلة هذه المخاطر نذكر ما يلي<sup>12</sup>:

- ✓ حدوث إضراب عمال في تلك المؤسسة أو في القطاع الذي تنتمي إليه؛

<sup>10</sup>-أمين السيد أحمد لطفي: "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والإستثمار في البورصة"، الدار الجمعية للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص: 17.

<sup>11</sup>-العارضي جليل كاظم مدلول: "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية" دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013، ص: 286.

<sup>12</sup>-زياد رمضان: "مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص: 333.

- ✓ الأخطاء الإدارية المرتكبة في المؤسسة؛
- ✓ ظهور إختراعات جديدة منافسة لما تنتجه المؤسسة؛
- ✓ الحملات الإعلانية من المنافسين؛
- ✓ تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع تلك المؤسسة؛
- ✓ ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك المؤسسة.

إن مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة والكلية تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في الأوراق المالية، كما أن حجم المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة يتباين من مؤسسة لأخرى، وعموماً تمتاز هذه المؤسسات بكون الطلب على منتجاتها لا يتأثر كثيراً بالظروف الإقتصادية السائدة<sup>13</sup>. يعتبر معامل التباين المقياس الإحصائي لقياس المخاطرة الغير نظامية وتقاس وفقاً للمعادلة التالية<sup>14</sup>:

$$CVRj = \sigma Rj / R-j$$

حيث أن:

$CVRj$  : معامل تباين المخاطرة الغير نظامية.

$\sigma Rj$  : الإنحراف المعياري لمعدل العائد.

$R-j$  : متوسط معدل العائد .

مما سبق يمكن القول بأن المخاطرة الغير نظامية تتسم بالخصائص التالية:

- ✓ يمكن تجنب المخاطرة الغير نظامية بالتنوع.
  - ✓ تنشأ المخاطرة الغير نظامية عن عوامل تنفرد بها المؤسسة المالية ويقتصر تأثيرها على المؤسسة نفسها دون غيرها.
  - ✓ تقاس المخاطر الغير نظامية بمعامل التباين.
- نظراً لأن المخاطرة غير نظامية، تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما أو عدد قليل من المؤسسات، لذلك يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى .

#### 3.1.4. المخاطر الكلية:

تعرف بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في الأوراق المالية أو أي إستثمار آخر، وتشمل هذه المخاطر حاصل جمع كل من المخاطرة النظامية والمخاطرة الغير نظامية لأي

<sup>13</sup>-منير إبراهيم الهندي: "أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 2006، ص: 229.  
<sup>14</sup>-العارضي جليل كاظم مدلول: "مرجع سبق ذكره"، ص: 287.

إستثمار، وتعرف على أنها التباين الكلي للعائد المتوقع على الإستثمار. وهناك تصنيفات متعددة ومختلفة للمخاطرة سوف نذكر بعض منها وبإيجاز كما يلي:

إذ صنف *Simonson et Hempel* المخاطرة إلى:<sup>15</sup>

أ.مخاطرة البيئة: تضم المخاطرة التشريعية، المخاطرة الإقتصادية، مخاطرة التنافس، مخاطرة التنظيم؛

ب.مخاطرة إدارة الموارد البشرية: تضم مخاطرة الإفلاس، مخاطرة التشغيل، مخاطرة الأهلية أو القابلية، مخاطرة التعويضات؛

ج.مخاطرة الخدمات المالية ومخاطرة التسليم: وتضم المخاطرة التكنولوجية، مخاطرة المنتج الجديد، مخاطرة الإستراتيجية؛

د.المخاطرة المالية: المتعلقة بالقوائم المالية وتضم المخاطرة الإئتمانية، مخاطرة السيولة، مخاطرة سعر الفائدة، مخاطرة الرافعة ومخاطرة الدولية

بينما صنف *Kytle et Ruggie* المخاطرة إلى ثلاثة أنواع عامة هي السياسة والإقتصادية والتكنولوجية<sup>16</sup>:

أ.المخاطر الإقتصادية: تتمثل في النمو الإقتصادي والتضخم وتقلبات السوق وهي من إختصاص الإدارة المالية.

ب.المخاطر السياسية: هي أيضا مصدر قلق إستراتيجي للمؤسسات المالية وخاصة تلك التي تعمل على المستوى العالمي، وتشمل العلاقات التنظيمية، تشكيل البيئة القانونية العامة والعلاقات الحكومية والجغرافيا السياسية، عادة الرئيس التنفيذي هو المسؤول عن إدارة المخاطر السياسية.

ج.المخاطر التكنولوجية: في أوائل العام 1990 بدأت المؤسسات المالية تعمل على كيفية إحتواء المخاطر التكنولوجية في عمليات اتخاذ القرارات الإستراتيجية، تشمل إدارة التهديدات إلى النظم الآلية، والنمو في قطاعات التكنولوجيا الجديدة التي تغيرت جذريا ودورات الإنتاج، أو ما يتصل بها من إستخدام الطاقة والتكاليف.

يتضح من التصنيفات السابقة للمخاطرة إن هناك مخاطر مشتركة ما بين المؤسسات المالية وغير المالية، تتمثل بالمخاطرة السوقية والمخاطرة التشغيلية أما المخاطرة المهمة

<sup>15</sup> - Hempel, George H & Simonson, Donald G : « Bank management text cases », 5th edition, copyright by John Wiley & sons Ltd, U.S.A.,2000.P :212.

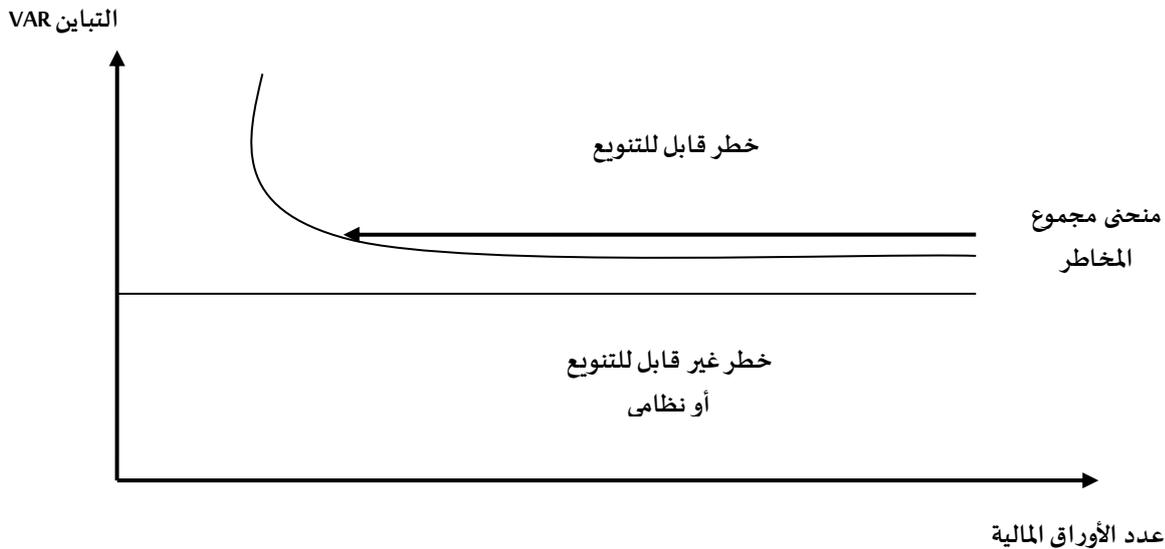
<sup>16</sup> - Kytle Beth & John Gerard Ruggie : « Corporate Social Responsibility as Risk Management » March 2005 ,Working Paper No. 10,1999,P :91

الأخرى، التي تواجه المؤسسات غير المالية والتي لها تأثير كبير ومنها مخاطرة الأعمال، فإنها تتولد في بيئة الأعمال التنافسية التي تكون مقبولة وتصاحب هذه المخاطر المؤسسة من جراء التدني في مبيعاتها خلال مدة الركود الإقتصادي، أو تفوق المنافسين، وأن جميع هذه المخاطر تدور في نفس الدائرة وهي حالة عدم التأكد من النتائج أو التعرض للخسارة. ويمكن كتابتها في شكل معادلة:

$$\text{المخاطرة الكلية} = \text{المخاطرة النظامية} + \text{المخاطرة غير نظامية}$$

- النصيب الأكبر من المخاطرة الكلية، يعود إلى المخاطرة النظامية لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل ويصعب التنبؤ بها ومواجهتها. يمكن التقليل من المخاطرة غير النظامية وذلك عن طريق التنوع، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالمخاطرة النظامية<sup>17</sup>.  
**\*\* التمثيل البياني للمخاطر:**

من أجل تمثيل المخاطر بيانياً يجب ربطها بالعائد والذي يعتبر العنصر الأساسي في أهداف الإدارة المالية والإستثمار ككل، وذلك اعتماداً على التوزيع الإحتمالي لمعدلات العائد ويمكن إظهار دور التنوع من خلال التمثيل البياني التالي:  
**الشكل رقم 01: التمثيل البياني للمخاطر القابلة للتنوع وغير القابلة للتنوع**

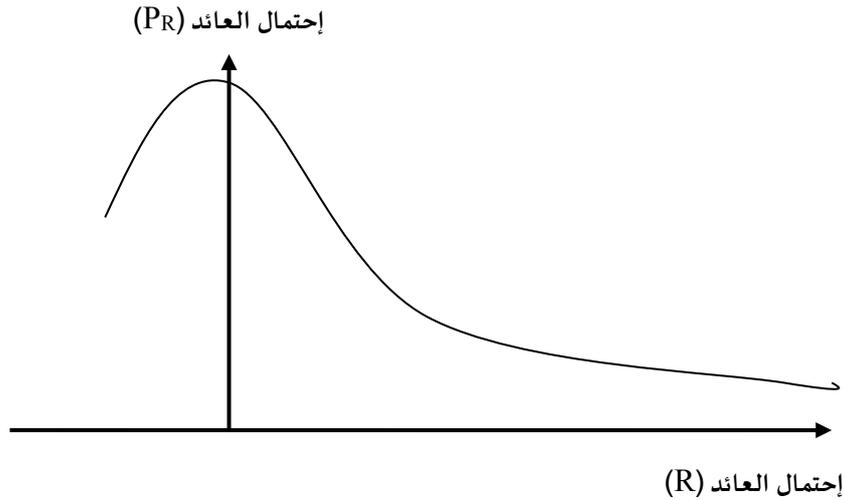


المصدر: زياد رمضان: مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005، ص:334.

17- حسين عطا غنيم: "دراسات في التمويل"، بدون دار نشر، بدون بلد نشر، الطبعة الأولى، 1999، ص: 255.

من الشكل السابق يعبر منحنى مجموع المخاطر عن إمكانية وقوع حدث ما في ظل وجود احتمال تحقق عائد على استثمار ما، ويمكن تمثيل معدلات العائد في منحنى حسب احتمال وقوعها كما يلي:

الشكل رقم 02: منحنى التوزيع الإحتمالي للعوائد



المصدر: زياد رمضان: "مرجع سبق ذكره"، ص: 337.

- على المستثمر في حالة التنوع بالنسبة للمخاطرة العامة أن يركز تنبؤه على حركة السوق وخاصة المخاطر الاقتصادية العامة ومخاطر السوق المالية مثل (التغير في سعر الفائدة والتغير في أسعار الصرف ومخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد).
- كذلك إذا توقع صعود السوق فعليه زيادة المحفظة من الأوراق المالية ذات ال (B) المرتفعة والعكس صحيح.

- أما في حالة عدم التنوع، إذا أراد المستثمر الحصول على عائد مقابل تعرضه للمخاطرة الخاصة أو غير سوقية من خلال تحليله الدقيق للسهم يجب عليه التركيز على مصادر المخاطرة غير نظامية، التي هي في حد ذاتها غير مرتبطة ببعضها البعض، وتخضع أيضا إلى عوامل مؤثرة في المخاطرة النظامية.

#### 2.4. التصنيف الثاني:

تتعرض المؤسسات المالية إلى نوعين رئيسيين من المخاطر هما : المخاطر المالية، ومخاطر العمليات أو ما يسمى بمخاطر التشغيل.

1.2.4. المخاطر المالية : وتتضمن جميع المخاطر المرتبطة بإدارة الأصول والخصوم المتعلقة بالمؤسسة المالية، وهذا النوع من المخاطر يتطلب رقابة وإشراف مستمرين من قبل إدارة المؤسسة ووفقا لتوجه حركة السوق والأسعار والعمولات والأوضاع الاقتصادية والعلاقة بالأطراف الأخرى ذات العلاقة، وتحقق المؤسسات المالية عن طريق أسلوب إدارة هذه المخاطر ربحا أو خسارة، ومن أهم أنواع المخاطر المالية ما يلي:  
أ. المخاطر الائتمانية(القروض):

إن مفهوم القرض أثبت في كثير من المرات أنه لا يوجد هناك قرض بدون مخاطر مهما كانت الضمانات المقدمة، فالخطر ملتصق بالقرض ولا يفارقه، والبنكي يجب عليه دائما الحذر من أن لا يتمكن المدين من الوفاء بالتزامه، ومن أمثلة مخاطر الائتمان أو القروض مثل مخاطر توقف المدين عن الوفاء بالتزاماته التعاقدية مع البنك، أو مخاطر التركيز الائتماني، أو فشل البنك في تحديد جودة الأصول وما يترتب على ذلك من عدم تكوين المخصصات الكافية لتجنب تعرض أموال المودعين لخسائر غير محسوبة، هذا وتشمل المخاطر الائتمانية البنود داخل الميزانية مثل القروض والسندات والبنود خارج الميزانية مثل خطابات الضمان و/ أو الإعتمادات المستندية.

التأخير البسيط في تسديد قسط واحد من القرض يمكن أن يكون ذا أثر سلبي بالنسبة لمؤسسة مالية (بنك)، والتي تعمل بواسطة أموال مقترضة أيضا (ودائع الآخرين)، لأنه مثل أي تاجر أو صناعي فإنه يجب عليها أن توفى بالتزاماتها، من جانب آخر نحو المودعين (الموفرين وفي الأجل المحددة، معتمدة في ذلك على المداخيل التي تجنيها والضرورية لتحقيق توازن خزنتها. إنه بسبب تراكم مجموعة من الظروف غير المتوقعة وغير المحسوبة، أو بسبب سياسة إقراض غير حذرة وغير احترازية فإن التأثيرات المتوالية في التسديد يمكنها أن تضع البنك في صعوبات جد حرجة.

إن الإفلاس النهائي الكلي أو الجزئي للمدين هو عبارة عن حادث يمكن أن يحدث دوما، لكن البنك ليس بالمؤمن (*ASSUREUR*) الذي يجد في الحادث السبب الرئيسي لنشاطه أو مهمته الأساسية.

إنه إذا أمكن لمؤسسة التأمين أن تقوم بإشهار مبالغ التعويضات التي سددتها على الأخطار والحوادث، فإن البنك التي تتعرض إلى أخطاء كبيرة يمكن أن تدفع ببعث الريبة والشك لدى المودعين (الموفرين)، مما قد يؤدي بنتائج خطيرة على البنك.

إنه رغم تطور أساليب تسيير النشاط البنكي فإن الخطر ظل في أولويات الأنشطة البنكية، لأن القضاء على الأخطار البنكية بشكل مطلق مستحيل، فالخطر غير قابل للاستبعاد لكن هامش المناورة الذي يجب أن يتمتع به البنك يظل في قدراته على إبقاء تلك الأخطار عن مستوى مقبول من أجل تدنيه خسائره.

الخلاصة يمكن القول أن البنوك وفي نشاطاتها مدعوة إلى تحويل خصائص أصولها المالية التي تشتريها (الودائع) وتبيعها (القروض) مع تحمل الأخطار الناتجة عنها. وعليه فالدراسة والكشف وأخيرا التحكم في هذه الأخطار يشكل رهانا كبيرا أمام البنك.

✓ تصنيف خطر القرض: مع تطور المنتجات البنكية والهندسة المالية، فإن البنك دائما يواجه أخطارا متعددة ومختلفة في الطبيعة، لأن خطر القرض يخلط بينه وبين خطر الطرف الآخر الذي يدعى أيضا خطر العيب، لهذا يجب فهم خطر القرض والذي يمكن تعريفه بأنه ذلك الخطر الذي يتجسد من خلال عدم القدرة الكلية أو الجزئية للمدين عن الوفاء بجزء أو عن الكل من التزاماته، الأمر الذي يشكل بالنسبة للبنك خطر الأخذ والذي يسبب حسب الحالة سواء خطر عدم التسديد أو خطر التجميد .

إن خطر القرض يمكن أن يحدث أو ينتج من التغيرات في معدلات الفائدة أو معدلات سعر الصرف، من جهة أخرى فإن الدخول في علاقة مع مدين أجنبي يمكن أن تكون خطرة وذات عواقب وخيمة على البنك وذلك في الحالات التي لا يمكن فيها للمدين من الوفاء بالتزاماته الخارجية بسبب الأحداث السياسية، أو القانونية أو اجتماعية أو اقتصادية، تقع في بلده والتي تساهم في تشكيل ما يسمى بخطر الدولة .

أخيرا أيضا من منظور أوسع فإن خطر القرض يمكن أن يشمل أيضا الخطر خارج الميزانية، والذي كان لفترة طويلة سيء التقدير بسبب الإعتمادات التي يتلقاها البنك من جهة، ويسبب احتمال تدهور وضعية المقرض (المدين) من جهة أخرى.

مما سبق نخلص إلى أن القرض يمكن تقسيمه إلى خمسة (05) أخطار كبيرة وهي: خطر المدين، والذي يقسم بدوره إلى نوعين (عدم التسديد، التجميد أو عدم التحريك)، خطر سعر الفائدة، خطر سعر الصرف، خطر الدولة، خطر خارج الميزانية .

ب.مخاطر سعر الفائدة: يعرف سعر الفائدة الحقيقي بأنه: "عبارة عن معدل الفائدة الإسمي بعد تعديله بالنسبة للتغير المتوقع في مستوى العام للأسعار -معدل التضخم-"<sup>18</sup>

<sup>18</sup>-محمود بونس، عبد النعيم مبارك: "النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 170.

وعليه يمكن القول بأن سعر الفائدة الحقيقي يساوي سعر الفائدة الإسمي معدلا بإزالة التضخم وفقا للمعادلة التالية:

$$Inert = In - If$$

*Inert*: سعر الفائدة الحقيقي.

*In*: سعر الفائدة الإسمي.

*If*: معدل التضخم.

أما مخاطر سعر الفائدة يقصد بها قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق، بصفة عامة وتميل كل أسعار الفائدة السوقية إلى الارتفاع أو الانخفاض معا على المدى الطويل.

إن خطر سعر الفائدة مرتبط مباشرة بعملية تحويل أقساط القروض من خصوم بنكية، عندما يحول البنك ديونا أو قروضا قصيرة الأجل إلى قروضا طويلة الأجل فإنه يتعرض لانخفاض أو تدهور هامش فائدته في حالة ارتفاع سعر الفائدة،، النتيجة المباشرة هي أن الناتج البنكي الصافي ينخفض بسبب التبدل السريع للديون بسبب ضيق هوامش الفائدة على القروض الجارية وارتفاع تكلفتها المتوسطة. وعليه يمكن تعريف مخاطر سعر الفائدة على أنها: "خطر سعر الفائدة يعرف بالحالة التي يجد فيها البنك مردوديته تتأثر بفعل تطور معدل الفائدة"، مع تنوع وتطور الوسائل المالية المتعلقة لجمع المصادر والموارد البنكية وتوزيعها في شكل قروض، فإن اختلاف شروط سعر الفائدة أصبح ضرورة لا مفر منها، ودافعا بذلك البنوك إلى ضبط الخطر بدقة وتسيير بفعالية ونجاح، في الحقيقة تجربة البنوك الجزائرية بينت القدرة على المواجهة للنشاط البنكي أمام هذا الخطر، فالانخفاض التدريجي لأسعار الفائدة ابتداء من 1995 والذي يعتبر منطقيا لأن سعر الفائدة للسحب على المكشوف مثلا إنتقل من 23.50 % إلى 10.25 % في بداية التسعينات، وبالمقابل فإن معدلات الفائدة الدائنة (التوظيفات كانت مكتتبة بمعدل فائدة ثابت يقدر 20.50 % وأكثر) أثرت ببطء على مردودية البنوك الجزائرية، لأجل هذا وبغرض الحد من خطر سعر الفائدة فإن البنوك الجزائرية كانت مدفوعة لتبديل وإحلال القروض الممنوحة بمعدلات فائدة ثابتة بقروض ذات معدلات فائدة متغيرة.

العامل المهم في وجهة نظر نتائج البنك يبقى هو مستوى معدلات الفائدة وحركته والذي يسمى بخطر الهامش الإجمالي، والذي يتمثل في استمرار تنامي ارتفاع تكلفة جمع

الموارد بسرعة أكبر من مرد ودية القروض، وهناك أنواع أخرى لمخاطر الفائدة منها: مخاطر إعادة التسعير التي تنشأ من الاختلافات الزمنية في فترة الاستحقاق للأسعار الثابتة وأسعار البنك أصول العائمة، ومخاطرة العائد التي تنشأ عن التغيرات في انسياب منحى العائد وشكله والمخاطرة القاعدية التي تنشأ من علاقة غير صحيحة في الأسعار المكتسبة والمدفوعة بإدارات مختلفة .

ت.مخاطر السيولة: تنشأ مخاطر السيولة عن عدم قدرة البنك على تلبية التزاماته قبل الغير أو تمويل زيادة الأصول، وهو ما يؤدي إلى التأثير السلبي على ربحية البنك وخاصة عند عدم القدرة على التسييل الفوري للأصول بتكلفة مقبولة، وقد تقف عدة أسباب وراء التعرض لمخاطر السيولة نذكر منها :

✓ ضعف تخطيط السيولة بالبنك مما يؤدي إلى عدم التناسق بين الأصول والالتزامات من حيث آجال الاستحقاق؛

✓ سوء توزيع الأصول على استخدامات يصعب تحويلها لأرصدة سائلة؛

✓ التحول المفاجئ لبعض الالتزامات العرضية إلى التزامات فعلية.

كما تسهم بعض العوامل الخارجية مثل الركود الاقتصادي والأزمات الحادة في أسواق المال في التعرض لمخاطر السيولة.

ث.مخاطر التضخم: وهي المخاطر الناتجة عن الارتفاع العام في الأسعار ومن ثم انخفاض للقوة الشرائية للعملة.

ج.أسعار الصرف: تتمثل مخاطرة العملة في ملاحظة تحقق خسائر نتيجة للتغيرات في أسعار الصرف، وتحدث التباينات في المكاسب بسبب ربط الإيرادات والنفقات بأسعار الصرف بواسطة مؤشرات، أو ربط قيم الأصول والخصوم ذات العملات الأجنبية. وبصفة تمثل المخاطر الناتجة عن التعامل بعملات أجنبية وحدوث تذبذب في أسعار العملات، الأمر الذي يقضي الإلمام الكامل والدراسة المعمقة عن أسباب تقلب الأسعار .

خ.مخاطر الرفع المالي:

بحكم أن الرفع المالي يتعلق بالتمويل بالمدىونية فإنه يعتبر من المصادر التي تؤثر على الإستقرار المالي في الأسواق والمؤسسات المالية، وتقاس الرافعة المالية بنسبة الديون إلى حقوق الملكية، أي النسبة بين الديون وإجمالي الأصول مع افتراض ثبات العوامل الأخرى.

وفق المعادلة التالية:

$$L = \left[ \frac{(RE - r)D}{S} \right] = \frac{RF - RE}{1 - T}$$

حيث أن:

$L$ : أثر الرافعة المالية.

$RF$ : المردودية المالية.

$RE$ : المردودية الإقتصادية.

$r$ : معدل الفائدة المتوسط لمجموع الديون.

$T$ : معدل الضرائب على الأرباح.

$D$ : إجمالي الديون (الطويلة والمتوسطة وقصيرة الأجل).

$S$ : الأموال الخاصة.

تدرس الرافعة المالية العلاقة بين المردودية المالية وكيفية الرفع من مردودية الأموال الخاصة، نتيجة لاستخدام الدين في الهيكل المالي، وعليه يعتبر أثر الرافعة المالية بمثابة المؤشر الذي يقيس التأثير الإيجابي أو السلبي لسياسة الدين في المؤسسة، والذي يتعلق بارتفاع درجة المردودية الإقتصادية. وهذا ما يسمح بقياس درجة المخاطر المالية للمؤسسة على المدى القصير والطويل وفق للحالات التالية:

أثر الرافعة المالية موجب ما يعني أن الديون لها دور  $L > 0 \leftarrow RE > r \checkmark$

إيجابي في المؤسسة.

الديون ليس لها أثر على المؤسسة.  $L = 0 \leftarrow RE = r \checkmark$

أثر الرافعة المالية سالب ما يعني أن الديون لها دور سلبي  $L < 0 \leftarrow RE < r \checkmark$

على المؤسسة.

يتسبب استخدام الرافعة المالية في زيادة تقلبات في الأرباح بسبب إرتفاع وانخفاض المبيعات خلال دورة الأعمال، نتيجة استخدام التكاليف الثابتة للتمويل ويمكن التحكم فيها من خلال التحكم في هذه التكاليف.

1.2.3. مخاطر العمليات (التشغيل): يشمل هذا النوع من المخاطر العملية الناتجة من العمليات اليومية للبنك ولا يتضمن عادة فرصة للربح، فالبنوك إما أن تحقق خسارة وإما لا تحققها وعدم ظهور أية خسارة للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير، ومن المهم للإدارة العليا

التأكد من وجود برنامج لتقويم تحليل مخاطر العمليات، ويشمل هذا النوع من المخاطر ما يلي :

أ. الاحتيال المالي والاختلاس: في دراسة شملت 6 دول فان حوالي 60 % من متوسط حالات الاختلاس في أي بنك قام بها موظفون و 20 % قام بها مديرون، وتشير الدراسة إلى أن حوالي 85 % تقريبا من خسائر العمليات في البنوك خلال السنوات الخمس كانت لخلل في أمانة الموظفين، وفي دراسة أخرى أن الخسائر الناتجة عن عمليات التزوير ما بين 10 % إلى 18 % في البنوك نظرا لتزايد استخدام التقنية الإلكترونية في العمليات البنكية، وهو ما أدى إلى تطور الفرص للإعمال الإجرامية التي تطورت أساليبها وصعب اكتشافها من خلال الوسائل العالية التقنية.

ب. الجرائم الالكترونية: تعتبر هذه الجرائم من أكثر الجرائم شيوعا وتتمثل في المجالات التالية : أجهزة الصرف الآلي، بطاقات الائتمان، نقاط البيع، عمليات الاختلاس الداخلي من خلال التواطؤ مع الموظفين، تبادل البيانات آليا وغيرها.

ج. المخاطر المهنية: تتعرض البنوك عموما إلى نقص في مخصصاتها للخدمات والمنتجات المالية لأكبر أشكال مخاطر العمليات انتشارا في القطاع البنكي، وتندرج تحتها الأخطاء المهنية والإهمال والمخاطر المرتبطة بالمسؤولية القانونية التي يجب التفريق فيها بين المخاطر المهنية التي تؤثر على مجلس الإدارة عن تلك المؤثرة على ذات البنك، علما بأن الالتزامات تنشأ من مصادر أخرى منها: ممارسات موظفي البنك، الخدمات المقدمة للزبائن، الالتزامات البيئية، دعاوى المساهمين، متطلبات التزامات المقترضين وغيرها .

د. مخاطر السمعة: تنشأ مخاطر السمعة في حالة توافر رأى عام سلبي تجاه البنك نتيجة عدم قدرته على تقديم خدماته البنكية عبر الانترنت وفق معايير الأمان والسرية والدقة، مع الاستمرارية والاستجابة الفورية لاحتياجات ومتطلبات الزبائن، وهو أمر لا يمكن تجنبه سوى بتكثيف اهتمام البنك بتطوير ورقابة ومتابعة معايير الأداء بالنسبة للنشاطات البنكية الالكترونية. والشكل الموالي يوضح أهم تصنيفات المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية.

هـ. مخاطر السوق:

تشمل المصادر الرئيسية لمخاطر السوق حالات الركود وتقلبات أسعار الفائدة والاضطرابات السياسية والكوارث الطبيعية، تميل مخاطر السوق بطبيعتها إلى التأثير على السوق بالكامل في نفس الوقت، لذلك من الصعب الحماية من مخاطر السوق، التغيرات

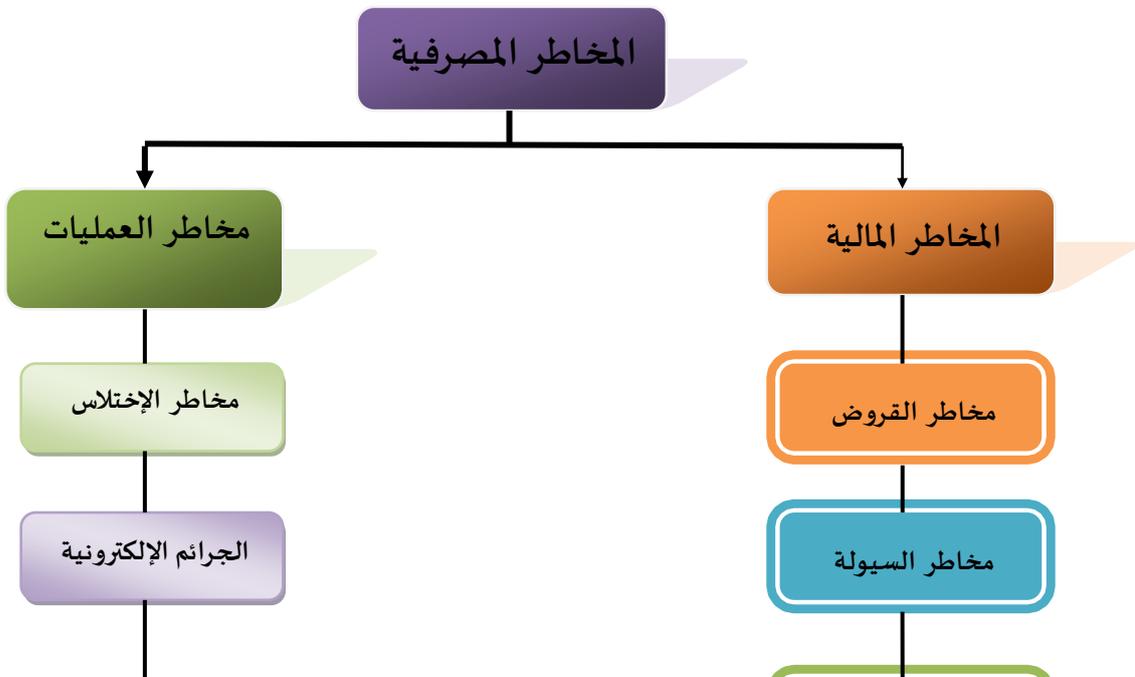
## الوحدة التعليمية الأولى: الإطار النظري للمخاطر المالية

الحادة في أسعار الصرف، والتقلبات غير المتوقعة في أسعار الفائدة والأحداث الجيوسياسية أو فترات الركود كلها مواقف تسبب مخاطر السوق.

أكثر أنواع مخاطر السوق شيوعًا هي: مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الأسهم ومخاطر العملات ومخاطر السلع، حيث تمثل مخاطر أسعار الفائدة التقلبات الناتجة عن التقلبات في أسعار الفائدة الناشئة عن إعلانات البنك المركزي بشأن التغيرات في السياسات النقدية، وترتبط هذه المخاطر في الغالب باستثمارات الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، أما مخاطر الأسهم هي مخاطر تغير أسعار استثمارات الأسهم تنشأ مخاطر العملة من التغير في سعر إحدى العملات بالنسبة إلى أخرى، ويتعرض المستثمرون أو الشركات التي تتعامل مع دول أجنبية لمخاطر العملة، في حين تغطي مخاطر السلع تغير أسعار النفط الخام وبعض السلع. تستخدم طريقة القيمة المعرضة للخطر بشكل عام لقياس مخاطر السوق، وتتضمن هذه الطريقة إدارة مخاطر إحصائية تقيس الخسارة المحتملة للأصل واحتمال حدوث خسارة محتملة.

باختصار مخاطر السوق هي مخاطر الخسارة في الاستثمارات المالية الناتجة عن تحركات الأسعار السلبية. يُطلق على احتمالية انخفاض قيمة الأصول والخصوم الناتجة عن التمايز في متغيرات السوق مخاطر السوق (مخاطر السوق). (تغطي هذه المخاطر بشكل عام الأصول والخصوم في الدفاتر التجارية. تحدد البنوك أيضًا نطاق مخاطر السوق بهذه الطريقة.

### الشكل رقم 03: أصناف المخاطر المصرفية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: شقري نوري موسى وآخرون: "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص:14.  
5.العوامل –المسببات- المساعدة على ظهور المخاطر المالية:

تعرف العوامل أو المسببات على أنها: "مجموعة من الظواهر التي تؤدي إلى زيادة أو انخفاض احتمالات وقوع الخطر المالي مما يستلزم زيادة أو تخفيض شدة الخسارة المترتبة عن وقوع هذا الخطر أو ذلك"<sup>19</sup>.

#### 1.5.مسببات الخطر الموضوعية:

هي تلك المسببات الإضافية التي تزيد من درجة الخطر أو ترفع عدد فرص وقوع الخسارة، وعادة ما تكون هذه المسببات موضوع التأمين. تتميز هذه المسببات بسهولة التعرف عليها وتحديدها بدقة عن طريق دراسة النواحي المادية والفنية للشئ المعرض للخطر، ويمكن القول أن درجة التحكم في هذه العوامل الموضوعية محددة لأنها من المكونات الطبيعية للشخص أو الشئ المعرض للخطر، الأمر الذي يصعب معه تفادي نتائجها الضارة مثل: الإحتفاظ بمبالغ كبيرة في خزائن غير متطورة يعد من العوامل الموضوعية المساعدة على السرقة، وبالتالي يتوقف حجم الخسارة على كمية الأموال المخزنة في البيت.

#### 2.5.مسببات الخطر الأخلاقية:

<sup>19</sup>-عياد أحمد أبو بكر، وليد إسماعيل السيفو: "إدارة الخطر والتأمين"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص:26.

## الوحدة التعليمية الأولى: الإطار النظري للمخاطر المالية

هي المسببات المتمثلة أساساً في الصفات الأخلاقية التي يتحلى بها الشخص نفسه مثل: التهاون والإهمال أو التلاعب في الأرقام والحسابات وغيرها، مما يؤدي إلى وقوع خطر المسؤولية المدنية إتجاه الآخرين مثل: تضخيم الفواتير، الغش أو التدليس في الصريجات وغيرها.

3.5. مسببات الخطر الطبيعية:

هي العوامل التي تساعد على زيادة احتمال وقوع الخطر مما يؤدي إلى زيادة شدة المخاطر وبالتالي زيادة حجم الخسائر المترتب عنه مثل: الظواهر الطبيعية كالفيضانات والزلازل وغيرها.

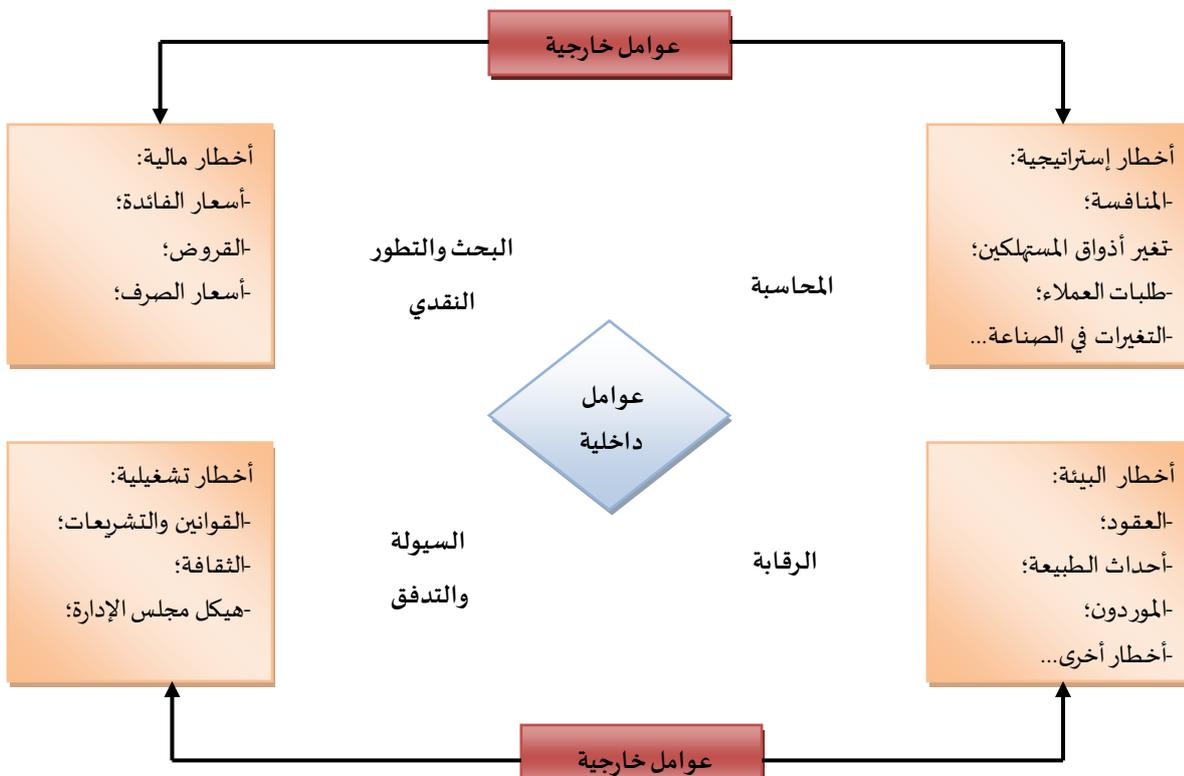
4.5. مسببات الخطر الشخصية:

يقصد بها مجموعة العوامل المساعدة التي يكون للعنصر البشري تأثير فيها، أو تنتج بسبب تدخله في مجريات الأمور"، ويمكن التفريق بين نوعين من المسببات الشخصية:

1.4.5. مسببات الخطر الشخصية الإرادية: هي عوامل الخطر التي تؤدي إلى زيادة درجة الخطورة أو زيادة حجم الخسارة المترتبة على تحقيق الخطر نتيجة لفعل إرادي متعمد مثل: التلاعب في حسابات المؤسسة قد يؤدي إلى الإفلاس.

2.4.5. مسببات الخطر الشخصية اللاإرادية: يقصد بها مجموعة العوامل المساعدة على وقوع الخطر بشكل عفوي ودون قصد، تؤدي إلى إنخفاض أو زيادة شدة الخسائر مثل: خطأ في تسجيل العمليات المحاسبية اليومية. والشكل الموالي يوضح أهم العوامل- المسببات - المساعدة على ظهور الخطر.

### الشكل رقم (04): العوامل المؤثرة في المخاطر الرئيسية



المصدر: "إدارة المخاطر والتأمين"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001، ص:14.

خلاصة:

تتعرض المؤسسات المالية لمخاطر مختلفة وهذا لإختلاف مصادرها من نظامية وغير نظامية، تكون عالية عندما تعاني إيرادات شديدة التقلب والتعرض الدائم للتغيرات في النشاط الإقتصادي، أو أسعار الفائدة أو التغيرات السريعة في الأسعار، لذلك نجد صور مختلفة ومتنوعة للمخاطر، وكان لزاما على المؤسسات المالية البحث عن السبل المجدية للتخلص منها أو التخفيف من حدتها من خلال مراحل إدارتها. وهذا ما سيتم التعرض له في الوحدة التعليمية الثانية.

تمهيد:

إن إدارة المخاطر كعلم يقوم على التحليل الواقعي للظواهر الإقتصادية وهو فن من فنون صياغة النماذج القياسية، فهو عبارة عن المنهج أو المدخل العلمي للتعامل مع المخاطر البحثية عن طريق توقع الخسائر المحتملة التي يمكن أن تطرأ على الإستثمار، من خلال تصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها تقليل إمكانية حدوث الخسارة أو التقليل الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى أدنى حد ممكن، فتقوم إدارة المخاطر بتحديد وقياس وإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية وذلك بغرض الحيلة والحذر، والسيطرة عليها بتحبيدها أو تقليل أثرها ما أمكن ذلك.

تتناول إدارة المخاطر المالية دراسة العلاقة بين العائد المطلوب على الإستثمار وبين المخاطر التي تصاحب هذا الإستثمار، والهدف من ذلك هو سعي المستثمر لتوظيف هذه العلاقة عن طريق تعظيم قيمته وتحقيق أكبر عائد ممكن في ظل أدنى المخاطر، وعليه فإدارة المخاطر على الرغم من حداثةها كمفهوم هي مجموعة من التقنيات للتعامل مع ما يخبئه المستقبل من إحتتمالات وشكوك ممارسة قديمة.

لم يكن مصطلح إدارة المخاطر -أو إدارة الخطر- معروفا قبل خمسينات القرن العشرين وقد تطور مع تحليل كلفة الخطر، وخروج المصطلح من دائرته الضيقة في التأمين وبالأحرى التخلص من إعتبار إدارة الخطر نشاطا مماثلا للتأمين، ومنذ ذلك الوقت وإدارة الخطر في تطور مستمر يجمع بين تراكم التجارب العلمية والمعرفة العلمية للسيطرة على الخطر، ويجمع أيضا بين العاملين عليه في جمعيات مهنية تصدر درويات متخصصة.

نشأت فكرة إدارة المخاطر من إندماج تطبيقات الهندسة في البرامج العسكرية والفضائية والنظرية المالية والتأمين في القطاع المالي، وكان التحول من الإعتماد على إدارة التأمين إلى إدارة المخاطر المعتمد على علوم الإدارة في تحليل التكلفة والعائد والقيمة المتوقعة، والمنهج العلمي لإتخاذ القرار في ظل ظروف عدم التأكد، حيث كان أول ظهور لمصطلح "إدارة المخاطر" في مجلة "هارفود بيزنس ريفو" سنة 1956، حيث طرح المؤلف آنذاك فكرة مختلفة تماما وهي أن شخصا ما بداخل المؤسسة ينبغي أن يكون مسؤولا عن إدارة المخاطر المؤسسة البحثية، ومن بين أولى المؤسسات التي قامت بإدارة مخاطرها هي المؤسسات المصرفية، التي ركزت على إدارة الأصول الخصومة وتبين أن هناك طرقا أنجع للتعامل مع المخاطرة بمنع حدوث الخسائر والحد من نتائجها عند إستحالة تفاديها<sup>1</sup>.

وتوسع إستخدام تقنيات إدارة المخاطر في مختلف المؤسسات خصوصا المالية منها كشرركات التأمين وصناديق الإستثمار، ورغم أن إدارة المخاطر تستمد جذورها من شراء التأمينات على الأعمال، وفي الواقع كان لظهور إدارة المخاطر بداية لتحول درامي وثورى في فلسفة العلوم الإدارية واكب حدوث تغييرات جذرية في الاتجاهات نحو التأمينات.

لقد كانت بدايات فلسفة إدارة المخاطر منطقية ومعقولة لتنتشر من مؤسسة إلى أخرى، وعندما قررت رابطة مشترى التأمينات تغيير إسمها إلى جمعية "إدارة المخاطر والتأمين" في سنة 1975، أصبح هذا التغيير إشارة إلى أن تحولا ما يجري في الأفق، وبدأت جمعية إدارة المخاطر والتأمين بنشر مجلة إسمها "إدارة المخاطر" كما كان يقوم قسم التأمين في رابطة الإدارة الأمريكية بنشر مجموعة عريضة من التقارير والدراسات لمساعدة مديري المخاطر، بالإضافة إلى ذلك قام معهد التأمين الأمريكي بوضع برنامج تعليمي في إدارة المخاطر يتضمن سلسلة من الامتحانات يحصل فيها الناجحون على شهادات في إدارة المخاطر، وقد تم تعديل المنهج الدراسي لهذا البرنامج في سنة 1973 وأصبح الإسم المهني للمتخرجين من البرنامج "زميل إدارة المخاطر"، لأنه في الواقع كثيرا من المفاهيم التي نشأت في قاعات الدراسة الأكاديمية تم نقلها إلى عالم الأعمال وتطبيقها فيه<sup>2</sup>.

### 2. مفهوم إدارة المخاطر المالية:

#### 1.2. تعريفها:

<sup>1</sup>-عصماني عبد القادر: "أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 04.

<sup>2</sup>-طارق عبد العال: "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص: 50.

1.1.2. التعريف الأول: لقد عرف *B. Erik* إدارة المخاطر على أنها: "إدارة الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها والتي قد يترتب عليها خسائر محتملة الحدوث في المؤسسة، إذا لم يتم التعامل معها بشكل مناسب"<sup>3</sup>. كما أوضح أن عملية إدارة المخاطر تتضمن ثلاث مراحل أساسية هي:

- تعريف الخطر *Identification*
- قياس الخطر *Mesurement*
- إدارة الخطر *Management*

في المرحلة يمكن أن تتبع المؤسسة أحد ثلاث إستراتيجيات: الإحتفاظ بالخطر *Rétention* ،

تخفيض الخطر *Réduction*، أو تحويل الخطر *Transfèrence*.

2.1.2. التعريف الثاني: يرى *C-A Williams* وآخرون في كتابهم تحت عنوان "إدارة المخاطر والتأمين" أن إدارة المخاطر المالية هي: "القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، قياسها، والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها بهدف تمكين المؤسسة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر كفاءة وفعالية، كما أن إدارة المخاطر بالمؤسسة عبارة عن تطبيق لنظرية التمويل والإدارة المالية على أنها ممارسات يجب تقييمها في ضوء تأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة"<sup>4</sup>.

3.1.2. التعريف الثالث: فيما يشير *E.F Brigham & J.F Houston* في كتابهم تحت عنوان "أساسيات في الإدارة المالية" أن إدارة المخاطر المالية هي: "عبارة عن مجموعة من الأنشطة تستهدف تدنية الخسائر المحتملة من وقوع المخاطر ، والتي تندرج عبر ثلاث مراحل أساسية هي:

✓ تحديد وتعريف المخاطر؛

✓ قياس التأثير المحتمل لكل خطر؛

✓ تحديد كيفية التعامل مع الخطر موضوع الإهتمام"<sup>5</sup>.

4.1.2. التعريف الرابع: أشار *C.R Hamilton* إلى أن إدارة المخاطر المالية هي: "نشاط يمارس بشكل يومي ساء على مستوى الأفراد أو المؤسسات، لأن أي قرار ترتبط نتائجه بالمستقبل الذي لطالما إتسم بحالة عدم التأكد، فلا بد من الإعتماد بشكل ما على مبادئ إدارة المخاطر"، والتي لخصها في النقاط التالية:

- تجميع المعلومات عن الأصول الحساسة للخطر في المؤسسة؛
- تحديد التهديدات المتوقعة لكل أصل مالي؛
- تحديد أماكن الخطر التي يمكن أن تؤثر في الأصل؛
- تحديد الخسائر الممكنة عند وقوع الخطر في المؤسسة؛
- تحديد الأساليب والأدوات البديلة لتدنية أو تجنب الخسائر؛

<sup>3</sup>- B. Erik : « **The Credit risk of Financial instruments** »,Mac.Millan Business, London,1993,P :19.

<sup>4</sup> - C-A Williams,M.L Smith, P.C Young : « **Risk Management and insurance** »,éd Mc.gaw-Hill ,USA 1995,P :24.

<sup>5</sup> - E.F Brigham & J.F Houston : « **Fundamentals of Financial Management** »,The Dryden Press, USA, 1998,P :753.

■ تحديد الأساليب والأدوات المتبعة في إدارة المخاطر<sup>6</sup>.

5.1.2. التعريف الخامس: ويؤكد *T.A Stewart* في كتابه بعنوان "إدارة المخاطر في القرن 20" أن إدارة المخاطر المالية هي: "نشاط لا يعني التخلص منه لأن ذلك قد يعني التخلص من العائد المتوقع، أما إدارة المخاطر المالية فتعني استخدام الأدوات المناسبة لتدنية الخسائر المحتملة، وهي تستهدف تعظيم القيمة السوقية للعوائد المتوقعة في ضوء درجة المخاطر التي يمكن تحملها، أو المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة"<sup>7</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن إدارة المخاطر هي: "تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف، وذلك عن طريق إكتشاف الخطر وتحليله، وقياس وتحديد وسائل مواجهته مع إختيار أفضل هذه الوسائل الممكنة لتحقيق الهدف المطلوب"، كما يمكن أن نحدد نقطتين رئيسيتين هما:

✓ إن إدارة المخاطر المالية تتضمن الإجراءات التي تقوم بها المؤسسة محاولة منها في تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد؛

✓ إن النظام المتكامل لإدارة المخاطر المالية يعتمد على ثلاث مراحل رئيسية وهي:

■ تحديد المخاطر التي يمكن التعرض لها؛

■ قياس مستوى المخاطر والخسائر المحتملة من حدوثه؛

■ استخدام الأساليب أو الأدوات المناسبة لتدنية أو تجنب حدوث الخسائر.

كما أن التركيز لإدارة المخاطر بطريقة جيدة هو التعرف على وضعية المؤسسة ومعالجة الأخطار المكتشفة، والهدف من ذلك هو إضافة أقصى قيمة مضافة لكل أنشطة المؤسسة، وعليه فإن إدارة المخاطر تساعد على فهم الجوانب الإيجابية والسلبية المحتملة لكل العوامل التي قد تؤثر عليها، حيث تزيد من احتمال النجاح وتخفف كلا من احتمال الفشل وعدم التأكد من تحقيق الأهداف العامة للمؤسسة.

وإلى جانب تأثيرات إدارة المخاطر تلعب الإدارة المالية دورا هاما إذ تمثل نظاما متكاملًا وشاملاً لهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع ودراسة المخاطر المحتملة، تحديدها وقياسها وتحديد مقدار أثارها المحتملة على أعمال المؤسسة المالية، وأصولها وإيراداتها، ووضع الخطط المناسبة لما يمكن القيام به لتجنب هذه المخاطر أو كبحها، والسيطرة عليها وضبطها للتخفيف من أثارها إن لم يكن القضاء على مصادرها.

<sup>6</sup> - C.R Hamilton : « **New Trends in Risk Management** », Information Systems Security ,1998, Vol :7 ,N=01 P :70.

<sup>7</sup> - T.A Stewart : « **Management Risk in the 21<sup>st</sup> century** », Fortune,2000, Vol :144,N=03 ,P :202.

إن إدارة المخاطر في جوهرها تتيح لنا كأفراد وكمؤسسات التعايش مع احتمالات المستقبل بروية وبعقلانية كي نتجنب الآثار المستقبلية غير المرغوبة ونضمن سلامة البشر والأصول والموارد، وبهذا المعنى فإن إدارة الخطر لا تقيم وزنا للحظ أو الإيمان والإتكال على الغيب<sup>8</sup>.

تمثل إدارة المخاطر أحد معايير المرتكزات الأساسية ل**بازل 02** في جانب إدارة المخاطر البنكية، وعليه يعتمد المسيرون الماليون على عدة مبادئ لإنشاء إدارة المخاطر ذات فعالية عالية أهمها<sup>9</sup>:

✓ أن تقوم إدارة المخاطر على أسس تنظيمية واسعة وشاملة بواسطة الإدارة العليا والتصديق عليها بواسطة مجلس الإدارة؛

✓ تكامل إدارة المخاطر حيث لا يجب تقييم المخاطر بمعزل عن بعضها البعض؛

✓ قياس وتقييم وتحليل كل المخاطر نوعا وكما على أسس علمية كلما أمكن ذلك؛

✓ المراجعة المستقلة من مصادر لها سلطة وخبرة كافية لتقييم المخاطر بغرض فحص مدى فاعلية وتأثير نشاطات الإدارة وتقديم التوصيات؛

✓ التنبؤ بالأزمات المحتملة والظروف غير العادية في الوقت على أن تختبر في الوقت المناسب.

### 2.3. أهداف إدارة المخاطر:

هدف إدارة المخاطرة هو إدارة الأصول والخصوم هو تحقيق مفاضلة مثلى بين العائد والمخاطرة وتخطيط وتمويل تنمية الأعمال بناءً على ذلك، إذن فإدارة المخاطرة هي عبارة عن مجموعة من الأدوات والتقنيات، هي عملية أساسية مطلوبة لتنفيذ استراتيجية المؤسسات المالية، وتركز إدارة الأصول والخصوم على مخاطرة السيولة ومخاطرة أسعار الفائدة على المستوى العام للميزانية، يمكن اعتبارها مجموعة نوعية من إدارة المخاطرة وتغطي إدارة المخاطر أنواعا أخرى منها مخاطر القروض، السوق وغيرها. كما تشمل أيضا عمليات الإدارة والتصميم التنظيمي المطلوبة بفعالية تنفيذ مجموعة التقنيات التي تتناولها إدارة المخاطر والتحكم فيها. ويمكن تلخيص أهم أهداف إدارة المخاطر المالية في النقاط التالية<sup>10</sup>:

1.2.3. البقاء والاستمرارية: إن الهدف الأول لإدارة المخاطر المالية هو ضمان البقاء واستمرارية المؤسسة المالية ككيان مهم في عالم الإقتصاد، فبالإضافة إلى المساهمة بشكل مباشر في تحديد أهدافها فإنها تسعى أيضا إلى ضمان بلوغ هذه الأهداف، مع التأكيد على تقليل التكاليف إلى أدنى حد ممكن، وفرض وجود المؤسسة المالية في بيئة الأعمال والحفاظ على الفعالية التشغيلية لها.

2.2.3. استقرار الأرباح: تساهم إدارة المخاطر في الأداء الإجمالي للمؤسسة بخفض التباينات في الدخل التي تنتج من الخسائر المرتبطة بالمخاطر البحتة إلى أقل مستوى وهو الهدف المرغوب في حد ذاته، بالإضافة

<sup>8</sup>-نيل كروكوفورد، ترجمة تيسير حمد التركي، مصباح كمال: "مدخل إلى إدارة الخطر"، دار اكنوز المعرفة للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2007، ص:10

<sup>9</sup>- Jonathon.Berk, Peter de Marzo : « Finance », éd Pearson, Paris, 2008 ,P : 195.

<sup>10</sup>-سمير الخطيب: "قياس وإدارة المخاطر في البنوك"، دار منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005، ص:20.

إلى ذلك فإن خفض التباين في التدفقات النقدية يمكن أن تساعد في تقليل الضرائب على الأرباح، مما يجعل العبء الضريبي سوف يكون أقل عندما تكون الأرباح مسقرة بمرور الوقت.

3.2.3. تخفيض القلق: إن حالة عدم التأكد الذي يكتنف عالم الأعمال يتسبب في القلق الذهني حول تحديد وكيفية وضع التدابير المناسبة للتصدي للظروف المعاكسة التي تأتي أحيانا مفاجئة ودون سابق إنذار، وهذا القلق يستنزف طاقة هائلة يجدر أن توظف بشكل أكثر إنتاجية وجدوى في أمور أخرى. ولا يتأى ذلك إلا من خلال تصميم جيد لإستراتيجية واضحة المعالم لإدارة المخاطر التي تسمح للقائمين على المؤسسات بتوجيه طاقاتهم نحو النمو والربحية.

4.2.3. تعظيم القيمة: إن الهدف النهائي لإدارة المخاطر هو نفس الهدف النهائي للوظائف الأخرى في أي مؤسسة وهو تعظيم قيمة المضافة لأنشطتها التي تقوم بها، فهذه الأخيرة تعكس القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسة، وبالتالي سمعتها محليا ووطنيا وحتى دوليا.

تجدر الإشارة إلى أن هناك أهداف أخرى يمكن إيجازها فيما يلي<sup>11</sup>:

- استخدام إدارة المخاطر كسلاح تنافسي؛
- التأكد من حصول المؤسسة المالية على عائد مناسب للمخاطر التي قد تواجهها؛
- وضع نظام للرقابة الداخلية وذلك لإدارة مختلف أنواع المخاطر علة مستوى جميع وحدات المؤسسة؛
- إعطاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين فكرة إجمالية عن جميع المخاطر التي تواجهها المؤسسة؛
- إستيفاء كافة المتطلبات القانونية وفي كل الأوقات؛
- حصر إجمالي للعمليات والوحدات التي تواجه المخاطر والعمل على تلافياها؛
- المساعدة على فهم الجوانب الإيجابية والسلبية المحتملة لكل العوامل التي قد تؤثر على المؤسسة؛
- زيادة احتمالات النجاح وتخفيض احتمالات الفشل وعدم التأكد من تحقيق الأهداف العامة للمؤسسة؛
- إضافة أقصى قيمة مضافة لكل أنشطة المؤسسة للمحافظة على الأصول الموجودة وحماية مصالح الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة؛
- إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة والأعمال التي ترتبط بأصول المؤسسة كالقروض والسندات والتسهيلات الإئتمانية وغيرها من أدوات الإستثمار؛

<sup>11</sup>-سمير عبد الحميد رضوان: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، دون سنة نشر، ص ص: 307-308.

▪ تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها لمتابعة العمليات بشكل دائم ويومي.

### 3.3. دور إدارة المخاطر المالية:

إن الهدف من إدارة المخاطر هو قياس المخاطر من أجل مراقبتها والتحكم فيها هذه القدرة تخدم عدة وظائف هامة منها<sup>12</sup>:

- ✓ تنفيذ الإستراتيجية؛
- ✓ تنمية المزايا التنافسية؛
- ✓ قياس مدى كفاية رأس المال والقدرة على الوفاء بالالتزامات؛
- ✓ المعاونة في اتخاذ القرار؛
- ✓ المساعدة في اتخاذ قرارات التسعير؛
- ✓ رفع تقارير عن المخاطر والتحكم فيها.

3.3.1. أداة لتنفيذ الإستراتيجية: تزود إدارة المخاطر المالية بنظرة أفضل للمستقبل وبالقدرة على تحديد سياسة الأعمال، وفقا لذلك وبدونها لا يمكن بالإمكان رؤية النتائج المحتملة أو التقلبات المحتملة للربحية، ولن يكون بالإمكان أيضا السيطرة على عدم التأكد المحيط بالمكاسب المتوقعة، وبدونها سوف يقتصر تنفيذ الإستراتيجية على القواعد الإرشادية التجارية دون النظر لتأثيرها على مفاضلة المخاطرة للعائد الخاصة بالمؤسسة.

3.3.2. الميزة التنافسية: العلم بالمخاطر هو مدخل ضروري لمعرفة الأسعار المناسبة الواجب تقاضيها من العملاء، وهو الأداة الوحيدة التي تسمح بالتمايز السعري عبر العملاء ذوي المخاطر المتباينة.

3.3.3. المخاطرة والقدرة على الدفع: لكل مؤسسة مالية القدرة على ضبط وتسوية الفرق بين المخاطرة ورأس المال خارج نطاق المتطلبات الدنيا، ورأس المال القائم على المخاطرة هو ذلك المستوى في رأس المال المشتق من تقييم الخسائر المحتملة ومقاييس المخاطرة.

3.3.4. إتخاذ القرار: إن تحمل المخاطرة عملية تنطوي على الإجهاد وإصدار الأحكام، وليس من السهل أو الأمر الهين قياس ورصد كل أبعاد المخاطرة، ورغم أن المخاطر يمكن قياسها إلا أن القرار يجب أن يتخذ مع ذلك بشأن فرصة معاملة ما، وبالنظر لأرتباطها مع السياسات التجارية والمالية للمؤسسة فإن إدارة المخاطر ليس القصد منها أن تكون نموذجا لعملية إتخاذ القرار بالكامل بل المساعدة في هذه العملية.

3.3.5. مخاطر التسعير: إن العلم بالمخاطر يسمح للمؤسسات المالية بتسعيرها، لكن الجهل بها لا يسمح بتحديد الهوامش القابلة للمقارنة مع معاملات مالية أخرى، ومن عميل لأخر أو عبر وحدات الأعمال، يضاف إلى ذلك أن المخاطر المالية إذ لم يتم تسعيرها - تحديد تكاليفها- سوف تؤثر على تنفيذ معاملات مستقبلية أو تعرقل تنفيذ مخططات العمل.

<sup>12</sup>-طارق عبد العال حماد: "إدارة المخاطر (أفراد، شركات، بنوك مخاطر الإئتمان، والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف)", الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 223-224.

6.3.3. رفع التقارير عن المخاطر ومراقبتها: فمراقبة المخاطر يمكن أن يشجع على تحملها عن طريق توفير معلومات واضحة ومباشرة عنها، ومع المخاطر غير المعلومة يسود الحذر والتعقل في العادة ويحول دون إتخاذ قرار بتحمل المخاطرة رغم ربحيتها يمكن أن تكون متماشية مع مخاطرها.

7.3.3. إدارة المحافظ: يعد تطور إدارة المحافظ فيما يتصل بالمعاملات المالية أحدث مجالات إدارة المخاطر، ويميل عدد كبير من العوامل الجديدة إلى تغيير طبيعة وتأثير إدارة المخاطر ومن أهم العوامل:

- ✓ مدى الإستعداد لجعل تأثيرات التنوع -المحفظة- أكثر وضوحاً وأكثر خضوعاً للمقاييس الكمية؛
- ✓ الإعتقاد بأن هناك إمكانية كبيرة لتحسين مفاضلة المخاطر -العائد من خلال إدارة المحفظة الإستثمارية- ككل بدلا من التركيز على المعاملات المالية الفردية فقط؛
- ✓ بروز أدوات جديدة لإدارة المخاطر -المشتقات المالية-
- ✓ بروز أو ظهور سوق تداول القروض حيث يمكن تحديدها و تسعيرها وإنتاجها في سوق مالي منظم.

4.2. مبادئ إدارة المخاطر:

إن حسن إدارة المخاطر المالية تستوجب الإلتزام بالمبادئ الأساسية الآتية<sup>13</sup>:

- ✓ أن يكون لدى كل مؤسسة مالية لجنة مستقلة تسمى "لجنة إدارة المخاطر" تهتم بإعداد السياسة العامة أما الإدارة المتخصصة لإدارة المخاطر فتتولى تنفيذ تلك السياسات، كما تقوم بمراقبة وقياس المخاطر بشكل دوري؛
- ✓ تعيين مسؤول مخاطر لكل نوع من المخاطر الرئيسية تكون لديه خبرة كافية في المجال المالي؛
- ✓ وضع نظام محدد لقياس ومراقبة المخاطر في كل مؤسسة مالية لتحديد مستوى كل نوع من المخاطر التي يمكن قياسها وبشكل دقيق لمعرفة وتحديد تأثيرها على ربحية المؤسسة المالية، وملاءته الرأس مالية وتحديد الأسقف الإحترازية للإلتئمان والسيولة والسوق؛
- ✓ تقييم الموجودات كل مؤسسة مالية وخاصة الإستثمارية كمبدأ أساسي لقياس المخاطر والربحية؛
- ✓ إستخدام أنظمة معلومات حديثة لإدارة المخاطر ووضع ضوابط أمان ملاءمة لها؛
- ✓ ضرورة وجود وحدة تدقيق داخلي مستقلة بالمؤسسات المالية تتبع مجلس الإدارة مباشرة وتقوم بالتدقيق في جميع أعمال المؤسسة المالية بما فيها إدارة المخاطر؛
- ✓ تقع مسؤولية إدارة المخاطر بشكل أساسي على عاتق الإدارة لكل مؤسسة مالية الذي يعده المسؤولين عن أعمال المؤسسة المالية، وهو ما يستوجب فهم المخاطر التي يواجهها، والتأكد من أنها تدار بأسلوب فعال وكفاء؛

<sup>13</sup>-نبراس محمد عباس العامري، صلاح الدين محمد أمين الإمام: "إستعمال أنموذج عائد رأس المال المعدل بالمخاطر-RAROC- في إدارة المخاطر المصرفية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد السابع، العدد 21، الفصل الرابع، جامعة بغداد، العراق، 2012، ص:179-180.

## الوحدة التعليمية الثانية: عموميات حول إدارة المخاطر المالية

- ✓ على مجلس الإدارة إقرار إستراتيجية إدارة المخاطر وتشجيع القائمين على الإدارة إلى قبول وأخذ المخاطر بعقلانية في إطار هذه السياسات والعمل على تجنب المخاطر التي يصعب عليهم تقييمها؛
- ✓ وضع ضوابط أمان لجميع الأنظمة المعلوماتية الرئيسية لكل مؤسسة مالية من أجل الحفاظ على صحة وسلامة وسرية المعلومات؛
- ✓ وضع خطط للطوارئ معززة بإجراءات وقائية ضد الأزمات يتم الموافقة عليها من قبل المسؤولين للتأكد من أن المؤسسة المالية قادرة على تحمل أي أزمة.

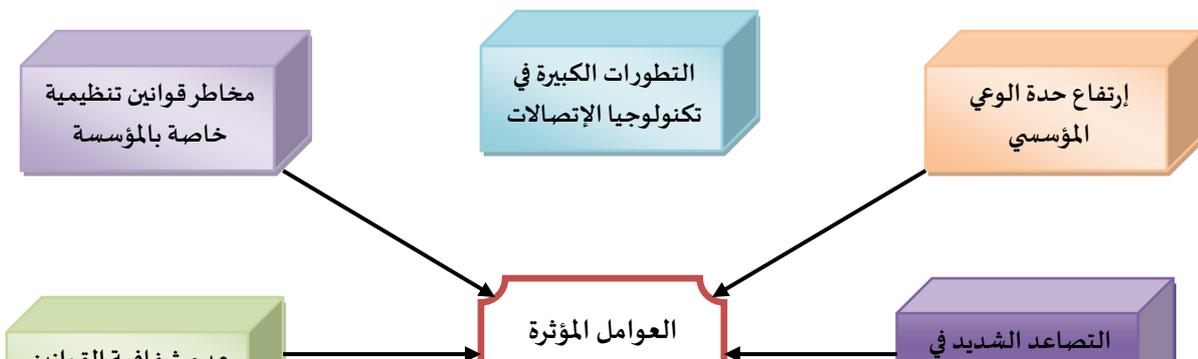
### 3. العوامل المؤثرة في إدارة المخاطر المالية:

هناك العديد من العوامل والأسباب التي تؤثر في إدارة المخاطر المالية من أهمها نذكر النقاط التالية:

- التطورات الكبيرة والمتسارعة في تكنولوجيا الإتصالات وأجهزة الحاسوب والبرمجيات وعملة الصيرفة، مع ابتكار تقنيات متطورة حديثة؛
- ارتفاع حدة الوعي المالي وبالأخص في الدول المتقدمة؛
- التصاعد الشديد في حدة المنافسة في صناعة الخدمات المالية خاصة في ظل تزايد تقديم منتجات وخدمات مالية جديدة إلى السوق، من قبل المؤسسات المالية والنقدية؛
- عدم إهتمام إدارة المؤسسات المالية بإدارة المخاطر مع ضعف الوعي والخبرة الكافية لها؛
- الإعتماد المتزايد على إسناد الأعمال إلى جهات خارجية -طرف ثالث مثل المدققين- لتوفير خدمات معينة، بالإضافة إلى تحالفات ومشاريع شراكة جديدة مع مؤسسات غير مالية، مما سيؤدي إلى حدوث مخاطرة التشغيل، والذي أكدت عليه مقررات لجنة بازل؛
- تصاعد إمكانية الغش والإحتيال والتدليس أو إفشاء أسرار بعض العملاء ومعرفة الأرقام السرية لحساباتهم، أو الإختراق غير الشرعي لشبكة المعلوماتية وحسابات الزبائن الأصليين، وعليه لابد من الحفاظ على سرية وتكامل المعلومات والتأكد من هوية الزبائن وشرعيتهم بالنسبة للحسابات الجارية، وشرعية التوقيع الإلكتروني والتشفير وغيرها؛
- عدم شفافية القوانين والتشريعات الخاصة بتطبيق نطاق صلاحية القوانين والتشريعات الحالية؛
- إن عملية تجميع واختراق والمشاركة المتتالية لكميات كبيرة من المعلومات حول الزبائن قد تؤدي إلى نشوء وحدوث مشاكل تتعلق بخصوصية الزبون.

والشكل الموالي يوضح أهم العوامل التي قد تؤثر في إدارة وتسيير المخاطر المالية وغير المالية.

شكل رقم (05): العوامل المؤثرة في إدارة المخاطر





المصدر: نادية أبو فخر: "تحليل المخاطر المصرفية في البنوك التجارية المصرية نموذج تجريبي"، المجلة العلمية للاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1998، ص: 15.

#### 4. العناصر الرئيسية لإدارة المخاطر المالية<sup>14</sup>:

1.4. رقابة فاعلة من قبل مجلس الإدارة العليا: تتطلب إدارة المخاطر إشراف فعلي من قبل إدارة المخاطر والإدارة العليا وذلك بالإعتماد على أهداف واستراتيجيات وسياسات وإجراءات التي تتناسب مع الوضع المالي للمؤسسة، وطبيعة مخاطرها ودرجة تحملها للمخاطر، ويجب أن يتم تعميم تلك الموافقات على كافة مستويات المؤسسة المعنية بتنفيذ سياسات إدارة المخاطر.

في حين أن الإدارة العليا يجب أن تقوم بشكل مستمر بتنفيذ التوجيهات الإستراتيجية التي أقرتها إدارة المخاطر وتحديد خطوة واضحة الصلاحيات والمسؤوليات المتعلقة بإدارة ومراقبة المخاطر والإبلاغ عنها، كذلك ضرورة التأكد من إستقلال القسم المكلف بإدارة المخاطر عن الأنشطة التي تؤدي إلى نشوء المخاطر وأن يتبع مباشرة لمجلس الإدارة العليا.

2.4. كفاية السياسات والحدود: يجب على مجلس الإدارة العمل على ضرورة أن تتناسب سياسات إدارة المخاطر مع المخاطر التي تنشأ في المؤسسات المالية، وذلك باتخاذ إجراءات سليمة لتنفيذ كافة خطوات إدارة المخاطر، لذلك يجب تطبيق سياسات وإجراءات ملائمة وأنظمة معلومات وإدارة فعالة إتخاذ القرارات وإعداد التقارير اللازمة بما يتناسب مع نطاق وطبيعة أنشطة المؤسسة المالية.

3.4. كفاية رقابة المخاطر وأنظمة المعلومات: إن الرقابة الفعالة لمخاطر المؤسسة المالية تستوجب معرفة وقياسات كافة المخاطر ذات التأثير المادي الكبير، وبالتالي فإن رقابة المخاطر تحتاج إلى نظم معلومات قادرة على تزويد الإدارة العليا ومجلس إدارة المخاطر بالتقارير اللازمة، وفي الوقت المناسب حول أوضاع المؤسسة المالية، الأداء وغيرها.

<sup>14</sup> - نادية أبو فخر: "مرجع سبق ذكره"، ص: 16.

4.4. كفاية أنظمة الضبط: إن هيكل وتركيب أنظمة الضبط في المؤسسة المالية هي حاسمة بالنسبة إلى ضمان حسن سير أعمال المؤسسة المالية وبالأخص إدارة المخاطر، فإن إنشاء والإستمرار في تطبيق أنظمة رقابة وضبط بما في ذلك تحديد الصلاحيات وفصل الوظائف تعتبر الركيزة الأساسية في موضوع إدارة المخاطر، وفي حال عدم وجود مثل هذا الفصل فإن مستقبل المؤسسة المالية سيكون مهدد بالمخاطر وربما بالفشل، وهذا في الحقيقة يتطلب تدخل من السلطات الرقابية من أجل تصحيح هذا الوضع.

### 5. خطوات إدارة المخاطر:

تستخدم إدارة المخاطر كطريقة أساليب التحليل المالي فإنها تتطلب عددا من الخطوات نذكر أهمها<sup>15</sup>:

1.5. تحديد طبيعة المخاطر: تمثل القوائم المالية وملحقاتها مصدرا خصبا للمعلومات عن طبيعة المخاطر، فمثلا تعطي قائمة الدخل معلومات عن تطور المبيعات والتكاليف المرتبطة بها، وكذا المكونات الربحية، فالتغيرات في حجم المبيعات ومعدل دوران المخزون الذي يمثل المبيعات أحد مكوناته تزود الإدارة بمؤشرات عن سوق منتجاتها، فالإتجاه العكسي لتلك المؤشرات قد يحمل في طياته وجود تغير أو منافسة سعرية، أو يكشف عن إنخفاض في جودة المنتج، كما يكشف مجمل الأرباح وإتجاه حركة المصاريف عندما يكون تغير في الأسعار، كما يمكن الكشف عن مدى احتمال التعرض لمخاطر سعر الصرف وذلك بتحليل المبيعات والمشتريات إلى محلية أو تصديرية أو إستراتيجية ومعرفة العملات وحصص كل عملة.

من المؤكد أن الوقوف على طبيعة المخاطر وحجمها له فوائده، حيث يكشف عن ما إذا كانت تلك المخاطر في حجم يتطلب التغطية ضده، أم أن المخاطر من حجم تفوق فيه تكلفة العائد المتوقع منها.

### 2.5. التعرف على المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية: يتم التعرف عليها من خلال مايلي:

✚ التحديد المعتمد على الأهداف الواضحة والدقيقة؛

✚ التحديد المعتمد على عملية تحليل السيناريو لخلق سيناريوهات مختلفة كبداية مفضلة لتحديد

الأهداف أو الهدف المسطر؛

✚ التحديد المعتمد على التصنيف عن طريق تفصيل جميع المصادر المحتملة للخطر وغيرها...

3.5. المراقبة: إن قدرة إدارة المخاطر على مراقبة مختلف المخاطر حسب معايير مناسبة وإتخاذ القرارات المثلى لتعظيم العوائد المتوقعة من الإستثمارات المحتمل تنفيذها، ورفع الكفاءة الإقتصادية للمؤسسة المالية يسمح لها بالتحكم في المخاطر في الوقت والمكان المناسبين.

4.5. التقييم: يتم تقييم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية من حيث شدة تأثيرها في إحداث الخسائر وزيادة احتمالات وقوعها، ويعتمد بشكل أساسي على تحديد مختلف أوجه النشاط التي تحمل المخاطر والعمل على قياسها، وكذلك التأكد من سلامة الرقابة الداخلية والعمليات التنظيمية والإدارية.

<sup>15</sup>-منير إبراهيم هندي: "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 79.

إن صعوبة تقييم المخاطر تكمن في تحديد معدل حدوثها حيث أن المعلومات الإحصائية عن الحوادث السابقة ليست دائماً متوفرة، وكذلك يصعب تقييم شدة النتائج في حالة الأصول غير المادية، لذلك يكون من الأنسب ترتيب المخاطر في صورة تصنيف عام: حرجة، هامة، غير هامة، وتركز مجموعة من المعايير التي يتم استخدامها في وضع ترتيب أولوية على الأثر المالي المحتملة للخسائر على سبيل المثال<sup>16</sup>.

✓ **المخاطر الحرجة:** كل الظروف التي تكون فيها الخسائر المحتملة ذات حجم سوف ينتج عنه الإفلاس؛

✓ **المخاطر الهامة:** ظروف التعرض للمخاطر التي لن يترتب على الخسائر المحتملة فيها الإفلاس ولكنها تستلزم من المؤسسة الإقتراض لمواصلة العمليات.

✓ **المخاطر غير الهامة:** ظروف التعرض للمخاطرة التي يمكن تعويض الخسائر المحتملة فيها اعتماداً على الأصول الحالية للمؤسسة دون وقوع في أزمة مالية.

5.5. تمويل المخاطر: يركز هذا الأسلوب على ضمان إتاحة الأموال لتعويض الخسائر التي تحدث، ويأخذ تمويل المخاطر بالدرجة الأساسية شكليين أساسيين هما<sup>17</sup>:

✓ **التحوط:** وهي من الطرق التي تمول الخسارة الناتجة عن أخطار الأسعار تتمثل في إقراض أو إستقراض العملات المختلفة، أو عقود تجارية للشراء والبيع مثل عقود المشتقات المالية الأربعة وهي: عقود الخيار، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المقايضة.

✓ **التحويل:** وهي من الطرق تمويل الخسائر عن طريق عقود يتم بمقتضاها مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر نظير دفع مقابل لهذا الطرف، مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء.

إن المخاطر العرضية تكون غالباً مكونة من عدد من المخاطر المختلفة مثل مخاطر السعر، مخاطر السيولة، ويعتبر كل واحدة منها على أساس تأثيرها المحتمل على الأعمال. والشكل الموالي يوضح كيفية الرقابة على المخاطر.

الشكل رقم 01: إجراءات الرقابة على المخاطر



كفاية رأس المال وتناسبه مع المخاطر

كفاية رأس المال وتناسبه مع المخاطر

المصدر: عاطف عبد المنعم وآخرون: "تقييم وإدارة المخاطر"، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث للنشر، مصر، 2008، ص: 28.

### 6. إستراتيجيات إدارة المخاطر المالية:

إن قدرة المؤسسات المالية على تسيير وقياس المخاطر تمثل إحدى العوامل الأساسية لحسن إدارتها ونجاح سياساتها، وعادة ما تتبع المؤسسة المالية أربعة إستراتيجيات أساسية لإدارة المخاطر وهي<sup>18</sup>:

1.6. إستراتيجية تجنب المخاطرة: تتمثل هذه الإستراتيجية في التجنب الكلي لنوع من المخاطر، وبالتالي التخلي عن أداء بعض العمليات على سبيل المثال المؤسسة التي تقوم بأداء نشاط من خلال الإعتماد على قروض إستهلاكية، تحدد مجال مخاطرتها التجارية وتسريع دوران العملاء، دوران المخزون وتحصيل الأموال من أجل الوفاء بتسديدها في أجل إستحقاقها، كما تمتنع المؤسسات عن أداء عمليات على مستوى الأسواق المالية.

2.6. إستراتيجية تحديد المخاطرة: تتمثل هذه الإستراتيجية في تقبل المخاطرة مع تثبيت حدود لها لا يمكن تجاوزها من طرف المؤسسة المالية مثل: مقدار رأس المال المستخدم لتغطية الخسائر المحتملة، فعند وصول الخسائر عند ذلك الحد تتوقف عملية الإستثمار أو العملية المالية، فإذا كانت الحدود موضوعة بطريقة علمية فإن المؤسسة تستطيع مراقبة المخاطرة دون التخلص منها نهائياً، إضافة إلى ذلك يمكن للمؤسسة أن تتحمل تكلفة الفرصة الضائعة نتيجة لتخليها عن إستثمار من أجل إحترام هذه الحدود.

3.6. إستراتيجية نقل المخاطرة: إن بعض المؤسسة المالية التي تتعرض إلى مخاطرة معينة لا تريد الإبقاء عليها بسبب سوء التقدير، أو نتيجة تزايدها بشكل مريب يمكنها دفع علاوة من أجل نقل تلك المخاطر كلياً أو جزئياً عن طريق التأمين عليها من أي خطر محتمل.

4.6. إستراتيجية تحمل المخاطرة: تتمثل هذه الإستراتيجية في تحمل المؤسسات المالية لتكلفة المخاطرة، ويتم ذلك من خلال حجز بعض من رأس المال على شكل احتياطات لمواجهة أي خطر غير متوقع، لكن ذلك سينعكس على نفقات السنة المالية أو على قسط المخصصات، ومقابل تحمل المؤسسة لتلك المخاطر فإنها تنتظر عوائد مالية إضافية نتيجة تشغيل أو إستثمار أموالها أو جزء منها، وعليه تفضل بعض المؤسسات خاصة المالية منها ضمن هذه الإستراتيجية الحفاظ على مركزها المالي من أجل الإستفادة من التحركات الإيجابية للسوق<sup>19</sup>.

### 7. كيفية إدارة بعض أنواع المخاطر المالية:

<sup>18</sup>-سمير عبد الحميد: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في أدائها"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، ص: 315.

<sup>19</sup>-عيد أحمد أبو بكر: "شركات التأمين: أخطار الإكتتاب- أخطار الإستثمار"، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص: 232.

نظرا للتغيرات والتطورات الحاصلة في مجال المالية وتغير البيئة الإقتصادية بسبب إرتفاع حدة المنافسة والتطور التكنولوجي، وزيادة حجم المعاملات المالية، أدى إلى تنوع المخاطر المالية وتفاوتت درجة خطورتها من مؤسسة مالية إلى أخرى، ومنه تعدد وسائل وأدوات إدارة هذه المخاطر مع ضرورة وجود متابعة وفهم كامل من جانب الجهات الرقابية لهذه التطورات، والحاجة إلى مؤسسات مالية ذات أحجام كبيرة.

1.7. إدارة مخاطر الائتمان<sup>20</sup>: أصبحت المؤسسات المالية اليوم تواجه مخاطر متنوعة فجاءت إدارة مجمل المخاطر المحتملة من العوامل المساعدة على نجاح المؤسسة، وضمان إستمرارها في السوق المالي بعوائد مرضية ومخاطر متدنية، ومن أهم المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسات هي المخاطر الائتمانية الناتجة من المعاملات المصرفية مع العملاء، يمكن قياسها بمؤشرات متطورة تسمح للمؤسسة المالية بتحديد بدقة والتنبؤ بها مستقبلا، وهو ما يساعدها على التحكم فيها أو التقليل منها في حال عجزها في التغلب عليها.

أ. تحليل مخاطر الائتمان: عموما تركز إدارة مخاطر الائتمان على طريقتين يتم من خلالهما تحليل الائتمان لتحديد درجة المخاطر، قصد الحد أو التقليل منها إلى أدنى مستوياتها وهما:

✓ الطريقة التمييزية: تقوم هذه الطريقة على فكرة تقويم العملاء بأخذ فكرة عامة عن شخصيتهم، وحالتهم الإجتماعية ومدى مصداقيتهم، وتحديد الهدف من طلب القروض، ونوع النشاط الممول وطبيعة الضمان المقدم وغيرها من الإجراءات المعمول بها في المؤسسات النقدية، وترتكز إدارة الائتمان على دراسة إمكانية العميل ورغبته في سداد قيمة القرض الممنوح له مع الفوائد المستحقة عليه عند حلول تاريخ الإستحقاق وذلك بالوقوف على الملاءة المالية له.

✓ الطريقة التجريبية: بعد التأكد من شخصية المقترض وملاءته المالية وتوافق الضمانات المقدمة مع حجم الائتمان، يتم إعطاء نقطة أو وزن لكل مقياس على أن يتطابق مع الأوزان المحددة من طرف إدارة الائتمان.

إن تحليل المخاطر والتنبؤ بها مسبقا يسمح لإدارة الائتمان بالتحكم فيها وتسييرها بهدف حماية أصول وأرباح المؤسسة، وتقليل الخسارة إلى أدنى مستوياتها، ويعتمد في ذلك على تحديد نوعية هذه المخاطر، وقياسها والعمل على إعداد الإجراءات الكفيلة للرقابة عليها، ويرتكز تسيير المخاطر على ثلاثة مبادئ أساسية تتمثل في:

- الإختيارية: أي إختيار عدد على الأقل من الديون ذات المخاطر المعدومة؛
- وضع حد للمخاطر: وهذا حسب نوع وصنف القرض؛
- التنوع: وهذا لتجنب تركز القروض لعملاء محددين.

<sup>20</sup> -Eric Lamarque : « Gestion Bancaire », Pearson, Paris, 2002, P : 66.

ب. قياس مخاطر القروض: يمكن قياس مخاطر القروض وفق جملة من المقاييس التي تسمح بتحديد هذه المخاطر بدقة، ووضع مؤشرات وبيانات لقياسها للمساعدة في اختيار الأسلوب الأمثل لإدارتها والتحكم فيها، ومن ثم التقليل منها إلى أدنى مستوياتها ومن أهم هذه المؤشرات ما يأتي:

- ✓ نسبة القروض قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول؛
- ✓ نسبة الديون المتعثرة إلى إجمالي القروض؛
- ✓ نسبة مخصص خسائر القروض إلى إجمالي القروض؛
- ✓ نسبة خسائر القروض إلى إجمالي القروض.
- ✓ بيانات عن توزيع محفظة القروض على قطاعات النشاط الإقتصادي بصورة فصلية؛
- ✓ مؤشرات جودة الأصول المعتمدة داخل المؤسسة المالية وفق نظام الإنذار تحدد شهريا؛
- ✓ بيانات عن مدى توافق الضمانات القائمة مع التسهيلات الممنوحة لتحديد مقدار المخصصات، والتي يمكن حسابها بقسمة القيمة الحالية للضمانات على إجمالي التسهيلات الممنوحة.
- ✓ تقارير عن بعض الحالات الائتمانية التي تستلزم تحديد وضعيتها لضمان إنتظام سدادها، وتحديد أسباب تعثر الديون غير المنتظمة.

يعد تقييم سياسات المؤسسة وتطبيقاتها والإجراءات الخاصة بمنح الائتمان والإستثمار وإدارة المحافظ من الأهمية البالغة، إذ يتأكد المسير المالي من عملية الإقراض والإستثمار التي تعتمد على المعايير الإدارية في المؤسسة، فإدارة العملية الائتمانية تحدد كيفية إتخاذ القرار الائتماني على مختلف المستويات. هذه السياسات تتضمن المعايير والتوجهات العامة التي يتعين على أجهزة الائتمان الإلتزام بها لتجنب المخاطر الائتمانية.

ج. تقييم مخاطر الائتمان: من خلال تحليل مخاطر الائتمان يمكن تقييم هذه المخاطر في المؤسسة المالية باستخدام طريقتين:

■ طريقة النسب المالية: تعتمد المؤسسات المالية هذه الطريقة قبل منح القروض عن طريق تحليل المركز المالي الحالي والمستقبلي للمؤسسة المقترضة، ومستوى ربحيتها، ومدى قدرتها على توليد تدفقات نقدية تكفي لتسيير عملياتها وأداء إلتزاماتها المستقبلية، عن طريق الإنتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية في صورتها المختصرة تعكس أهم المراكز المالية كالنسب المالية المطبقة في قروض الإستغلال وقروض الإستثمار، كما يلي:

✓ النسب الخاصة بقروض الإستغلال: يعتمد عليها المؤسسة المالية في طلبات تمويل نشاطات الإستغلال من بينها:

\*نسب التوازن المالي: يتم حساب رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل والخزينة  
\*نسب الدوران: تتكون من ثلاثة نسب هي: دوران المخزون، سرعة دوران الزبائن، سرعة دوران المورد.

\*نسبة السيولة العامة.

✓ النسب الخاصة بقروض الإستثمار: عندما تقوم المؤسسة المالية بمنح القروض لتمويل

الإستثمارات يقوم بحساب نسب هذه القروض، ومن أهم هذه النسب:

\*التمويل الذاتي؛

\*التمويل الذاتي/ ديون الإستثمار لأجل؛

\*نسبة الميونية؛

\*التقييم المالي للمشروع الإستثماري وذلك بحساب صافي القيمة الحالية  $VAN$ ، ومعدل

العائد الداخلي  $TRI$ ....

■ طريقة التنقيط أو القرض التنقيطي: هي طريقة معتمدة من طرف المؤسسة المالية لتوقع حجم

خطر عدم الدفع، تتضمن تحاليل إحصائية وتسمح بإعطاء نقطة أو وزن لكل مقترض ليتحدد

الخطر بالنسبة للمؤسسة المالية". تستعملها المؤسسات المالية لكي تتمكن من تقدير "الملاءمة

المالية" لزيائتها قبل منحهم القرض أو التنبؤ المسبق لحالات العجز التي يمكن أن تصيب

المؤسسات التي يتعامل معها.

2.7. إدارة مخاطر سعر الفائدة<sup>21</sup>: إن الهدف من تغطية مخاطر معدلات الفائدة هو التقليل من عدم

تقييم ممتلكات المؤسسة، وانخفاض المداخل بسبب التغيرات غير المقبولة في معدلات الفائدة"، كما أن

إختيار الوسيلة المناسبة للتغطية يتعلق بالفعالية المرجوة منها والتكاليف المترتبة عنها، وتستوجب هذه

العملية ضرورة توفر النظام الذي يمكن المؤسسة المالية من السيطرة على مخاطر سعر الفائدة، والذي

يجب أن تتوفر الإجراءات والمقاييس والرقابة الشاملة على مثل هذه المخاطر، بفضل الحصول على

معلومات كافية وفي الوقت المناسب لتقييم مستوى مخاطر سعر الفائدة، بالأخذ في عين الاعتبار فترة

الإستحقاق ونوع العملة في كل عملية.

قبل الخوض في عملية الإستثمار يجب مقارنة الأصول المصرفية ذات الحساسية لسعر الفائدة مع

الخصوم المصرفية ذات الحساسية لسعر الفائدة خلال فترة زمنية معينة، وهذا لتقييم الأصول المولدة

للعائد. ويتم إحتساب فجوة حساسية الفائدة باستخدام المعادلة التالية:

$$iSGAP = iSA - iSI$$

حيث أن:

$iSGAP$ : فجوة حساسية الفائدة.

$iSA$ : الأصول المصرفية ذات الحساسية للفائدة.

$iSI$ : الخصوم المصرفية ذات الحساسية للفائدة.

<sup>21</sup>-ليازيدي نبيلة: "تسيير مخاطر السيولة البنكية على مستوى البنوك التجارية-دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، جوان 2005، ص: 64-65.

فإذا كان ناتج المعادلة موجب أي أن فجوة حساسية الفائدة أكبر من الصفر فهذا يعني أن المؤسسة المالية تمتلك أصول حساسة، وهو ما يعد وضعاً استثمارياً مفضلاً، لأن ذلك يعني أن الفوائد التي يحصل عليها المصرف من استثماره لأصول (عوائد الأوراق المالية، الإئتمان المصرفي) يفوق الفوائد التي تترتب على التزاماته عند سدادها (الفوائد عن الودائع) أي أن المحصلة تعتبر ربحية وهو ما يطلق عليه الفجوة الموجبة لحساسية الفائدة،

أما إذا كان ناتج المعادلة سالبا بمعنى أصغر من الصفر فالمصرف يمتلك خصوم حساسة، وهو وضع لا يحبذه القائمون على تسيير المصرف من وجهة نظر الإستثمار وهو ما يطلق عليه بالفجوة السالبة.

هناك أنواع مختلفة من مخاطر سعر الفائدة ولكن أكثرها ارتباطاً بمؤسسات التمويل الأصغر هي المخاطرة التي تقع على الأرباح نتيجة لعدم المواءمة في إعادة تسعير الأصول والخصوم والمعروفة باسم "مخاطرة إعادة التسعير"<sup>22</sup>، وتقيس مخاطرة إعادة التسعير العلاقة بين تكلفة الحصول على الأموال التي تتحملها المؤسسة والسعر الذي تطالب به العملاء مقابل أدوات قروضها وأرباحها (صافي دخل الفائدة)، ولا تتعلق هذه المخاطرة بالتغيرات في الأسعار المطلوبة من العملاء بناء على التاريخ الإئتماني الجيد، أو بالتغيرات في الأسعار الناتجة عن المنافسة بل إنها تنظر فقط إلى عدم المواءمة في تغيرات الأسعار فيما بين الأصول والخصوم بناء على التغير في تكلفة الحصول على الأموال، لأن هذا التغير يعد بمثابة مخاطرة مالية لا يمكن التحكم فيها.

### أهمية التسعير الصحيح لمحفظة قرض العميل:

تحتاج إدارة المخاطر للمؤسسات المالية لمعرفة النسبة المئوية المحددة للنمو المتوقع التي يتم تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة والنسبة المئوية التي يتوقع الحصول عليها من تمويل جديد، وفضلاً عن ذلك يحتاج فريق إدارة المخاطر أن يفهم تسعير منتجات القروض فهما جيداً، لضمان تغطية دخل الفائدة لكافة النفقات المالية والتشغيلية مع بقاء هامش ربح لتمويل جزء من النمو المتوقع. وإذا نظرنا إلى تاريخ مؤسسات التمويل سنجد أنها تسعر قروضها وفقاً لما يستطيع العميل – أي ما يتحملة السوق - فإذا كان دخل العميل 100 دولار شهرياً ورأت المؤسسة المالية أن باستطاعته دفع 10 دولار شهرياً من أصل القرض والفائدة، عندها يتم تصميم منتج قرض يتلائم مع هذه التدفقات النقدية، ومن ثم يكون سعر الفائدة الناتج قد غطى النفقات المالية ونفقات التشغيل وترك هامش ربحاً كبيراً.

تهدف إدارة مخاطر سعر الفائدة إلى التقليل من عدم تقييم ممتلكات المؤسسة المالية وانخفاض المداخيل بسبب التغيرات غير المقبولة في معدلات الفائدة، و كما أن إختيار الوسيلة المناسبة للتغطية يتعلق بالفعالية المرجوة منها، والتكاليف المترتبة عنها، تستوجب هذه العملية ضرورة توفر نظام يساعد المؤسسة المالية على السيطرة على مخاطر سعر الفائدة، والذي يجب أن يضم هذا النظام إجراءات ومقاييس ورقابة شاملة على مثل هذه المخاطر، بفضل الحصول على معلومات كافية وفي الوقت المناسب

<sup>22</sup> كارلا بروم: "إدارة الأصول والخصوم لدى مؤسسات التمويل الأصغر المتلقية للودائع"، المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء، العدد 55، واشنطن، و.م.أ.

لتقييم مستوى مخاطر سعر الفائدة، بالأخذ في عين الاعتبار فترة الإستحقاق ونوع العملية في كل عملية مالية.

عندما تكون إدارة المخاطر في المؤسسة المالية قد ناقشت وفهمت ممارسات إعادة التسعير المتبعة فعليا في مؤسستها، حينئذ ينبغي أن تنعكس أصل المبالغ على الفترة التي تحدد بدقة متى تجرى عملية إعادة التسعير للمحافظ الإئتمانية، فإذا لم يحدث قط أن أعيد تسعير محفظة قروض العملاء وفقا لما طرأ من تغير على تكلفة حصول مؤسسة التمويل الأصغر على الأموال، فسوف يتم تصنيفها على اعتبار أنها إعادة تسعير طويلة الأجل للغاية. أما إذا كانت قروض العملاء مما يعاد تسعيره بانتظام وفقا للتغير في تكلفة حصول مؤسسة التمويل الأصغر على الأموال-وكان موثقا في وثيقة قروض العملاء وفق السياسة المالية- فمن الصحيح عندئذ بيان أن أصل المبلغ يعاد تسعيره حين يستحق أجل القرض.

إن الطريقة الوحيدة لتجنب مخاطر إعادة التسعير وأثر الربحية السلبي المحتمل تكمن في مواءمة إعادة التسعير للأصول والخصوم –أي مواءمة مبلغ الأصول الحساسة لسعر الفائدة مع مبلغ الخصوم الحساسة لسعر الفائدة في كل فترة زمنية- ومن ثم فإذا كانت محفظة قروض العملاء طويلة الأجل وثابتة السعر، فستسعى مؤسسة التمويل الأصغر للحصول على خصوم طويلة الأجل وثابتة السعر لتمويلها. ولعل من أكثر الأمثلة وضوحا للخصوم طويلة الأجل وثابتة السعر: رأس المال والديون طويلة الأجل وثابتة السعر – التي تسدد دفعة واحدة في نهاية المدة- وتعد الودائع الإدخارية الأساسية خصوصا طويلة الأجل وليست عادة ثابتة السعر، ولكنها تملك ميزة التكلفة المنخفضة نسبيا مقارنة بمصادر الإقتراض التجارية الأخرى.

هنا نميز العديد من الأساليب لإدارة مخاطر سعر الفائدة من أهمها ما يلي:

أ. جداول إعادة التسعير: تعتبر من أبسط وسائل القياس تعتمد على المؤسسات المالية من خلال تشكيل جدول إستحقاق/إعادة التسعير حيث يتم توزيع الأصول والخصوم والمراكز خارج الميزانية التي تتأثر بالفائدة في عدد من الجزم الزمنية المحددة مسبقا طبقا لتواريخ إستحقاقها في حالة سعر فائدة ثابت، أو الوقت المتبقي لإعادة التسعير في حالة اعتماد نسبة فائدة متحركة –متغيرة- بالنسبة للأصول والخصوم التي تفتقد الفترات الزمنية المحددة لإعادة التسعير مثلا: الإيداعات المستحقة عند الطلب أو حسابات الإدخار وغيرها، أو تلك الخاصة بالإستحقاقات الفعلية التي يمكن أن تختلف عن الإستحقاقات التعاقدية مثل الرهن المرتبط بخيار السداد المبكر، حيث يتم وضعها وتصنيفها في حزم زمنية لإعادة التسعير وفقا لرؤية كل مؤسسة مالية.

ب. تحليل الفجوة: يمكن الإستعانة بجدول الإستحقاق/إعادة التسعير لتوليد مؤشرات بسيطة لحساسية مخاطر سعر الفائدة للأرباح والقيمة الإقتصادية لتغير سعر الفائدة، أي تقييم مخاطر سعر الفائدة للأرباح بأنه تحليل الفجوة بين سعر الفائدة الحالي والمستقبلي حسب التغيرات الحاصلة في السوق المالي، ففي حالة تقييم أرصدة الأرباح يتم طرح الخصوم والأصول التي تتأثر بمخاطر سعر الفائدة

## الوحدة التعليمية الثانية: عموميات حول إدارة المخاطر المالية

في كل فترة-حزمة- زمنية لتنتج فجوة إعادة التسعير بين الأصول والخصوم خلال تلك الفترة، ويمكن أن يعتمد حجم التحرك في سعر الفائدة المستخدم في التحليل على عوامل مختلفة تشمل خبرات سابقة، ومحاكاة التحركات المستقبلية المحتملة في سعر الفائدة ورؤية إدارة المؤسسة المالية.

✓ فجوة سالبة: أي فجوة حساسة للخصوم هنا الأصول أكبر من الخصوم بما في ذلك المراكز المالية خارج الميزانية في فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن ارتفاعاً في سعر الفائدة في السوق سوف يؤدي إلى انخفاض في صافي الدخل من الفائدة.

✓ فجوة موجبة: أي فجوة حساسة للأصول هنا الخصوم أكبر من الأصول بما في ذلك المراكز المالية خارج الميزانية في فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن انخفاضاً في سعر الفائدة في السوق سوف يؤدي إلى ارتفاع في صافي الدخل من الفائدة. والجدول الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (06): أثر تغيرات سعر الفائدة على هامش الفائدة

أثر ارتفاع سعر الفائدة على هامش الفائدة	أثر انخفاض سعر الفائدة على هامش الفائدة	البيان
جيدة - ربح	سيئة - خسارة	أصول < خصوم - فجوة سالبة-
سيئة - خسارة	جيدة - ربح	أصول > خصوم - فجوة موجبة-

Source : Frank Moreau : « *Comprendre et gérer les risques bancaires* », édition d'organisation, Paris, 2002, P : 231.

ج. الأمد - أوزان حساسية:- يمكن أن يستخدم أيضاً جدول إستحقاق /إعادة التسعير لتقييم أثار تغير سعر الفائدة على القيمة الإقتصادية للمؤسسة المالية عن طريق تطبيق أوزان حساسة لكل فترة زمنية، وتعتمد هذه الأخيرة على تقديرات الفترة الزمنية التي تقع فيها الأصول والخصوم، وبالتالي فالأمد هو قياس نسبة التغير في القيمة الإقتصادية للمركز المالي والتي سوف تحدث نتيجة لتغير بسيط في مستوى سعر الفائدة، ويعكس الأمد توقيت وحجم التدفقات النقدية التي تحدث قبل تاريخ الإستحقاق التعاقدية.

يمكن أن يتم إستخدام الأوزان وفقاً للأمد مع جدول إستحقاق /إعادة تسعير لتقديم تقدير جزافي للتغير الذي قد يطرأ على القيمة الإقتصادية للمؤسسة المالية في حالة حدوث تغيير معين في مستوى سعر الفائدة بالسوق، وبالتحديد يفترض "متوسط" أمد للمراكز الواقعة في نطاق كل حزمة زمنية، وفي بعض الحالات تستخدم أوزان مختلفة للمراكز المالية الواقعة ضمن الفترة الزمنية لتعكس إختلافات واسعة في نسب الكوبونات والإستحقاقات مثلاً: وزن واحد للأصول، ووزن واحد آخر للخصوم... وفي بعض

الأحيان يتم استخدام تغيرات مختلفة في سعر الفائدة لمختلف الحزمات الزمنية، بحيث تعكس الإختلافات في تقلب سعر الفائدة على مدار منحى العائد، يتم تجميع أوزان الفجوات خلال الفترة الزمنية للوصول إلى تقدير للتغير الذي سوف يحدث في القيمة الاقتصادية للمؤسسة المالية للتغيرات في سعر الفائدة.

د. أسلوب المحاكاة: تتضمن أساليب المحاكاة تقييمات مفصلة لتأثير التغيرات المحتملة في سعر الفائدة على الأرباح والقيمة الاقتصادية عن طريق محاكاة خط سير سعر الفائدة المستقبلي، وتأثير هذه النسب على التدفقات النقدية. بمعنى آخر يمكن اعتبار أساليب المحاكاة إمتدادا محسنا للتحليل البسيط الذي يعتمد جداول الإستحقاق/إعادة التسعير، حيث تتضمن تفصيلا أكثر للفئات المختلفة للمركز داخل وخارج الميزانية مع وضع إفتراضات أكثر تحديدا عن الفائدة وعمليات السداد الرئيسية والدخل الناتج عن هامش الفوائد مع الأخذ في عين الإعتبار المصاريف الناشئة عن كل نوع من أنواع المراكز المالية هذا بالإضافة إلى أنه من الممكن أن تتضمن أساليب المحاكاة تغيرات متنوعة ومحسنة أكثر في مجال سعر الفائدة حيث تتراوح هذه التغيرات من تغير في قمة وشكل منحى العائد إلى سيناريوهات ع سعر الفائدة المشتق من أساليب محاكاة *Monte carlo simulation*<sup>23</sup>

3.7. إدارة مخاطر سعر الصرف: ينبغي تحديد حجم عمليات العملات الأجنبية بالمؤسسة المالية، بما في ذلك العمليات القياسية داخل وخارج الميزانية العمومية في الصرف الأجنبي، وعند تقييم تعرض مؤسسة ما لمخاطرة العملة وكفاية تقنياته لإدارة المخاطرة، يجب على المحلل أن يعي جيدا البيئة التنظيمية وظروف السوق في الدول ذات الصلة، وإن إمكانية وصول المؤسسة المالية إلى تلك الأسواق والوصول إلى أسواق العملة في الدول النامية غالبا ما يكون مقيدا.

إن المحدد الرئيسي لإدارة مخاطرة العملة هو السياسات التي تضع قيودا يعاد تقييمها بصورة منتظمة لعكس التغيرات المحتملة في تقلب أسعار الصرف، ولكن من المستحيل فعليا في بيئة تتميز بالديناميكية الطبيعية أن تحتفظ المؤسسة المالية التي تعمل في سوق العملة بمراكز لتغطية تقلبات أسعار العملات في كل الأوقات، حيث تتناوب المراكز القصيرة والطويلة في مواجهة ذلك.

بصفة عامة تكون المؤسسة المالية في وضعية خطرة مقابل سعر الصرف عند تعاملها بعملة أجنبية مختلفة عن عملتها المحلية -العملة المرجعية- وهنا يوجد إجراءان هما<sup>24</sup>:

أ. إمكانية التغطية: يتم ذلك عند توفر معلومات كافية وحالية لدى المؤسسة المالية حول تدفقات العملات الأجنبية وتداولها من وإلى الأسواق، مع تحديد المراكز -الأصول- سواء الطويلة أو القصيرة الأجل لتغطية احتمالات تراجع أو زيادة أسعار الصرف.

ب. إمكانية عدم التغطية: وهي نتيجة لإتخاذ المؤسسة المالية قرار بعدم التغطية نتيجة ل:

<sup>23</sup>-نبيل حشاد: "دليلك إلى إدارة المخاطر البنكية"، إتحاد المصارف العربية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2005، ص:52-53.

<sup>24</sup>-طارق عبد العال حماد: "حوكمة الشركات-المفاهيم، المبدئ، التجارب-تطبيقات الحوكمة في الشركات"، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، الأردن، 2000، ص:ص:

- ✓ إذا كانت تنبؤات الأسعار الآتية في المستقبل تختلف عن أسعار الصرف الأجلة المضمونة، ما يدفع المؤسسة المالية إلى التحكيم لتفادي الخطر دون تغطيته؛
- ✓ إذا كانت التغيرات في أسعار الصرف تؤثر على معدل التضخم بين بلدين، وبما أن نظرية تعادل القوى الشرائية غير محققة في الواقع، تلجأ المؤسسة المالية إلى تغطية خطر سعر الصرف الحقيقي وليس السوق.

### 4.7. إدارة مخاطر السيولة:

تعتمد المؤسسات المالية ومنها المؤسسات المصرفية على عدد من النسب المالية لمعرفة كفاية السيولة النقدية فيها، وبما يجعلها قادرة على الوفاء بالتزاماتها من ممتلكاتها النقدية أو أصول أخرى سريعة التحويل إلى نقود. فالسيولة تمثل سيفاً ذو حدين؛ فإذا إزداد حجم السيولة عن الحد الإقتصادي لها أي الإحتفاظ بكميات كبيرة تزيد على الحد المطلوب، سوف يؤثر سلباً على ربحية المؤسسة المالية. أما إذا إنخفضت السيولة عن الحد المطلوب سوف يؤدي إلى حالات العسر المالي، ويحقق الضعف في كفاية المؤسسة المالية عن الوفاء بالتزاماتها خاصة إتجاه المودعين عند سحب ودائعهم، وكذلك عدم القدرة في تلبية طلبات الإقتراض المقدم له. وفي هذا الشأن يحدد القانون عادة نسبة السيولة التي يجب أن تحتفظ بها المؤسسات المالية على شكل أرصدة نقدية أو أرصدة لدى البنك المركزي، ومن أبرز المسبب المالية المستخدمة في إطار تقويم كفاية السيولة ما يلي<sup>25</sup>:

أ.نسبة الرصيد النقدي: شير هذه النسبة إلى مدى قدرة الأرصدة النقدية الموجودة في صندوق المؤسسة المالية ولدى البنك المركزي، ولدى المصارف الأخرى، وأية أرصدة أخرى كالعملات الأجنبية والمسكوكات الذهبية الموجودة في المصرف على الوفاء بالإلتزامات المالية المترتبة على ذمة المصرف والواجبة التسديد في مواعيدها المحددة.

وهي أيضاً تشير إلى العلاقة بين موارد المصرف النقدية وصافي الإلتزامات المالية، تهدف إلى تحسين نسبة الرصيد النقدي من خلال ما يلي:

- ✓ إيداع نقود جديدة من جانب الأفراد والمؤسسات؛
- ✓ سداد قروض سبق إقراضها من طرف البنك لصالح العملاء؛
- ✓ الإقتراض من البنك المركزي بضمان الأوراق المالية؛
- ✓ زيادة رأسمال البنك في شكل نقدي؛
- ✓ وجود رصيد دائن للبنك لدى البنوك الأخرى نتيجة لعمليات المقاصة.

ويمكن التعبير عن هذه النسبة بالمعادلة الآتية:

<sup>25</sup>-فرح يعقوب: "إدارة مخاطر السيولة في القطاع المصرفي-دراسة عملية لإدارة مخاطر السيولة في بنك بيمو السعودي -الفرنسي"، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإفتراضية السورية، سوريا، 2007، ص: 48-49.

## الوحدة التعليمية الثانية: عموميات حول إدارة المخاطر المالية

$$\text{النقد في الصندوق} + \text{النقد لدى البنك المركزي} + \text{الأرصدة السائلة الأخرى} \\ \text{نسبة الرصيد النقدي} = \frac{\text{الودائع وما في حكمها}}{\text{النقد في البنك المركزي} + \text{النقد لدى البنك المركزي} + \text{الأرصدة السائلة الأخرى}}$$

يقصد بالودائع وما في حكمها جميع المطلوبات باستثناء رأس المال الممتلك - حقوق الملكية- وبين المعادلة السابقة إلى أنه كلما زادت نسبة الرصيد النقدي زادت قدرة المؤسسة المالية على تأدية إلتزاماته المالية في مواعيدها المتفق عليها، أي أن هناك علاقة طردية بين نسبة الرصيد النقدي والسيولة.

ب. نسبة الإحتياطي القانوني: تحتفظ المصارف برصيد نقدي ودون فائدة لدى البنك المركزي يطلق عليه الإحتياطي القانوني، ويتمثل هذا الرصيد في نسبة معينة من ودائع المصرف، ويحدد البنك المركزي هذه النسبة وفقا للمصلحة العامة ينبغي على المصارف الإلتزام بها، وقد يلجأ البنك المركزي إلى تغيير هذه النسبة تبعا للظروف الإقتصادية والنقدية التي تسود البلد، لأنه تمثل أحد أدواته المهمة في التأثير في حجم الإئتمان الممنوح في الإقتصاد القومي، كما يمكن أن يقلل الإحتياطي القانوني في ظروف التوسع الإقتصادي، وبالعكس فإنه إذا أراد إحداث حالة إنكماش كعلاج لمشكلة التضخم المالي مثلا فإنه يرفع من نسبة الإحتياطي القانوني وهكذا.

ويمكن حساب هذه النسبة رياضيا من خلال قسمة الرصيد النقدي لدى البنك المركزي على مجموع الودائع وما في حكمها كما جاء في المعادلة التالية:

$$\text{نسبة الرصيد النقدي} = \frac{\text{النقد لدى البنك المركزي}}{\text{الودائع وما في حكمها}} \times 100 \%$$

توضح المعادلة أعلاه أنه كلما زادت نسبة الإحتياطي القانوني زادت قدرة المصرف على الوفاء بإلتزاماته المالية المترتبة عليه خاصة في الظروف غير الإعتيادية وأوقات الأزمات، والتي تعجز فيها الأرصدة الموجودة لدى المصارف عن سداد إلتزاماتها المالية. كما تمثل هذه النسبة قدرة الموجودات النقدية في البنك المركزي على الوفاء بالإلتزامات المالية المترتبة على ذمة المصرف.

ج. نسبة السيولة القانونية: تمثل هذه النسبة مقياسا لمدى قدرة الإحتياطات الأولية والإحتياطات الثانوية -الأرصدة النقدية والأرصدة شبه النقدية- على الوفاء بالإلتزامات المالية المستحقة على المصرف في جميع ظروفه وحالاته، كذلك تعد هذه النسبة من أكثر نسب السيولة موضوعية واستخداما في مجال تقييم كفاية السيولة، ويمكن التعبير عنها رياضيا وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{نسبة السيولة القانونية} = \frac{\text{الإحتياطات الثانوية} + \text{الإحتياطات الأولية}}{\text{الودائع وما في حكمها}} \times 100 \%$$

تشير المعادلة أعلاه إلى أنه كلما زادت نسبة السيولة القانونية زاد السيولة لدى البنك؛ أي أن هناك علاقة طردية بين هذه النسبة والسيولة المتوفرة لدى البنك.

د. نسبة التوظيف: تحسب هذه النسبة من قسمة القروض والسلفات على الودائع وما في حكمها، كما في المعادلة الآتية:

$$\text{نسبة التوظيف} = \frac{\text{القروض والسلفات}}{\text{الودائع وما في حكمها}} \times 100 \%$$

تشير هذه النسبة إلى مدى استخدام المصرف للودائع وما في حكمها لتلبية حاجات الزبائن من القروض والسلفات، فكلما ارتفعت هذه النسبة فهي تدل على عدم قدرة المصرف على تلبية القروض الجديدة، وهي في نفس الوقت تشير إلى إنخفاض كفاية المصرف على الوفاء بالتزاماته المالية إتجاه المودعين أي أنها تظهر إنخفاض السيولة، لذلك ينبغي على المصرف أخذ الحيطة والحذر إتجاه طلبات القروض الجديدة حتى لا يكون في وضع حرج لتلبية التزاماته المالية إتجاه مستحقيها.

### ملاحظة هامة:

يلاحظ من نسب السيولة المشار إليها سابقا أنها جميعا لها مقام واحد ألا وهو الودائع وما في حكمها، وأن ناتج هذه النسب ترتبط جميعها بعلاقة طردية مع السيولة الواجب الإحفاظ بها لدى البنك باستثناء نسبة التوظيف فإنها ترتبط بعلاقة عكسية مع السيولة.

ج. نسبة النقدية إلى إجمالي الموجودات: تعتمد هذه النسبة لقياس الموجودات السائلة لدى المصرف إلى إجمالي الموجودات، ويشير ارتفاع هذه النسبة إلى أن هناك أرصدة نقدية غير مستغلة مما يقلل العائد النهائي الذي سيحصل عليه المصرف، أما إنخفاض هذه النسبة عن معدلاتها المعيارية يعني تعرض المصرف للكثير من المخاطر منها عدم القدرة على مواجهة السحب المفاجئ ومخاطر التمويل وغيرها من المخاطر، وتقاس هذه النسبة بتطبيق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة النقدية إلى إجمالي الموجودات} = \frac{\text{النقدية} + \text{المستحق على المصارف}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100 \%$$

بالإضافة إلى النسب السابقة الذكر يوجد أيضا كشف التدفق النقدي الذي يعتبر من أدوات التحليل المالي التي تعتمد على إدارة المخاطر المالية في عملية تحليل القوائم المالية، وقد أوردت الباحثة حول هذه النقطة بالذات أن المحللون الماليون يستخدمون كشف التدفق النقدي بوصفه أداة تحليلية قد تضاف إلى القوائم الأساسية التي تمثلها الحسابات الختامية والميزانية العامة، حيث يعد كشف التدفق النقدي أسلوبا مهما ومتكاملا لتحليل النسب المالية، ويقوم الملاءة المالية للمؤسسة من خلال تقدير التدفق النقدي المستقبلي والتدفق النقدي الداخل والقادر على تغطية الإلتزامات النقدية المستقبلية.

إن هناك نشب ومؤشرات مستنبطة من كشف التدفق النقدي تساعد على تقييم السيولة إذ ترتبط قوة أو ضعف سيولة المؤسسة المالية بمدى توافر صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية، فإذا كان موجبا فهذا يعني وجود فائضا نقديا يمكن الإدارة من استخدامه، إما في توسيع الأنشطة الإستثمارية أو في تسديد الديون طويلة الأجل.

## الوحدة التعليمية الثانية: عموميات حول إدارة المخاطر المالية

أما إذا كان التدفق النقدي سالبا فهذا يعني عجزا نقديا للمرسسة المالية وعليها أن تبحث أن تبحث عن مصادر لتمويل العجز، وذلك إما ببيع جزء من إستثماراتها أو إقتراض طويل الأجل. ومن تلك النسب والمؤشرات ما يلي:

$$\% 100 \times \frac{\text{صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الإستثمارية و التمويلية}} = \text{نسبة التغطية النقدية}$$

تمثل التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الإستثمارية والتمويلية الديون والقروض المستحقة الدفع، والدفعات لعقود الإيجار التمويلي والمبالغ المدفوعة لشراء الموجودات الثابتة، وتوزيعات الأرباح.

$$\% 100 \times \frac{\text{فوائد الديون}}{\text{صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}} = \text{نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون}$$

إن إرتفاع هذه النسبة مؤشر يبنو بمشاكل قد توجه المؤسسة المالية في مجال السيولة اللازمة لدفع الفوائد المستحقة للديون، ويمكن عرض مقلوب هذه النسبة ليؤشر مدى قدرة المؤسسة على تسديد فوائد الديون.

$$\% 100 \times \frac{\text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{الموجودات المتداولة}} = \text{نسبة التدفق النقدي إلى الموجودات المتداولة}$$

$$\% 100 \times \frac{\text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{نسبة تغطية النقد المدين}$$

$$\% 100 \times \frac{\text{صافي التدفق النقدي}}{\text{الديون طويلة الأجل}} = \text{نسبة اليسر المالي}$$

5.7 إدارة مخاطر السوق: على المؤسسة المالية الإلتزام بتطبيق معايير دقيقة في القياس والتحكم بكفاءة في مخاطر السوق، مع التأكيد على وجود مقاييس كمية ونوعية لإدارة مخاطر السوق، وكذلك وجود رقابة داخلية فعالة خاصة في مجال الصرف الأجنبي، وذلك بتحديد مدة معينة يجب أن تقوم المؤسسة المالية خلالها بالتصرف في الأصول المالية، وتتناسب هذه المدة مع نوعية الأصول.

أكد صندوق النقد العربي<sup>26</sup> أهمية قيام المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية بمتابعة ما يصدر عن لجنة بازل للرقابة المصرفية فيما يخص طرق إحتساب مخاطر السوق وكيفية معالجتها ضمن متطلبات رأس المال، حيث جاء ذلك في توصيات الدراسة التي أصدرها صندوق النقد العربي حول "إطار مخاطر السوق لدى القطاع المصرفي العربي"، والتي أكد فيها ضرورة تبني أحدث الطرق الصادرة عن لجنة

<sup>26</sup>-صندوق النقد العربي: "طرق إحتساب مخاطر السوق لدى القطاع المصرفي العربي"، مأخوذ من الموقع الإلكتروني:

بازل للرقابة المصرفية فيما يخص طرق احتساب مخاطر السوق وكيفية معالجتها ضمن متطلبات رأس المال.

ودعت الدراسة أيضا إلى التحقق من النماذج الإحصائية الداخلية المستخدمة لدى البنوك المرتبطة بمخاطر السوق خلال جولات التفتيش الميداني، والتأكيد على ضرورة قيام جهة إستشارة خارجية بالتحقق من صحة ومصداقية النماذج المستخدمة، إضافة إلى التأكيد على المدقق الخارجي بالتحقق من هذه النماذج.

ومن التوصيات الأخرى التي خلصت إليها الدراسة تعزيز دور الرقابة المكتبية في المصارف المركزية من خلال الطلب من البنوك تزويدهم بتقارير دورية حول المؤشرات والحدود والنسب الرقابية المرتبطة بمخاطر السوق، ومراجعتها باستمرار، كما أكدت أيضا أهمية أن تشمل تعليمات حوكمة البنوك التجارية التأجيل على دور مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية على متابعة أداء دائرة إدارة المخاطر، وأهمية تعزيز وعي موظفي المصارف المركزية (خصوصا دوائر الرقابة على الجهاز المصرفي) وكذلك موظفي البنوك فيما يخص إدارة المخاطر بشكل عام ومخاطر السوق بشكل خاص، وتوفير التدريب المناسب لهم وتنمية المهارات الإحصائية لديهم وحثهم على الحصول على الشهادات المهنية المتعلقة بإدارة المخاطر.

وخلصت الدراسة أيضا إلى ضرورة مواصلة المصارف المركزية بإصدار التعليمات والإرشادات المتعلقة بإدارة المخاطر بشكل عام ومخاطر السوق بشكل خاص، وأهمية تضمين إختبارات الأوضاع الضاغطة بسناريوهات متدرجة الشدة فيما يخص مخاطر السوق بكافة أنواعها، وتعتبر هذه الدراسة الأولى من نوعها على مستوى القطاع المصرفي العربي، حيث تستحوذ مخاطر السوق على اهتمام متزايد من قبل كل من السلطات الرقابية وإدارات البنوك التجارية. وتعرف مخاطر السوق أنها الخسائر التي قد يتعرض لها البنك نتيجة احتفاظه بأي مراكز مالية داخل أو خارج الميزانية بسبب حدوث تغيرات في أسعار السوق. يندرج ضمن هذه المخاطر، مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر أسعار الصرف، ومخاطر أدوات الملكية، ومخاطر البضائع.

**مخاطر السوق العامة والخاصة:** تناولت الدراسة تحليل نوعين من مخاطر السوق، النوع الأول يتعلق بمخاطر السوق العامة وهي مخاطر الخسائر الناتجة عن التغير في المستوى العام لأسعار السوق أو أسعار الفائدة، والتي تؤثر على قيمة المراكز المالية المتعلقة بأسعار الفائدة، وأدوات الملكية، وأسعار الصرف والبضائع. أما النوع الثاني: يتمثل في المخاطر الخاصة التي ينتج عن تغير سعر الأداة المالية لأسباب مرتبطة بالجهة المصدرة، بحيث تؤثر على أسعار الفائدة وأدوات الملكية الصادرة عنها، وقدمت الدراسة تحليلا نظريا للعلاقة بين مخاطر السوق ومخاطر السيولة، ذلك ضمن إطار تحليلي لتوضيح خصائص ترتيبات الوساطة المالية المؤثرة على قدرة المؤسسات المالية على الصمود خلال الأحداث الضاغطة.

وتطرقت الدراسة في هذا السياق إلى ما صدر عن لجنة بازل للرقابة المصرفية حول مخاطر السوق، حيث أكدت لجنة بازل وجوب أن تتأكد السلطة الرقابية من أن البنوك التجارية لديها إجراءات ملائمة لإدارة مخاطر السوق، مع الأخذ بالاعتبار درجة تقبل المخاطر لدى هذه البنوك وطبيعة المخاطر، وأوضاع السوق، والاقتصاد لديها، ومخاطر التغيرات الكبيرة في سيولة السوق، ويشمل ذلك سياسات وإجراءات احترازية، لتحديد مخاطر السوق وقياسها وتقييمها ومراقبتها والإبلاغ عنها والسيطرة عليها أو الحد منها في الوقت المناسب. كما تتطلب القوانين أو الأنظمة أو السلطة الرقابية، من البنوك أن كون لها عمليات ملائمة لإدارة مخاطر السوق، بحيث تقدم نظرة شاملة عن التعرض لمخاطر السوق على مستوى البنك، وتتأكد السلطة الرقابية من توافق هذه الإجراءات مع قابلية البنك على تحمل المخاطر، وحجم المخاطر، والأهمية النظامية للبنك وقوة رأسماله، مع الأخذ في الاعتبار ظروف السوق، والظروف الاقتصادية الكلية، ومخاطر التغير في سيولة الأسواق، وتبين بوضوح الأدوار والمسؤوليات لتحديد وقياس ومتابعة ومراقبة مخاطر السوق.

**طرق قياس مخاطر السوق:** تناولت الدراسة طرق قياس مخاطر السوق، خصوصا الطريقة المعيارية، التي تعتمد على احتساب المخاطر وفقا لمبدأ "الحساسية"، وهي تقديرات البنوك لمدى تغير قيم أدواتها المالية، عندما تتغير قيم القائمة المحددة لعوامل الخطر الأساسية، كما تم التطرق إلى طريقة تحليل القيمة عند المخاطرة التي تُعتبر من أهم مقاييس المخاطر المستخدمة في إدارة المخاطر، وتُستخدم لقياس أقصى خسارة محتملة عند مستوى ثقة معين خلال فترة زمنية محددة أو هي الخسارة التي تقل عن قيمة مستهدفة خلال فترة زمنية معينة واحتمال تحققه، واستعرضت الدراسة متطلبات السياسة الخاصة بمحفظة المتاجرة ومنهجيات تقييمها، وما يمكن أن تتضمنه هذه السياسة من النشاطات والمراكز المالية التي تندرج ضمن هذه المحفظة، مؤكدة، في هذا الصدد أهمية أن يتوفر لدى البنك سياسات وإجراءات حصيفة، لتقييم المراكز ضمن محفظة المتاجرة، إضافة إلى وجود أنظمة فعّالة لقياس وإدارة مخاطر السوق.

6.7. إدارة مخاطر التشغيل: هذا النوع من المخاطر يؤدي إلى خسائر مباشرة وغير مباشرة في المؤسسات كونه يقع بسبب أخطاء المراقبة الداخلية، سوء الحوكمة، أخطاء إدارية وغيرها، هذا ما يؤدي إلى ضرورة توفير نظام للرقابة الداخلية يكون فعالا وشاملا ومناسبا لطبيعة وحجم ونشاط المؤسسات، للتحقق من أن الصفقات تتم في سياق السياسات والإستراتيجيات الموضوعية، وأن يطبق هذا النظام بكفاءة يقوم على شؤونه خبراء وإطارات للرفع من أدائه، مع التأكيد على متابعة إجراءات أداء العمل لقياس نسبة الأخطاء اليومية، والمعرفة الدقيقة بإمكانيات العميل وقدرته على الوفاء بالتزاماته إتجاه المؤسسة ما يضمن مستوى أعلى من المعاملات في القطاع المالي.

أدرجت لجنة بازل إدارة المخاطر كأحد المحاور الهامة لتحديد الملاءة المالية، وتماشيا مع الاتجاهات العالمية في هذا الصدد بدأت جل المؤسسات المالية مؤخرا في انتهاج سياسات لإدارة المخاطر واستحداث

- قطاعات متخصصة يكون هدفها التحكم في درجات المخاطر التي تتعرض لها أعمال المؤسسة المالية على تنوعها وذلك من خلال قيامها بعدد من الوظائف الهامة نذكر منها:
- تقدير المخاطر ووضع الاحتياطات اللازمة لمواجهتها بما لا يؤثر على ربحية البنك.
  - المساعدة في اتخاذ قرارات التسعير .
  - تطوير إدارة محافظ الأوراق المالية والعمل على تنوع تلك الأوراق من خلال تحسين الموازنة بين المخاطر والربحية.
  - مساعدة المؤسسة المالية على حساب معدل كفاية رأس المال وفقا للمقترحات الجديدة للجنة بازل.
- الجدير بالذكر أن حسن إدارة المخاطر يستوجب الالتزام بعدد من المبادئ الأساسية والتي نذكر أهمها على النحو التالي:
- أن تكون لدى كل مؤسسة مالية لجنة مستقلة تسمى " لجنة إدارة المخاطر " يناط بها مسؤولية وضع السياسات العامة، بينما تتولى الإدارة المتخصصة لإدارة المخاطر تطبيق تلك السياسات، كما تقع على عاتقها المسؤولية اليومية لمراقبة وقياس المخاطر للتأكد من أن أنشطة البنك تتم وفق السياسات والحدود المعتمدة.
  - يتم تعيين مسئول مخاطر لكل نوع من المخاطر الرئيسية تكون لديه الدراية والخبرة الكافية في مجال عمله وفي مجال خدمات المؤسسة المالية.
  - وضع نظام محدد لقياس ومراقبة المخاطر مع وضع مجموعة شاملة من الحدود والسقوف الاحترازية للائتمان والسيولة بحيث تعزز تلك المنهجية من نظام القياس والمراقبة.
  - لا بد من تقييم أصول كل مؤسسة مالية وخاصة الاستثمارية منها على أساس القيمة العادلة كمبدأ أساسي لقياس المخاطر والربحية .
  - استخدام أنظمة معلومات حديثة لإدارة المخاطر ووضع ضوابط أمان ملائمة لها.
  - ضرورة وجود وحدة مراجعة داخلية مستقلة بالمؤسسات المالية تتبع مجلس الإدارة مباشرة تقوم بالمراجعة على جميع أعمال المؤسسة بما فيها إدارة المخاطر .
  - وضع خطط طوارئ معززة بإجراءات وقائية ضد الأزمات.
- وهذا ما يلاحظ من خلال التعليمات<sup>27</sup> رقم 91/34 الصادرة بتاريخ 14 نوفمبر التي تحدد النسب التحفظية لتسيير البنوك والمؤسسات المالية، والتعليمات رقم 94/74 الصادرة بتاريخ 29 نوفمبر 1994 والمتمة للتعليمات السابقة، وكذلك المواد القانونية الصادرة في قانون 90/10 الصادر بتاريخ 14 أفريل 1990 المعدل والمكمل المتعلق بالقرض والنقد خاصة ما تعلق بالدور الذي يجب أن تلعبه اللجنة المالية في تطبيق التعليمات التي يصدرها البنك المركزي الجزائري للبنوك التجارية ومدى الالتزام بها وغيرها من التعليمات المحددة للعمل البنكي .

<sup>27</sup>- بلعجوز حسين: "إدارة المخاطر البنكية والتحكم فيها"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول المنظومة المصرفية، بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، المركز الجامعي ليجيل، 2004، ص: 14.

- تغطي مراقبة المراقبة كل نظم المعلومات المخاطرة ورفع التقارير والأفعال التالية، وحتى عندما تكون النظم وأدوات القياس المخاطرة متطورة بشكل جيد، فإن تنظيم أعمال رفع التقارير وأعمال التصحيح يحتاج إلى الكثير من الاهتمام وحيث أن الإختلالات الوظيفية يمكن أن يكون لها عدد كبير من الأسباب، فإن بعض المبادئ يمكن أن تساعد في تصميم نظام سليم منها:
- قواعد الإدارة لا ينبغي أن تقيد عملية تحمل المخاطرة بدرجة كبيرة لذا يجب عدم الإبطاء في عملية اتخاذ القرار؛
- ينبغي أن يكون هناك حوافز للإفصاح عن المخاطر عندما تكون موجودة بدلا من تشجيع المديرين على إخفاءها؛
- وحدات الأعمال التجارية التي تولد المخاطرة يجب أن تكون مميزة عن تلك التي تكون رسالتها الإشراف على المخاطرة والحد منها، وهناك مطلب أساسي هو فصل متحملي المخاطر عن المراقبين.
- ورغم أن هذه المبادئ متعارف عليها بوجه عام إلا أن وحدات الرقابة لا تمتلك بالضرورة كل المعلومات الكفيلة بضمان (مستوى ثاني) من الرقابة بكفاءة، وفي بعض الحالات لا تكون لها الخبرة الكافية لفهم المعاملات المعقدة في مجالات أسواق رأس المال وتمويل المشاريع.

### خلاصة:

إن دور إدارة المخاطرة هو إيجاد توازن بين الالتزام بالقواعد المقيدة للمخاطرة والقدرة على تنمية الأعمال بين الإفصاح عن المخاطرة، وحوافز الإدارة السارية داخل المؤسسة، تعتمد كفاءة مراقبة المخاطرة بدرجة عالية على أدوار وتأثير وحدات الأعمال ووحدة الرقابة على المخاطر. كما توجد عدة أساليب لتقليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية أهمها التنوع ، الذي يقصد به توزيع الاستثمارات على منشآت مختلفة وليس الاستثمار في أسهم منشأة معينة ، وكذلك يمكن إدارة مخاطر الاستثمار من خلال استخدام المشتقات المالية ، وذلك عن طريق عقود الاختيار وعقود المستقبلية وعقود المبادلة بالإضافة إلى ذلك توجد العديد من السياسات والاستراتيجيات المتعلقة بإدارة المحفظة المالية ، وذلك من أجل الحصول على أكبر عائد وأقل مخاطر.

تمهيد:

تتفاوت الإستثمارات في مدى العائد والمخاطرة حسب نوعها وطبيعة الأموال المتاحة لها ونوع متخذ القرار الإستثماري- مغامر أو متحفظ أو كاره للمخاطر- ومن المنطقي أن المستثمر الرشيد سوف يعطي إهتماما متوازنا للعائد الذي يتوقعه من الإستثمار والمخاطر التي تصاحب هذا العائد، فالمستثمر عادة ما يرغب في تحقيق عائد مرتفع بينما يفضل أن تكون المخاطر المصاحبة له عند أدنى حد ممكن، وهنا تختلف السياسة الإستثمارية التي يتبعها متخذ قرار الإستثمار في إدارة المحفظة الإستثمارية باختلاف ميوله إتجاه المخاطرة وسلوكه إتجاه عائد الإستثمار، فإذا كان هدفه تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة دون الإهتمام كثيرا بعنصر المخاطرة، فإنه يتبنى حينئذ ما يعرف بالسياسة الهجومية التي من أدواتها الأسهم العادية، أما إذا كان متخذ القرار الإستثماري متحفظا إتجاه المخاطرة ويوليها إهتماما أكثر من إهتمامه بالأرباح فإنه يتبع عندئذ ما يعرف بالسياسة الدفاعية التي من أدواتها السندات، وهناك السياسة المتوازنة التي يتبناها غالبية متخذي القرار الإستثماري، وتتكون من تشكيلة متوازنة من أدوات الإستثمار المختلفة وتعتمد بشكل عام على الموازنة بين معدل العائد الموقع ودرجة المخاطرة.

### 1. مفهوم القرار الإستثماري:

#### 1.1. تعريف القرار:

1.1.1. التعريف الأول: يعرف القرار على أنه: "عملية إختيار بديل معين من بين مجموعة من البدائل لمشكلة معينة لتحقيق هدف يراد الوصول إليه، وأن عملية صنع القرار تتكون من خطوات متتابعة أو متوالية، والهدف منها هو إختيار بديل أفضل من بين البدائل المتاحة، وتتضمن هذه الخطوات دراسة كل بديل من البدائل وتحليل النتائج التي يمكن أن يحققها كل بديل وقياس مدى تأثير هذه النتائج على الأهداف المراد تحقيقها، ومن ثم إختيار البديل الأفضل وبعدها يتم إصدار أمر بالتنفيذ، ولا يقتصر الحد لهذه المرحلة بل تمتد لتستمر إلى عملية متابعة هذا القرار للتأكد من صحته وفاعليته في التطبيق"<sup>1</sup>.

2.1.1. التعريف الثاني: كما عرف القرار على أنه: "عملية ذات طابع عقلاي يركز على الإختيار من بين مجموعة من البدائل ذات المواصفات التي تتناسب مع الإمكانيات المتاحة والأهداف المطلوبة، كما أن صانع القرار يواجه في تعامله مع خطوات تحديد القرار بعض القيود بسبب عدم إمتلكه للمعلومات التي يحتاج إليها، مما يجعل القرارات أحيانا تتخذ في حالة عدم تأكد وحالة مخاطرة"<sup>2</sup>.

وعليه فإن إتخاذ القرار هي لحظة إختيار بديل معين من بين مجموعة من البدائل المتاحة يتم تقييمها على أساس تخمينات معين لمتخذي القرار، وفي ضوء ذلك فإن عملية إتخاذ القرار هي عملية إختيار بشرط توفر معايير موضوعية يعتمد عليها متخذوا القرار لإجراء المقارنات بين البدائل المتاحة واختير الأفضل منها.

#### 2.1. مفهوم الإستثمار:

تعني كلمة إستثمر الشيء إستولده وجعله يتكاثر أي أن زاد ونما، فكلمة الإستثمار أصلها الثلاثي ثمر وهي بذلك تأخذ معاني كثيرة عند إستخدامها بين الناس، وقد وردت كلمة (أثمر ، يثمر، ثمرة، ثمر وثمرات)، أربعاً وعشرين مرة في القرآن الكريم لقوله تعالى: " أنظروا إلى ثمره إذا أثمر وينعه إن في ذلكم لآيات لِقَوْمٍ يُؤْمِنُونَ " -سورة الأنعام الآية (99)، وقوله تعالى: " وهو الذي أنشأ جنات معروشات وغير معروشات والنخل والزرع مختلفا أكله والزيتون والدرمان متشابها وغير متشابه كلوا من ثمره إذا أثمر وأتوا حقه يوم حصاده ولا تسرفوا إنه لا يبدع المفسرين"-سورة الأنعام: الآية 141- إذا أظهرت العديد من النصوص القرآنية وجوب الإهتمام بالمال واستثماره وتقويته حتى تكون الأمة قادرة على البناء والمعرفة والتقدم والتطور كقوله تعالى: "ولا توتوا السفهاء أموالكم التي جعل الله لكم قياما وارزقوهم فيها".(سورة النساء: الآية 5).

<sup>1</sup>-حسين علي إبراهيم: "أثر المحاسبة الخلاقية على قرارات المستثمر في ظل تفاوت كفاءة السوق-دراسة حالة عينة من المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية"مجلة بحوث مستقلة، المجلد 4، العدد، 4، 2010، ص: 130.

<sup>2</sup>-محمد الصبري: "الإدارة الإستراتيجية"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص: 149.

من الناحية اللغوية<sup>3</sup> يعرف الإستثمار بأنه مأخوذ من الفعل إستثمر، يستثمر واستثمارا بمعنى طلب الثمر والسعي للحصول عليه والإنتفاع به، وكثيرا ما يستخدم المختصين في مجال الإقتصاد والمحاسبة والإدارة والمالية مصطلح **الإستثمار**، وأيا كان المجال الذي يستخدم فيه فإنه كمفهوم لا يخرج عن كونه الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية أو الإضافة إلى رأس المال<sup>4</sup>. واختلفت وجهات النظر للعديد من الكتاب حول مفهوم الإستثمار فالبعض منهم يتوسع في المفهوم ليشمل كل الأنشطة، بينما يستخدمه البعض الأخر بحيث يكون مقتصر على نشاط معين أو مال معين، وفيما يلي نماذج من هذه المفاهيم:

أ. مفهوم الإستثمار من الناحية الإقتصادية: إحتل مفهوم الإستثمار موقعا مهما في الفكر الإقتصادي القديم والمعاصر لما له من دور فعال في تحقيق التنمية الإقتصادية، وعرف على أنه: "تيار من الإنفاق لشراء السلع الرأسمالية الجديدة مثل مصانع وآلات أو منازل، أو الإضافة إلى مخزون المواد الأولية والسلع الوسيطة والسلع النهائية، خلال فترة زمنية معينة"، أو هو: "عمل إقتصادي إيجابي يترتب عليه زيادة الطاقة الإنتاجية أو القدرة الإنتاجية في مجتمع معين"<sup>5</sup>، وذهب رأي أخر إلى تعريفه على أنه: "عملية إقتصادية مدروسة من قبل جهة معينة قائمة على أساس علمي وعقلاني يجري بموجها توجيه الموجودات بأنواعها المختلفة مادية كانت أو مالية أو تكنولوجية أو بشرية نحو تحقيق العوائد الإقتصادية والإجتماعية والثقافية والعلمية المستقبلية وبشكل دائم ومستمر بقيمة تزيد عن القيمة الحالية للموجودات الرأسمالية"<sup>6</sup>.

وعليه يتم النظر إلى الإستثمار وفق النظرية الإقتصادية على أنه يمثل نموذجا إقتصاديا كنموذج السوق يتكون من متغيرين هما: الطلب على الإستثمار وعرض الإستثمار.

ب. تعريف الإستثمار من الناحية المالية والإدارية: عرفت المنظمة الإقتصادية لدول جنوب شرق آسيا الإستثمار بأنه: "يعني كل الموجودات التي تتضمن الأموال المنقولة والرهونات العقارية، والتعهدات والخطوط الإنتاجية، والحقوق النقدية أو عقود العمل ذات القيم والأسهم والسندات، وحقوق الملكية الفكرية والإمتيازات التي تمنح وفقا للقانون، أو عقد مثل إستغلال المصادر الطبيعية"<sup>7</sup>، ويعرف من ناحية أخرى على أنه: "حصيلة إمتلاك المستثمر لأدوات ملكية أو أدوات مديونية لتحقيق عائد في ظل مخاطر يمكن حسابها"<sup>8</sup>.

يتضح جليا أن الإستثمار من وجهة النظر المالية مفهوم قائم على مبدأ التضحية بإشباع رغبة إستهلاكية حاضرة بهدف الحصول على منافع مستقبلية. ويعد لإستثمار من الوظائف الرئيسية للإدارة

<sup>3</sup>-عبد الغفار هناء: "الإستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية، الصين أنموذجا"، بيت الحكمة للنشر والتوزيع، بغداد، العراق، الطبعة الأولى، 2002، ص: 13.

<sup>4</sup>-كداوي طلال: "تقييم القرارات الإستثمارية"، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة العربية، 2008، ص: 13.

<sup>5</sup>-محمد عودة عبود: "الإستثمار بالأوراق المالية في ظل المخاطر الكلية دراسة إقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإدارة والإقتصاد منشورة، جامعة الكوفة، العراق، 2016، ص: 198.

<sup>6</sup>-معروف هوشيار: "الإستثمارات وأسواق رأس المال"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 17.

<sup>7</sup>-الشكاكي إدريس رمضان حجي: "محددات الإستثمار الأجنبي المباشر في إقليم كردستان العراق"، مذكرة ماجستير منشورة، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة صلاح الدين، بغداد، العراق، 2006، ص: 05.

<sup>8</sup>-خريوش حسني علي، محفوظ أحمد جودة، عبد المعطي رضا: "الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 07.

## الوحدة التعليمية الثالثة: إختيار الإستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر

المالية، وأن قراراته مهمة ودرجة في نفس الوقت سواء كانت للأفراد أو المؤسسات، ولها تأثير مباشر على ثروتهم لأنها قرارات تهدف إلى زيادة الثروة بواسطة الإستثمارات التي يتوقع لها عوائد أكثر من تكلفتها. ج. تعريف الإستثمار من الناحية المحاسبية: يقصد به: " تدفق نقدي خارج من المال خلال فترة زمنية معينة واحدة يتبعه سلسلة من التدفقات النقدية المكتسبة أو الداخلة"<sup>9</sup>، كما يعرف على أنه: " عملية توظيف الأموال في موجودات مادية أو مالية بهدف جني المنافع المستقبلية من خلال تحويل رأس المال من شكله النقدي أو الفكري إلى الشكل الإنتاجي أو الخدمي، لغرض زيادة الإنتاج وتوليد الدخل ورفع المستوى المعيشي للفرد والقضاء على البطالة وتحقيق الرفاهية للمجتمع"<sup>10</sup>.

من التعريف السابقة يمكن القول بأن الإستثمار هو عملية إدارية تتضمن إتخاذ قرار واختيار بديل من بين مجموعة من البدائل، وعملية اقتصادية لأنها تهتم بعالم الإقتصاد العام للدولة والتنمية الإقتصادية، كما أنها عملية مالية لأنها تتعامل مع كافة الموجودات سواء كانت نقدية أو غير نقدية تهدف إلى إدارتها وتوجيهها لشراء أصول بغية تحقيق عوائد في المستقبل.

### 3.1. القرار الإستثماري:

يعد قرار الإستثمار أحد أهم القرارات الرئيسية في الإدارة المالية في المؤسسة مثل: قرار التمويل وقرار الإستثمار... والتي تساهم في بناء وخلق القيمة للمؤسسة، كما يمتاز أنه أكثر القرارات خطورة بسبب إرتباطه المالي الكبير والذي يهدف إلى تحقيق عوائد خلال سنوات متتالية، كما يعد أيضا من أهم وظائف المدير المالي إذ يجب أن يوازن التكاليف والفوائد المترتبة على كل الإستثمارات والمشاريع التي يقرر أن تكون مؤهلة للإستخدامات الجيدة باعتبار أن أموال المساهمين إستثمرت في المؤسسة، وبذلك فإن مثل هذه القرارات الإستثمارية تشكل أساسا ما تقوم به المؤسسة، وعمّا إذا كان هذا القرار سيضيف قيمة لإصحابها أو للمساهمين<sup>11</sup>.

يعرف قرار الإستثمار على أنه: " عملية تقييم المشاريع الإستثمارية المقامة واختيار الرابحة منها مع تحديد حجم الموازنة لرأس المال الأمثل"<sup>12</sup>، فيما يرى البعض الآخر أنه: " القرار الذي يقوم على مبدأ الرشادة الإقتصادية النابعة من التخصيص الأمثل للموارد النادرة المتاحة من خلال إستثمارها في المشاريع التي تدر أفضل العوائد الممكنة مع الأخذ في الحسبان الفرص الضائعة"<sup>13</sup>، أما من الناحية المالية

<sup>9</sup>-سالم زياد رمضان: "أساسيات في الإدارة المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 1998، ص:177.

<sup>10</sup>-محمد فايز عبد الكريم: "تقويم الأداء المالي في شركة التأمين العراقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 8، العدد 22، الفصل الأول، 2010، ص: 10.

<sup>11</sup>-محمود جمام، دوبا ش أميرة: "تأثير جودة المعلومات المحاسبية على إتخاذ القرارات الإستثمارية: دراسة عينة من المؤسسات الإقتصادية -قسنطينة-". مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد 47، 2016، ص:90.

<sup>12</sup>-العامري محمد علي إبراهيم: "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص:355.

<sup>13</sup>-حوري زهية: "تقييم المشروعات الإستثمارية في البلدان النامية باستخدام طريقة الإندثار". أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص:13.

فقد عرف قرار الإستثمار أنه: "القرار الذي يقوم على صرف الإنفاق الفوري من أجل تحقيق ربح أو فائدة على سنوات أو فترات متتابعة"<sup>14</sup>.

مما سبق يمكن تعريف قرار الإستثمار على أنه القرار الذي يتخذ من قبل مدراء الإستثمار والذي بموجبه يتم الإستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وتوزيعها بين الموجودات الثابتة والموجودات المتداولة، وبناء هيكل الأموال الذي يمكنها من الوصول إلى تحقيق الأهداف المرسومة.

### 4.1. أهمية القرار الإستثماري:

إن مسؤولية القرار الإستثماري تكونت من خلال التأكيد على تحقيق أهداف الخطط التنموية للوصول إلى معدل النمو الإقتصادي المطلوب، والمرتبط بتحقيق أعلى كفاءة إستثمارية ممكنة على المستوى الإقتصادي والإجتماعي، وتزداد أهمية قرار الإستثمار صعوبة عندما تكون هناك فرص إستثمارية متعددة ومتنوعة، وبالأخص تلك الفرص التي ترتبط بالإستثمارات المالية المتمثلة بالمشتقات وغيرها الموجودة في الأسواق المالية الكبيرة.

ويعد قرار الإستثمار في بورصة الأوراق المالية بالنسبة للمستثمرين في هذه الأسواق من القرارات المهمة، التي تعمل على توظيف مدخراتهم في الأدوات المالية المناسبة بالشكل الذي يعمل على تحقيق التوازن ما بين العائد المطلوب والمخاطرة المرافقة لهذا العائد، وبالتالي يتم تحديد ميول المستثمر من حيث كونه مغامر أو متحفظ وفق تلك الموازنة، وهنا يتوقف نجاح أو فشل أي مستثمر وفق إمكانياته وقابليته الشخصية لفهم قرار الإستثمار، فالمستثمرين في حالة إتخاذهم للقرارات الإستثمارية فهم في حاجة إلى النظر والإهتمام بالظروف المحيطة من حيث مدى إمكانياتهم لتحمل المخاطرة وما هو المعدل المناسب وما هي درجة المخاطرة المرافقة لهذه الظروف وغيرها من المعايير الأخرى، التي تحدد أهمية وطبيعة القرار الإستثماري.

### 5.1. أنواع القرارات الإستثمارية:

#### 1.5.1. التصنيف الأول: تصنف القرارات الإستثمارية بموجب التصنيف الشائع إلى ما يلي<sup>15</sup>:

أ. قرار الإحلال: تعد من القرارات البسيطة إذا يكون لدى أغلب المؤسسات فكرة جدية عن التكاليف في حالة إستبدال أصولها أو تعويضها، فالمؤسسة تتنبأ بقراراتها المستبدلة بدرجة عالية من الثقة، وتتخذ هذه القرارات عندما تتآكل وتتقادم أصولها.

ب. قرار التوسع: تتخذ هذه القرارات على درجة عالية من عدم التأكد كونها ترتبط بقرارات شراء موجودات إضافية، والتي تحتاج إلى الإنسجام وفق ما هو موجود وفي طور التشغيل فيها، إلا أن المؤسسة يمكن أن تقلل من حالة عدم التأكد خلال تبني قراراتها الإستثمارية على أساس البيانات التاريخية عن الإنتاج والمبيعات.

<sup>14</sup>-عوض قسمة صابر: "تأثير مؤشرات التحليل المالي في ترشيد القرارات الإستثمارية"، محور العلوم المالية والمصرفية القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد 9، العدد 2، 2007، ص: 242.

<sup>15</sup>-عدنان محمد الشدود: "كفاءة القرار الإستثماري: دراسة حالة في محافظة ذي قار- العراق"، مجلة جامعة ذي قار، المجلد 8، العدد 4، العراق، 2013، ص: 02.

## الوحدة التعليمية الثالثة: إختيار الإستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر

د.قرارات التحديث: تتضمن هذه القرارات درجة عالية من المخاطرة وعدم التأكد كونها تتبنى على أساس تقديرات إفتراضية، التي لا تتوفر لدى المؤسسة أية بيانات تقريبية عنها.

وفقا للتصنيف السابق ترتبط هذه الأصناف بالإستثمارات طويلة الأجل متوسطة الأجل وقصيرة الأجل، حيث أن قرار الإحلال يتم إتخاذه في حالة التأكد والتي تكون فيها الظروف مثالية كون أن المستثمر لديه معرفة بالبدائل المتاحة والظروف المحيطة والنتائج والأهداف التي وضعها المستثمر مسبقا، أما قرار التوسع فيتم إتخاذه في حالة عدم التأكد وهنا تكون المعلومات غير متوفرة ويتم الإعتماد على التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية، بينما قرارات التحديث تعتمد على حالات المخاطرة التي لا تتوفر بها بيانات لدى المؤسسة.

2.5.1.التصنيف الثاني: وفقا لهذا التصنيف تنقسم قرارات الإستثمارات إلى ما يلي<sup>16</sup>:

أ.قرار قبول أو رفض الإستثمار: يعني أن أمام المستثمر بديل واحد فإما يقبل المشروع او يرفضه.  
ب.قرار تحديد أولويات الإستثمار: وهذا يعني أن أمام المستثمر مجموعة من البدائل التي تحقق نفس الأهداف، وعلى المستثمر أن يختار واحد منها.

ج.قرار الإستثمار المتبادل منفعيا: يعني أن أمام المستثمر مجموعة من البدائل لكنه لا يستطيع إتخاذ القرار إلا واحدة منها فقط بسبب عدم إمكانية تنفيذ البدائل الأخرى.

د.قرار الإستثمار في ظروف التأكد وعدم التأكد والمخاطرة: وهنا تكون القرارات التي يتم إتخاذها في ظروف التأكد تتسم بالمخاطرة الضئيلة، وتكون طبيعية القرارات سهلة وبسيطة كون تتوفر لديه المعلومات الكافية، أما القرارات التي يتم إتخاذها في ظروف المخاطرة تكون صعبة، وتحتاج إلى دراسة علمية لتوفير أكبر قدر من المعلومات لكي تساعد المستثمر على تدنيّة المخاطر واتخاذ قرارات مناسبة، إما القرارات التي يتم إتخاذها في حالة عدم التأكد فإنها تتسم بدرجة عالية من المخاطرة إذ تحتاج إلى كفاءة وخبرة عالية في مجال إجراء الدراسات الميدانية.

هـ.القرارات الإستثمارية التي تعتمد على التحليل الوصفي والكمي: هنا تكون القرارات الإستثمارية التي يتم إتخاذها بناء على التحليلات الوصفية و تكون ضئيلة جدا، كما أن هناك نوع آخر يعتمد على التحليل الكمي وهي ضئيلة كذلك، وعليه فالواقع العملي يدل على الإعتماد على التحليلين معا للوصول إلى القرار السليم.

3.5.1.التصنيف الثالث: صنف المفكرين تيم ومطر القرارات الإستثمارية إلى<sup>17</sup>:

أ.قرار الشراء: يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة أعلى من القيمة السوقية، وبعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الإستثمارية فإن ذلك

<sup>16</sup>-حوري زهية: "مرجع سبق ذكره"، ص: 18.

<sup>17</sup>-محمد مطر، تيم فايز: "إدارة المحافظ الإستثمارية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص: 18.

## الوحدة التعليمية الثالثة: إختيار الإستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر

يشجع المستثمر على شرائها على أمل أن ترتفع قيمتها مستقبلا، وبالتالي الحصول على أرباح رأسمالية كون أن القرار يرتبط في الرغبة على حيازة أصل المال.

ب. قرار عدم التداول: يترتب على الحالة السابقة أن يواصل السعر في الإرتفاع إلى تلك النقطة التي يتساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الأداة الإستثمارية، وهنا يصبح السوق في حالة توازن ويتحتم على الشاري والبائع التوقف عن التداول، لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه الآمال بتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلا، كما أن مخاطر إنخفاض السعر يصبح ضعيفا إلا إذا تغيرت الظروف السائدة لأن قرار الإستثمار مرتبط بشكل مباشر بأصل المال.

ج. قرار البيع: يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية لأصل المال أكبر من القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

### 6.1. أسس إتخاذ القرار الإستثماري:

يبني قرار الإستثمار على اعتبارات عديدة لكل منها أبعاده الخاصة، وقد تكون هذه الإعتبارات متضاربة في بعض الأحيان، ولكن يبقى على المستثمر ولإتخاذه القرار المناسب الذي يكون عادة مبنيا على أسس عقلانية بعيدة عن الإرتجال ويوفق بين جميع هذه الإعتبارات.

قد يقوم المستثمر بتوجيه خياراته من أجل الإستثمار بالأصول المتوفرة لديه، وذلك من أجل أهداف إستثمارية معينة، وقرار الإستثمار هنا هو إختيار لإستثمار طويل الأجل التي تسوقه مخاطرة عالية ويقوم المستثمر بإجراء مقارنات للخيارات الإستثمارية المتاحة أمامه على أساس العائد المتوقع، وعليه يمكن إيجاز الأسس التي يقوم عليها القرار الإستثماري فيما يلي:

أ. العائد المتوقع: إن من سمات المستثمر الرشيد سعيه لتحقيق أقصى العوائد الممكنة وبأقل مخاطرة محتملة، ذلك أن الهدف من تضحيته بأمواله هو تطلعه للحصول على عوائد في المستقبل وعدم تعرضه للخسارة، ويمكن تسمية هذا المفهوم بـ "العائد المتوقع الإستثماري"، والذي يعرف على أنه: "المكافأة التي يحصل عليها المستثمر جراء إستهلاكه المالي أو السيولة النقدية الفائضة.

ب. المخاطرة: يحاول المستثمر قدر الإمكان تجنب المخاطرة أو الحد منها عند إتخاذ قراره الإستثماري، وتجد الإشارة إلى أن المخاطرة هي إحتتمالات تحقيق الخسارة أو بعبارة أخرى هي الإختلاف أو التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة.

ج. العامل الزمني (التوقيت): يعد الوقت عاملا مهما في الإستثمار إذ يقوم المستثمر بتحديد الفترة الزمنية التي سيحتفظ بها لإمتلاكه الأصول وفقا لأهداف الإستثمار عندما يقوم بشراء تلك الأصول، إذ يقوم المستثمر بتبني فترة زمنية مناسبة تتناسب مع العائد والمخاطرة، وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى أن المستثمر يفضل المشاريع ذات العائد السريع التي يمكن تحويلها إلى سيولة بسهولة وبسرعة والتي تحقق له الأمان. كذلك قد يكون الإحتفاظ ضمن مدة زمنية طويلة عندما يركز المستثمر على العائد السنوي، أو مدة قصيرة عندما يركز على الأرباح الرأسمالية.

### 1.7. المبادئ التي يعتمد عليها القرار الإستثماري<sup>18</sup>:

- أ. مبدأ الإختيار: وفق هذا المبدأ فإن المستثمر يبحث دائما عن فرص إستثمارية متعددة كونه يمتلك موارد كبيرة، فيقوم بإختيار الأفضل من بين الفرص المتاحة بدلا من توظيفها في فرصة واحدة وذلك من خلال المفاضلة بين البدائل واختيار البديل الذي يتفق مع إستراتيجية الإستثمار.
  - ب. مبدأ المقارنة: وفق هذا المبدأ فإن المستثمر حين تتوفر له مجموعة من البدائل المختارة من حيث فترتها الزمنية وعوائدها وميزاتها، هنا يعمل على المقارنة بينهما على أساس العائد والمخاطرة.
  - ج. مبدأ التوزيع: وفق هذا يقوم المستثمر على توزيع أصوله المالية المختلفة من حيث درجة العائد والمخاطرة، التي تدرها وذلك من أجل تنوع الإستثمارات وتجنب المخاطرة التي تنشأ بين الأصول المالية.
  - د. مبدأ الموضوعية: وفقا لهذا المبدأ تشترط الموضوعية أن تكون كافة المؤشرات المالية المستخدمة في المقارنة ما بين الإستثمارات المتاحة ذات موضوعية وبدون تحيز ، أي بمعنى أنه إذا تم إستخدام مؤشر مالي من قبل عدد من المستثمرين لتوصلوا إلى نفس النتيجة أو نتائج متقاربة.
  - هـ. مبدأ الخبرة والتأهيل: إن إتخاذ القرار الإستثماري يتطلب توفير الخبرة والكفاءة عند إختيار أدوات الإستثمار المناسبة، وذلك لإرتفاع تكلفة الإستثمارات ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها تلك الإستثمارات فإن كان المستثمر لا يمتلك هذه الخبرة فإن ذلك سيؤثر على مستقبله ومدى تحقيقه للأرباح والخسائر من الأموال المستثمرة.
  - و. مبدأ حساب القيمة الحقيقية للعوائد المستثمرة: يعتمد هذا المبدأ على تحديد العائد المتوقع من الإستثمار بشكل دقيق، إذ يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من خلال إختيار معدل خصم معين، بالإعتماد على البيئة المحيطة بالإستثمار لكي يتم إحتساب القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة.
- ### 2. معايير تقييم الإستثمارات في ظل حالة عدم التأكد والخطر:

هناك العديد من المعايير الأساسية التي تستخدمها المؤسسات في إتخاذ قرارات الإستثمار من أهمها ما يأتي<sup>19</sup>:

### 1.2. صافي القيمة الحالية: رمزها *Van*

تعتبر من الطرق الحديثة لتقييم المشاريع المقترحة وهي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية لمشروع، أو هي طريقة لترتيب المقترحات الإستثمارية والتي تساوي القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المستقبلية المخصوصة، باستخدام تكلفة رأس المال ويمكن التعبير عنها رياضيا بالمعادلة التالية:

$$Van = \sum \frac{Cft}{(1+r)^n}$$

حيث أن:

<sup>18</sup>-نجم خولة شهاب: "أهمية إستخدام الاساليب الكمية والرياضية في تقييم القرارات الإستثمارية". مجلة التقني، المجلد 27، العدد 5، 2014، ص: 71.

<sup>19</sup>-العامري محمد علي إبراهيم: "الإدارة المالية الحديثة"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى ، 2013، ص: 399.

## الوحدة التعليمية الثالثة: إختيار الإستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر

$Cf_t$ : صافي التدفقات النقدية في الزمن؛

$n$ : عدد السنوات التي تمثل العمر الإنتاجي المتوقع للإستثمار؛

$r$ : تكلفة رأس المال حسب مخاطر المشروع؛

2.2. مدة الإسترداد:

يقوم هذا الأسلوب لتقييم مشاريع الإستثمار على حساب عدد السنوات اللازم لإسترداد الأموال التي جرى توظيفها في المشروع، ويقصد بها بأنها المدة التي تسترجع فيها التكاليف الإستثمارية، أو بعبارة أخرى أنها العدد المتوقع من السنوات اللازمة لإستعادة الإستثمار الأصلي، فكلما كانت مدة الإسترجاع أقصر يكون المشروع أفضل ويمكن التعبير عنه رياضيا بالمعادلة الآتية:

$$\text{Pay-back Period} = \frac{\text{Initial investment}}{\text{Annual cash inflows}}$$

3.2. معدل العائد المحاسبي:

تعد هذه الطريقة هي واحدة من الطرق التقليدية القديمة المستخدمة في تقييم القرارات الإستثمارية المقترحة، ويعرف العائد المحاسبي بأنه متوسط صافي الدخل من الإستثمار مقسوما على متوسط قيمته الدفترية، من مزايا هذه الطريقة هي سهولة الحساب والفهم تستند على المعلومات المحاسبية بدلا من التدفقات النقدية، ولا تعتمد على القيمة الزمنية للنقود، وتأخذ في عين الإعتبار مجموع الفوائد المرتبطة بالمشروع، أما عيوبه فإنه يتجاهل القيمة الزمنية للنقود، كما تتجاهل إمكانية إعادة إستثمار المشروع وتستخدم أساليب مختلفة من أجل الربح المحاسبي لذلك، فإنه يؤدي إلى بعض الصعوبات في حساب المشروع، وتقاس هذه النسبة وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{Accounting Rate of Return} = \frac{\text{Average profit after extinction and taxation}}{\text{The average book value of the investment}}$$

4.2. مؤشر الربحية: ورمزه  $IP$

يعد مؤشر الربحية من المؤشرات التي يمكن الإعتماد عليها في قرار الإستثمار أو تقييم المشاريع الإستثمارية، وتسمى أيضا نسبة الفوائد والتكاليف وهي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للإستثمار مقسومة على التكلفة الأولية، ويمكن التعبير عن مؤشر الربحية بالمعادلة الآتية:

$$\text{Profitability Index} = \frac{Van}{\text{initial investment}}$$

ملاحظة:

إذا كانت النتيجة أقل من الواحد الصحيح فيعني ذلك أن التدفقات النقدية الداخلة في عملية الإستثمار أقل من التدفقات النقدية الخارجة فالمشروع غير مربح، أما إذا كانت النتيجة أكبر من الواحد الصحيح فيعني ذلك أن التدفقات النقدية الداخلة أكبر من التدفقات النقدية الخارجة فالمشروع مقبول لأنه مربح.

#### 4.2. معدل العائد الداخلي: ورمزه $IRR$

هو معدل العائد الذي سوف تكسبه المؤسسة إذا كانت تستثمر في مشروع معين وتستقبل تدفقات نقدية معينة، وهو من الأساليب المهمة التي تستخدم في المفاضلة بين المشاريع والبدائل المقترحة، ومن شأنه أن يجعل صافي القيمة الحالية تساوي الصفر، وتصنف طريقة العائد على الإستثمار طبقاً للوقت المطلوب لكل إستثمار لإستعادة الأرباح المساوية لكلفة الإستثمار، ويستند معدل العائد الداخلي حكمه على الإستثمار في هذه الفكرة إذا كان متوسط العائد على فرصة إستثمارية أي معدل العائد الداخلي أكبر من معدل العائد على بدائل أخرى في السوق مع خطر متساوي-أي تكلفة المشروع من رأس المال- يجب أن توافق على هذه الفرصة الإستثمارية، ويمكن حسابه وفقاً للمعادلة التالية:

$$IRR = in_0 + \frac{PV(i2-i1)}{PV+NV}$$

$IRR$ : معدل العائد الداخلي؛

$In_0$ : مبلغ الإستثمار الأصلي؛

$Pv$ : القيمة الحالية الصافية الموجبة عن معدل الخصم الأصغر ( $i1$ )

$NV$ : القيمة الحالية الصافية السالبة عن معدل الخصم الأكبر ( $i2$ ) مع إهمال الإشارة؛

$i1$ : معدل الخصم الأصغر الذي تكون عنده صافي القيمة الحالية موجبة وقريبة من الصفر؛

$i2$ : معدل الخصم الأكبر الذي تكون عنده صافي القيمة الحالية سالبة وقريبة من الصفر.

#### 3. قواعد صنع القرارات الإستثمارية:

توجد ثلاث قواعد رئيسية يمكن إعتمادها عند صنع القرارات وفقاً لما يأتي<sup>20</sup>:

1.3. قياس أقصى صافي قيمة حالية: تقترح هذه القاعدة أنه يجب توجيه الموارد التي تمتلكها المؤسسة للإستخدامات التي تعظم القيمة الحالية لصافي المنافع التي يمكن أن يحققها؛

2.3. قياس نسبة المنافع إلى التكلفة: وفقاً لهذه القاعدة فإن القرار سيتخذ أو النشاط سوف ينفذ إذا كانت نسبة القيمة الحالية للمنافع إلى التكلفة هي أكبر من الواحد الصحيح؛

3.3. القياس الصافي الموجب للقيمة الحالية: بموجب هذه القاعدة فإن القرار سيتخذ إذا كانت القيمة الحالية لصافي المنافع أكبر من الصفر.

#### 4. المقاييس المختلفة للخطر:

توجد مجموعة من الطرق والمقاييس الخاصة بقياس الخطر ومن بين هذه المقاييس ما يأتي:

#### 1.5. معامل بيتا $Beta$

يعتبر معامل بيتا واحد من أهم المقاييس التي تستخدم في قياس المخاطر النظامية ومن أهم الأدوات المعتمد عليها، حيث يعبر معامل بيتا عن: "مقدار تذبذب سهم أي مؤسسة أو محفظة معينة مع تذبذب السوق بأكمله (المؤشر)، أي أنها تقيس التذبذب الذي بدوره يعبر عن المخاطرة، بمعنى أن بيتا

<sup>20</sup>-جلال محمد: "المعايير الإقتصادية للمشكلات البيئية والقوانين المتعلقة بها"، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 15.

## الوحدة التعليمية الثالثة: إختيار الإستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر

يقيس مدى إستجابة سهم أي مؤسسة عند إرتفاع أو إنخفاض المؤشر، فإذا كان المعامل بيتا للسهم يساوي الواحد الصحيح (01) فإن ذلك مؤر على أن سهم المؤسسة سيتجه مع إتجاه السوق إما إرتفاعا أو إنخفاضا.

فإذا كان معامل بيتا للسهم يساوي (1.5) فيعني ذلك بأن تذبذب السهم أكثر من تذبذب السوق كمؤشر للقياس بمقدار (50+ %)، أما إذ كان معامل بيتا يساوي (0.50) فإن تذبذب السهم أقل من تذبذب السوق كمؤشر للقياس بمقدار (50- %)، وبما أن التذبذب يقيس خطورة السهم فإن معامل بيتا للسهم الذي يساوي (1.50) أكثر خطورة من السهم الذي معاملته بيتا يساوي (0.50).

### ملاحظة هامة:

إن ما يميز معامل بيتا عن معامل الإختلاف والانحراف المعياري أنه لا يقيس مجموع عدم التأكد في عوائد الإستثمار، بل يقيس فقط ذلك الجزء من الإنحراف أو المخاطرة التي لا يمكن تجنبها، ويمكن حساب معامل بيتا من خلال المعادلة الآتية:

$$B_i = Cov (R_i , R_m) / \sigma^2 R_m$$

حيث أن:

$B_i$  : معامل بيتا

$Cov (R_i , R_m)$  : التباين المشترك بين عائد الموجود وعائد محفظة السوق.

$\sigma^2 R_m$  : عائد محفظة السوق.

2.4. التباين:

هو المقياس الإحصائي لتشتت نواتج القيمة المتوقعة أو هو المجموع الموزون لمربع الإنحرافات عن العائد المتوقع، ويحسب التباين لإستثمار معين من خلال الخطوات المتتابعة والمتمثلة في حساب القيمة المتوقعة للإستثمار التي تساوي هي بدورها العائد أو التدفق السنوي مضروب في معامل إحتماله، ومن ثم تطرح من كل العوائد المحتملة، ثم تربيع كل واحد من هذه النتائج، إن مجموع الإنحرافات المربعة للقيم المحتملة مضروبة بدرجة إحتمال الحدوث يسمى بالتباين، وأخيرا إستخراج النتائج وفقا للمعادلة التالية:

$$SV = \sum 1 (X_i - X)^2$$

3.4. الإنحراف المعياري<sup>21</sup>:

يعتبر الإنحراف المعياري من المقاييس الإحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط بالإستثمار عموما، ويعكس الإنحراف المعياري كنموذج شكل التشتت في العوائد المتوقعة لإستثمار ما حول الوسط الحسابي للعائد المتوقع، وهو الجذر التربيعي للتباين، وبما أن الإنحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين تكون المعادلة على النحو التالي:

$$\text{Standart Deviation} = \sqrt{\text{Variance}}$$

<sup>21</sup>-الزبيدي حمزة محمود: "إدارة الإئتمان المصرفي والتحليل الإئتماني"، دارالوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص: 527.

## الوحدة التعليمية الثالثة: إختيار الإستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر

ويمكن مقارنة عدة إستثمارات من حيث درجة المخاطرة بواسطة الإنحراف المعياري بشرط أن يكون العائد المتوقع متساوي لكافة الإستثمارات، وتجدر الإشارة<sup>22</sup> إلى أنه كلما زاد الإنحراف المعياري فهذا يدل على زيادة درجة المخاطرة.

### 4.4. معامل الإختلاف:

يعتبر معامل الإختلاف من بين أهم المقاييس في قياس درجة التشتت، ويستخدم خاصة عند المقارنة بين مجموعتين أو أكثر لها وحدات قياس مختلفة، إذ يمكن أن تظهر بعض المشاكل عند إستخدام الإنحراف المعياري كمؤشر لقياس الخطر، فإذا تساوى الإنحراف المعياري لمشروعين والعائد المتوقع لهما يكون غير متساو، فطبقاً لمقياس الإنحراف المعياري يتساوى المشروعان في درجة الخطورة وبطبيعة الحال هذه النتيجة غير منطقية، إذ أن النسب المئوية لإنحراف العوائد عن الوسط الحسابي للمشروعين مختلفة، وتختلف المشاريع من حيث الحجم وبذلك فإن إستخدام معامل الإختلاف يعني إنخفاض درجة نسبية من المخاطر، وتحسب هذه النسبة بقسمة الإنحراف المعياري من القيمة المتوقعة على التدفقات النقدية الصافية، كما في المعادلة الآتية:

$$Covariance = Standart\ diviation / R$$

حيث أن:

**CV**: معامل الإختلاف.

**SD**: الإنحراف المعياري.

**R**: العائد المتوقع.

يقيس هذا المعامل مقدار المخاطرة لكل وحدة من العائد، ونختار الإستثمار الذي يكون معامل إختلافه أقل، وهذا يعني إختيار أفضل الإستثمارات التي تكون فيها مخاطرة أقل لكل وحدة نقدية مستثمرة متوقعة<sup>23</sup>.

### خلاصة :

يعد قرار الإستثمار من الموضوعات الهامة التي تتبوأ مكاناً رئيسياً في مختلف الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، من أجل رفع معدلات أرباح المؤسسات وتحقيق إستقرارها الإقتصادي، حيث شهد الإستثمار تطورات كبيرة من نواحي متعددة، حيث ظهرت نظريات عديدة تناولت هذا الموضوع وهدفت معظمها إلى تعظيم العائد المتوقع وتخفيض المخاطر إلى مستويات مقبولة.

<sup>22</sup>-الحطاب سامي: "المحافظ الإستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الإستثمار"، بحث بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع أبو ظبي، 2007، ص:19.

<sup>23</sup>-الحطاب سامي: "مرجع سبق ذكره"، ص:19.

تمهيد:

يختلف المنهج المُتبع الذي من خلاله يتم الحصول على التنمية الاقتصادية في كل رقعة من العالم، سواء كانت هذه التنمية على مستوى الدولة، أو حتى على المستوى الشخصي من قبل رجال الأعمال، ويعدّ الإستثمار في الأوراق المالية من أعمدة التنمية والتقدم الاقتصادي، نظراً لما يقدمه من عوائد قوية، لكن لا نغفل أيضاً عن المخاطر التي يتم التعرض لها في هذا الاستثمار، والتي تكون حائلاً للوصول إلى التنمية والتقدم الاقتصادي.

### 1. تعريف الإستثمار المالي:

1.1.1. التعريف الأول: يعرف الإستثمار على أنه: "عملية إقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو معنوي يقوم على أسس أو قواعد علمية أو عقلانية بموجها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد إقتصادية أو إجتماعية أو ثقافية...إلخ، في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيما تتجاوز القيم الحالية للأصول الرأسمالية، وفي ظروف تتسم بالأمان والتأكد قدر المستطاع مع عدم إستبعاد هامش مقبول للمخاطرة".

2.1. التعريف الثاني: أما الإستثمار في الأوراق المالية فيعرف على أنه: "شراء ورقة مالية أو عدة أوراق مالية إستنادا إلى تحليل مناسب للعائد المقبول منها، الذي يتماشى ودرجة المخاطرة المرافقة له خلال فترة زمنية طويلة، أي أنه توظيف الأموال الفائضة عن حاجة المستثمر الحالية في شراء أوراق مالية أملا في الحصول على عوائد مستقبلية تعوضه عن إمكانية تأجيل إشباع حاجيات إستهلاكية حالية، وعمما يمكن أن يتعرض له من مخاطر في سبيل ذلك"<sup>1</sup>.

3.1. التعريف الثالث: يعرف الإستثمار المالي كذلك على أنه: "حصيلة إمتلاك المسثمر -طبيعي أو معنوي- أدوات ملكية - الأسهم بأنواعها- أو أدوات مديونية - سندات بمختلف أنواعها- لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة"<sup>2</sup>.

يتمثل الإستثمار في الأوراق المالية في قيام أحد المهتمين بهذا المجال بالحصول على أصل من الأصول المالية، والسبب في امتلاك هذا الأصل هو الرغبة في الحصول على عائد مستقبلي من خلاله، وهذا الإستثمار يتحقق بمجموعة من الأدوات منها السندات والتي تتمثل في أنها: "أداة دين يحصل من خلالها المسثمر على قروضاً من المال وذلك مقابل مجموعة من الفوائد الدورية التي سوف يحصل عليها". أما الأداة الثانية فتتمثل في الأسهم التي يعبر عنها: "بالصكوك والتي من خلالها يحصل صاحبها على حصة معينة من رأس المال الذي يمتلكه المؤسسة"، وهناك كذلك المشتقات المالية والتي تعمل على انشقاق قيمتها من الأسهم والسندات.

ولكي يتم التعامل من خلال هذه الأدوات لابد لها من سوق الأوراق المالية، أي أن هذا السوق يعرف بأنه: "الإطار الذي من خلاله يتعامل بالأدوات الإستثمارية ويتكون هذا السوق من: السوق الأولية وهي المختصة بإصدار الأوراق المالية للمرة الأولى، وكذلك السوق الثانوية وهي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية وذلك بعد أن تصدر، وهذه الأسواق يتم تقسيمها إلى:

- أسواق منظمة وهي الممثلة في البورصة.
- أسواق غير منظمة وهي الممثلة في الأسواق الثالثة والرابعة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- خوميحة فتحة: "ملخص دروس في إدارة المخاطر المالية"، محاضرات في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة البيرة، 2020، ص: 4

<sup>2</sup>- أرشد فؤاد التميمي: "أسامة عزمي سلام" الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، "دون دار للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص: 20.

<sup>3</sup>- أماني: "مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية وخصائص وأهداف الإستثمار في الأوراق المالية"، مقال مأخوذ من الموقع الإلكتروني: <https://www.zyadda.com>

## الوحدة الرابعة: قراءة في الإستثمار في الأوراق المالية ومخاطرها

### 2. الفرق بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة:

تعرف المضاربة على أنها: "إستخدام الأموال في أصول متنوعة بهدف الحصول على عائد مرتفع بمقابل درجة عالية من المخاطر"، أي أن المضاربة تعني إستعداد الفرد لتحمل درجة عالية من المخاطر من أجل الحصول على عائد مرتفع -أرباح رأسمالية- تنتج عن التقلبات في أسعار الأوراق المالية أو السلع.

في حين أن المقامرة تعرف على أنها: "المراهنة على دخل غير مؤكد وهو مصطلح يستخدم لوصف حالة الفرد الذي تكون له رغبة غير محددة على تحمل مخاطر كبيرة من أجل الحصول على عائد مرتفع وغير مؤكد". وعلى العموم يمكن توضيح أهم الفروقات بين الأنواع الثلاثة في الجدول التالي:

الجدول رقم 01: المقارنة بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة

المعيار	الإستثمار	المضاربة	المقامرة
العائد المرغوب	معقول	مرتفع	غير مؤكد
نوع العائد	إرادي	رأسمالي	رأسمالي
درجة المخاطرة	مقبولة	عالية	عالية جدا
فترة الإستثمار	طويلة	قصيرة	قصيرة
الحافز	تحقيق ربح دون خسارة	تحقيق الأرباح المتوقعة مع تحمل بعض الخسارة	ضربة حظ ولا يوجد أي حافز حقيقي
القرار	يبني على مؤشر العائد	يبني على مؤشر التداول	ليس لها إستراتيجية
المخاطرة تكمن عادة	في العائد وفي جزء من رأس المال	في العائد وإلى حد ما في رأس المال	في العائد وفي رأس المال معا

المصدر: خومية فتحة: "ملخص دروس في إدارة المخاطر المالية"، محاضرات في علوم التسيير،

تخصص إدارة مالية، جامعة البويرة، 2020، ص: 45.

### 3. طبيعة أدوات الإستثمار المالي:

إنّ عملية الإستثمار في الأوراق المالية لا تقتصر على جانب أو مجال بعينه، بل تتخطى ذلك لها مجالات عدة والتي منها ما يلي:<sup>4</sup>

1.3 حقوق الملكية: تتمثل هذه الأدوات في الأسهم العادية وكذلك الأسهم الممتازة، وتقوم هذه الأدوات بمنح حاملها حقاً في الأرباح والتوزيعات، وكذلك تمنحه الحقوق الأخرى الخاصة بتسيير الشركة والمتمثلة في المراقبة والتصويت.

<sup>4</sup>-صلاح السيد جودة: "بورصة الأوراق المالية: علميا، وعمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 21.

## الوحدة الرابعة: قراءة في الإستثمار في الأوراق المالية ومخاطرها

2.3. حقوق المديونية: أدوات الدين التي ينصب اعتمادها على السندات أو شهادات الإيداع وكذلك أدوات الخزنة، ومن خلال هذه الأدوات يتسنى لصاحبها أو حاملها الحصول على الفوائد المحددة في نهاية المدة.

3.3. أدوات مشتقة: وهي عقود يتم إبرامها الآن ولكن عملية التنفيذ تكون مستقبلية، وتعرف أيضاً بأنها أدوات تتأثر بجوانب اقتصادية أخرى، كما أنها أيضاً من أهم الأدوات التي تجنب عملية الوقوع في المخاطر التي يمكن أن تحدث عند التنفيذ الفعلي للعقد مستقبلاً.

4.3. أدوات مركبة: تتمثل الأدوات المركبة في محفظة الأوراق المالية، أي أنها تمثل مزيج ما بين السندات والأسهم، كما أنّ لهذه الأدوات دور كبير في تخطي الأزمات المالية العالمية.

إن طبيعة الأوراق المالي تحتم على المستثمر المتابعة المستمرة لحركة أسعارها وحجم تداولها، وتلعب الخبرة والإمكانيات الفنية في قراءة السوق وإتجاهاته دوراً كبيراً عند الإستثمار في الأوراق المالية، وعليه يضع المستثمر في إعتبارات تقلب أسعارها ومدى ثباتها أو تغيرها طبقاً لظروف وعوامل مؤثرة فيها، ودراسة توقيت الشراء والبيع تجنباً للقرارات الخاطئة، وعادة ترتبط هذه القرارات بسلوك المستثمر الذي له أثر كبير في تحديد مسارات وإتجاهات الأسعار السوقية، فقد يؤدي هذا السلوك إلى إنتعاش السوق واستمراره وانكماشه.

### 4. خصائص الاستثمار في الأوراق المالية

يتمتع الاستثمار في الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص والتي تجعله فريداً عن غيره من الاستثمارات الأخرى، ومن هذه الخصائص ما يلي:

- أن تكلفة الإتجار بالأوراق المالية دائماً ما تكون منخفضة إذا ما تمت مقارنتها بتكلفة الإتجار بأدوات الاستثمار الأخرى المتعددة، وهذا الإنخفاض راجعاً إلى أن أغلب صفقات البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية تتم عن طريق الهواتف المحمولة والأجهزة الذكية، وذلك بدوره يوفر على المستثمرين الكثير من النفقات، كما أن الأوراق المالية والاستثمار فيها لا يكلف مستثمرها نفقات تخزين وصيانة.
- إنّ الأسواق الخاصة بالأوراق المالية عديدة وجميعها تتسم بالكفاءة والتنظيم، وهو ما يندر وجوده في الاستثمارات الأخرى، حيث تمتلك السوق الأولية والثانوية وكذلك العديد من الأسواق الدولية والتي تتمتع بالمرونة في عملية التداول.
- من الخصائص أيضاً التي يتميز بها الاستثمار في الأوراق المالية، أنه لا يتطلب خبرات معينة أو محدّدة في الشخص الذي يرغب أن يصبح مستثمراً، وهو ما لا نجده في معظم الاستثمارات الأخرى التي تتطلب العديد من الخبرات والتي تكون عائقاً في بعض الأحيان.

### 5. أهداف الاستثمار في الأوراق المالية:

دائماً ما يرغب المقبلين على أي عمل في الحصول على أهداف من ورائه، والاستثمار في الأوراق المالية يتحقق من خلاله العديد من الأهداف التي تجعل المستثمر راضياً عن استثماره فيها، ومن هذه الأهداف ما يلي:

1.5. تحقيق أكبر دخل جاري: يرغب المستثمر الذي يستثمر في الأوراق المالية أن يكون هدفه الأول والأخير هو الأرباح العالية بشكل مستمر، ودائماً ما تكون نظرة هذا المستثمر إلى هذا الهدف دون الاهتمام بأي اعتبارات أخرى.

2.5. تأمين المستقبل: كحق مشروع لهم يجعل المستثمر صاحب السن المقارب على التقاعد هذا الهدف نصب عينيه دون غيره من الأهداف، حيث يعتمدون على تقليل المخاطر، والاتجاه إلى العائد المتوسط وذلك لضمان الحصول عليه باستمرار.

3.5. تحقيق تنمية مستمرة لكن العائد مقبول: يقصد بهذا الهدف أن يتجه المستثمر إلى تحقيق عائد وبصورة جارية، لكن هذا العائد يكون مقبولاً عنده، أي نسبة المكسب تكون ضئيلة لكنها مستمرة.

4.5. تحقيق ثروة نامية: المقبلين على هذا الهدف يسمون بالمضاربين وتكون الاستثمار المعتمد عليهما من قبلهم على أكبر قدر ودرجة من المخاطرة، ويقبلون دائماً باختيارهم سواء كانت نتيجته خطأ أو نجاح ما توقعوه.

### 6. أسس الإستثمار في الأوراق المالية:

نظراً لطبيعة وما توفره من مزايا للمستثمر فإن هذا الأخير يجب أن يكون على دراية بشؤون السوق ومتابعتها، هذا بجانب اعتماد الأسس الآتية:

1.6. العائد: يتضمن المكافأة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن إستهلاكه الحالي أو السيولة النقدية الفائضة، والعائد يتضمن شقين سنوي قد يكون ثابت مثل فوائد أدوات المديونية أو متغير مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية، وعائد رأسمالي قد يكون ربح أو خسارة.

2.6. المخاطرة: هي احتمالات تحقق الخسائر المصاحبة للإستثمار أو هي إختلاف العائد المتحقق عن المتوقع من قبل المستثمر، حيث يحاول قدر الإمكان تجنب المخاطر أو الحد من أثارها.

3.6. التوقيت: هي الفترة الزمنية للإحتفاظ بالورقة المالية طبقاً لأهداف المستثمر فقد يكون الإحتفاظ ضمن فترة زمنية قصيرة أو طويلة<sup>5</sup>.

### 7-مراحل الإستثمار في الأوراق المالية:

يمكن تقسيم عملية الإستثمار في الأوراق المالية إلى خمسة مراحل هي<sup>6</sup>:

✓ تحديد الأهداف المرجوة من الإستثمار في الأوراق المالية:

<sup>5</sup>-أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: "مرجع سابق"، ص: 194.

<sup>6</sup>-محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات: "الإستثمار في البورصة -أسهم-سندات-أوراق مالية"- دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص: 15.

## الوحدة الرابعة: قراءة في الإستثمار في الأوراق المالية ومخاطرها

- ✓ تحديد مستوى الخطر الملائم؛
- ✓ تقدير العائد المتوقع و الخطر المترتب عليه لكل ورقة مالية على حدى؛
- ✓ تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية؛
- ✓ تقييم ما تم تحقيقه.

### 8. مزايا وعيوب الإستثمار في الأوراق المالية:

توفر أدوات الإستثمار المالي مزايا كثيرة من أهمها نذكر ما يلي<sup>7</sup>:

■ لها أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قياساً بأدوات إستثمار أخرى للإستثمار، حيث تتوفر على أسواق أولية وأسواق ثانوية وأحياناً ثالثة ورابعة حتى توفر مرونة أكبر للتداول وزيادة سيولتها؛

■ تكاليف المتاجرة بها منخفضة فأغلب الصفقات تتم بواسطة الهاتف أو أية وسيلة إتصال فعالة، كما أنها لا تحتاج إلى كلفة تخزين أو صيانة لا تحتاج إلى خبرات ذاتية في المستثمر، إذ بإمكان لأي مستثمر دخول أسواقها بغض النظر عن إمكانياته الإجتماعية والثقافية وحتى المادية، نظراً لوجود المتخصصين من الوسطاء لتقديم الخدمات الإستثمارية.

مقابل هذه المزايا هناك عيوب إلا أن محدوديتها تجعل المزايا ذات تفضيل على العيوب، ومع ذلك فإن أهم عيوبها هي إنخفاض درجة الأمان في بعض منها، وتعرضها إلى مخاطر إنخفاض القوة الشرائية خاصة ذات الدخل الثابت.

### 9. مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية:

يتعرض المستثمرون في الأوراق المالية إلى العديد من المخاطر والتي تتفاوت درجة خطورتها من مستثمر لآخر، وكذلك نتائجها ومن هذه المخاطر ما يلي:

1.9. مخاطر الأسهم: تتعرض الأسهم الخاصة بالمستثمر للعديد من المخاطر والتي منها: مخاطر الصناعة والسوق والإفلاس والرفع التشغيلي، والتي من الممكن من خلال هذه المخاطر أن تؤثر بدورها على السندات.

2.9. مخاطر السوق: تتمثل مخاطر السوق في عدم الثبات في أسعار الأوراق المالية، وعدم الثبات هذا ناتج لإستجابة أحداث خارجية.

3.9. مخاطر الإدارة: وهي تنحصر دائماً في الأخطاء التي يقوم بارتكابها المدراء، والنتيجة عن إسناد الإدارة لمن هو ليس أهل لها، والتي بدور هذه الأخطاء التأثير على مكاسب الشركة.

4.9. مخاطر التضخم: إن التضخم يحدث حالة من تدهور في الشراء مما يجعل من العوائد التي تأتي في المستقبل غير كافية.

<sup>7</sup>- فيصل محمود الشواربة: "الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 88.

5.9. مخاطر سعر الفائدة: إن تغيّر أسعار الفائدة والتي تنتج تبعاً لمعدلات التضخم السائدة، وكذلك وفقاً لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية، من أشدّ المخاطر التي تواجه المستثمر في الأوراق المالية.

### 10. الحدّ من مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية:

نتيجة لتعرضهم للعديد من المخاطر يلجأ المستثمرون إلى إيجاد أساليب للحدّ من هذه المخاطر، ومن الأساليب التي تحدّ من المخاطر ما يلي:

1.10. التنوع: لكي يكون المستثمر المحافظ الاستثمارية لابد أن يتبع سياسة التنوع والتي تمكن المستثمر أن يختار من أشكال مختلفة من الأوراق المالية وذلك بهدف تخفيض المخاطرة، ومن الأسس التي يخضع لها التنوع، تنوع جهة الإصدار والتي تعني توزيع الاستثمارات على أكثر من ورقة مالية صادرة من أكثر من شركة وعدم الاعتماد على ورقة مالية واحدة.

2.10. إدارة المخاطر من خلال حقوق الاختيار: حقوق الاختيار هي أداة استثمار حديثة من خلالها يمكن للمستثمر الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وخاصة التغيرات التي تحدث في أسعار الأوراق المالية، وللحد من هذه التغيرات يتم استخدام استراتيجية التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء.

خلاصة:

يرتبط عنصرا العائد والمخاطر معا في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطر والعكس صحيح، وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين تجاه المخاطر فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد وال مخاطر ، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له:

- تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر.
- أو تحقيق أقل مخاطر عند مستوى ثابت من العائد.

تمهيد:

لقد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمرة لفكرة آدم سميث المتجلية في النظرية التي تقوم على مبدأ تخصص وتقسيم العمل بما يكفل زيادة الكفاءة الإنتاجية للعمل، وبالشكل الذي يساعد على زيادة سعة السوق وكبر حجمها، كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، للشروع في تبني المشاريع التي يتم تمويلها عن طريق سوق الأوراق المالية.

### 1. تعريف الأسواق المالية:

تزايد الإهتمام في الأونة الأخيرة بالأسواق المالية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي إقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الإستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية.

1. تعريف السوق المالية: لقد وردت العديد من التعاريف للأسواق المالية يمكن ذكر البعض منها:

1.1. التعريف الأول: يرى بأن السوق المالية هي: "مكان إلتقاء عرض الأموال (مدخرين) بالطلب عليها (مستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى إستثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال"<sup>1</sup>.

2.1. التعريف الثاني: يعرفها البعض الأخر على أنها: "السوق المالية وسيلة جمع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة إستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر"<sup>2</sup>.

من خلال التعريفين السابقين يمكن القول بأن السوق المالية وسيلة ميكانيكية تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الإقتصادية من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.

### 2. تقسيمات السوق المالية:

تنقسم السوق المالية تبعا لمعيار أجال إستحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها إلى سوقين رئيسيين

هما:

1.2. السوق النقدية: هناك من يعطيها تعريفا أكثر شمولا من خلال أنها: "الميكانيكية التي يتم بموجها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن سنة، ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائضه المالية) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما"<sup>3</sup>، فمن خلال التعاريف السابقة

نستنتج بأن السوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، فهذه السوق غير مشروطة بوجود مكان معين مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى.

2.2. سوق رأس المال: يمكن تعريف سوق رأس المال بأنها: "تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات -والقروض العقارية، وازدادت أهمية هذه السوق في السنوات الأخيرة

<sup>1</sup>-صلاح السيد جودة: "بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 20.

<sup>2</sup>-زينب حسين عوض الله: "إقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1994، ص: 187.

<sup>3</sup>-مأمون إبراهيم السيد: "أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانات تطويرها والربط فيما بينها"، سلسلة الدراسات الإستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، الكويت، 1988، ص: 09.

لما تساهم به في عملية التنمية"<sup>4</sup>، كما يمكن أن نعرفها أيضا بأنها: "السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأصول تمثل سند ملكية كأسهم أو سند مديونية كالسندات، وهذه الأصول تمثل عقود تصدر عن شركات الأعمال أو الحكومات"<sup>5</sup>.

وعليه يمكن القول بأنها تلك السوق التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال لمدة تزيد عن سنة، سواء من خلال الاقتراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية، ويمكن تقسيم هذا السوق إلى:

1.2.2. أسواق حاضرة: وهي التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند تمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها<sup>6</sup>، وتنقسم السوق الحاضرة إلى قسمين:

أ. السوق الأولية (سوق الإصدار): يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق "التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل"<sup>7</sup>، وتعرف أيضا السوق الأولية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، فهي أداة يمكن من خلالها لكل مستثمر (سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا) تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات الدرجة الثانية أو المجمدة - أسهم وسندات - يمكن من خلالها تحقيق عائد.

في غالب الأحيان هذه السوق تتكون من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكيري أو بنك الاستثمار مثل: بنك مارلنش سالومون ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تهتم بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزعم إصدارها، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية.

ب- السوق الثانوية: وتدعى كذلك سوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس الشركات كما حدث في السوق الأولية، ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:

ب.1. السوق المنظمة: وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة دوريا والمنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، تعرف أيضا هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين:

✓ السوق المنظمة المركزية: هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق، بينما السوق

<sup>4</sup>-عبد المنعم مبارك، محمود يونس: "إقتصاديات النقود والصرافة والتجارة الدولية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1996، ص: 100.

<sup>5</sup>-أنطوان الناشف، خليل الهندي: "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب والطباعة، لبنان، الطبعة الثانية، 2000، ص: 31.

<sup>6</sup>-عبد النافع زراري، فرج غازي: "الاسواق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص: 44.

<sup>7</sup>-مروان عطون: "الأسواق النقدية والمالية: البورصة ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1996، ص: 16.

المنظمة المحلية هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه.

✓ **السوق الغير منظمة:** سوق الغير منظمة هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك، والتي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول في هذه السوق، في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة، ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها<sup>8</sup>.

ج. **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق الغير منظمة 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 المنظمة.

د. **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم<sup>9</sup>.

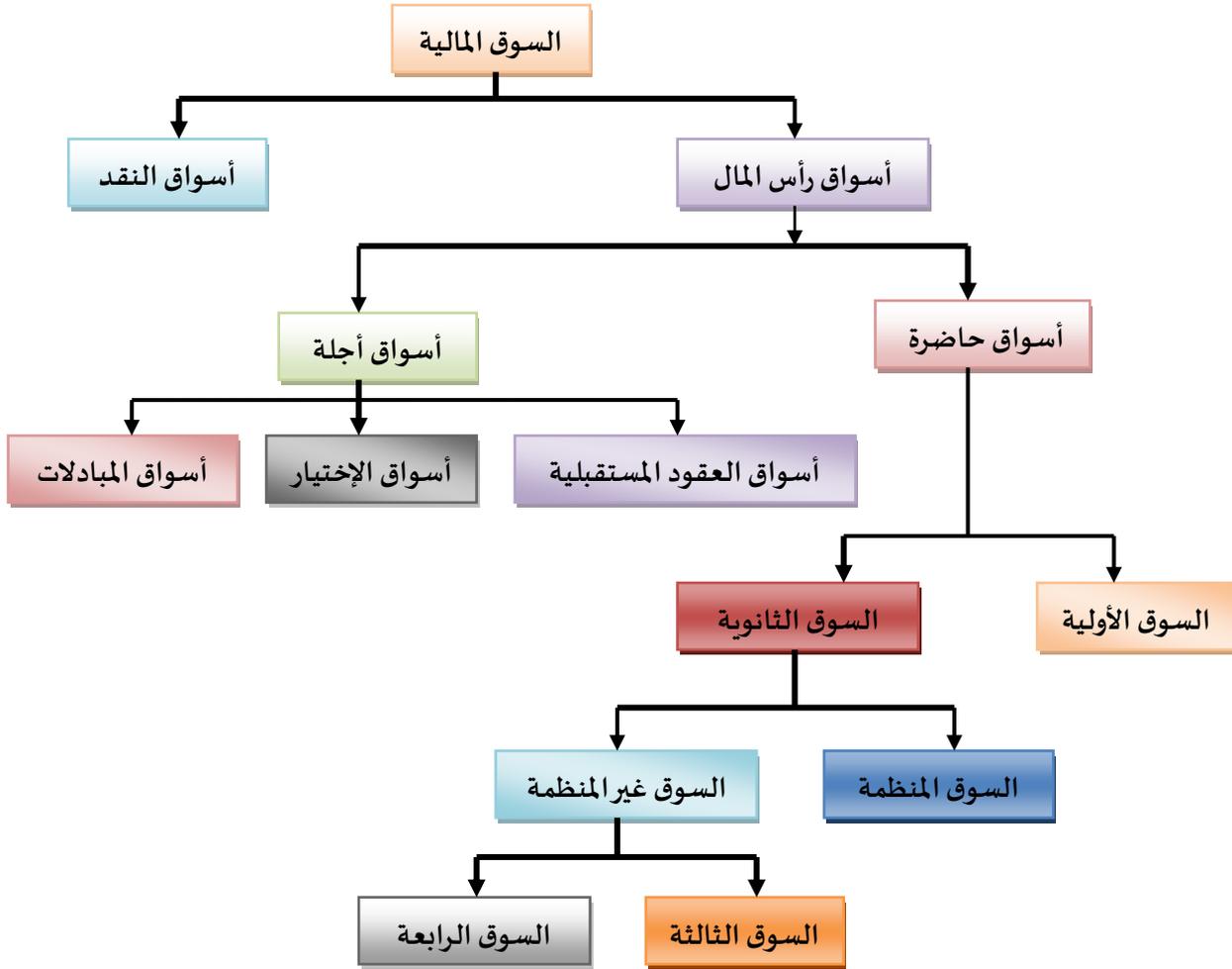
2.2.2. **السوق الآجلة:** تتعامل أيضا هذه السوق بالأسهم والسندات ولكن هناك اختلاف بسيط هو أن العقود المبرمة يتم تنفيذها في آجالا لاحقة، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق. والهدف من وجود هذه السوق يكمن في توفير الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار، وهذا ما يشجع المستثمرين على الإقبال على الاستثمار<sup>10</sup>. وتتكون هذه السوق من أسواق الخيارات وأسواق العقود المستقبلية وأسواق المبادلات التي تتعامل بصرف العملات. وخالصة لما سبق يمكن تلخيص أشكال الأسواق المالية في الشكل التالي:

<sup>8</sup>-محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام: "المؤسسات المالية: البورصة والبنوك"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص:56.

<sup>9</sup>-أحمد سعيد عبد اللطيف: "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص:11.

<sup>10</sup>-عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: "أسواق المال"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص:238.

شكل رقم (07): أنواع الأسواق المالية



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد: "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"،  
الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 24.

### 3. مفهوم المحفظة الإستثمارية:

هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد المستثمر من الأسهم والسندات، الهدف من إمتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال. وتخضع المحفظة الإستثمارية في الأسهم والسندات لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، كذلك الحال بالنسبة لشهادات الإيداع والودائع الإستثمارية في الأسهم والسندات فإنها تعتبر جزءا من المحفظة الإستثمارية، وهكذا فإن تكوين المحافظ الإستثمارية في الأسهم والسندات يعتمد على فلسفة الفرد نفسه ومدى إستعداده لتقبل المخاطرة، وكذلك إحتياجاته الخاصة فيما إذا كان يهدف بالدرجة الأولى إلى الحصول على تدفق نقدي ثابت وبشكل دوري شهري أو ثلاثي أو سداسي أو سنوي إلى تعظيم الأرباح.

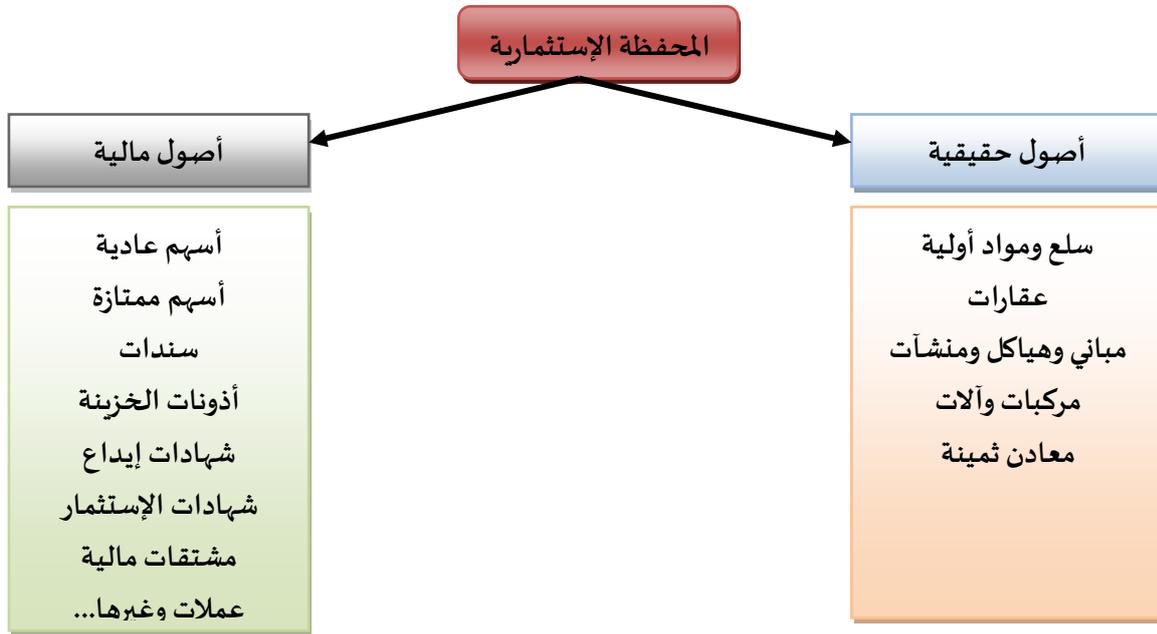
## الوحدة التعليمية الخامسة: إدارة المخاطر الإستثمارية في الأسواق المالية

ولكي يقوم المستثمر ببناء المحفظة الإستثمارية في الأسهم والسندات التي تتلائم مع فلسفته واحتياجاته، فإنه لا بد أن يحدد أولاً أهدافه الإستثمارية في الأسهم والسندات؛ فهدف تحقيق عوائد أكبر مع درجة أدنى من المخاطرة هو هدف ينطوي على عنصرين متعارضين<sup>11</sup>: العائد والمخاطرة، ففي النظرية الإستثمارية في الورقتين الماليتين السابقتين تكمن في أنه كلما إزدادت فرص الكسب إرتفعت درجة المخاطرة ومن هنا لا بد من تحقيق التوازن بين الإثنين.

وتعرف المحفظة بأنها: "مجموعة أو تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل: العقارات والذهب أو مالية مثل الأسهم والسندات أو مزيج من النوعين من الأصول، يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنوع مكوناتها".

كما تعرف المحفظة الإستثمارية بأنها: "توليفة أو مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية الأخرى أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء كانت هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر والتي تتلائم مع رغبة المستثمر سواء أكان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد".

شكل رقم (08): نموذج المحفظة الإستثمارية



المصدر: نعمان محصول، نور الدين محرز: "تقييم الإستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات-العدد الإقتصادي، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018، ص: 57.

<sup>11</sup>-سيد سالم عرفة: "إدارة المخاطر الإستثمارية"، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 73-81.

### 4. أهمية وأهداف المحافظ الاستثمارية:

#### 1.4. أهمية المحافظ الإستثمارية: جاءت أهمية المحفظة الاستثمارية نتيجة للعوامل التالية:

- ✓ توفير فوائض مالية لدى مختلف القطاعات أو المؤسسات سواء كانت صناعية أو خدمية، أفراد أو شركات أو مؤسسات مالية؛
- ✓ توسيع نشاط المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت الخبرة، وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية إلى المستثمرين، إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة؛
- ✓ اهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة أي العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلال الأمثل بغرض تحقيق الربح، حتى وإن كان الاستثمار في نشاط مختلف عن نشاط الشركة المولدة للأموال؛

#### 2.4. أهداف المحافظ الإستثمارية: ومن أهم أهداف المحافظ الاستثمارية نذكر:

- تحقيق أقصى ربح ممكن على رأسمال المحفظة؛
- توفير السيولة بالوقت المناسب من خلال اختيار أدوات إستثمارية لها القابلية على التحويل إلى نقد بدون خسارة مع ضرورة أن تكون هذه الأدوات سهلة التداول والتحويل إلى نقد؛
- استمرارية التدفقات النقدية إلى المحفظة، وبمعنى الحصول على دخل جاري للمحفظة، وبالتالي حصول المستثمرين على إيرادات جارية ناجمة عن إستثماراتهم المالية؛
- التنوع ويعني تنوع الأدوات الاستثمارية وتحديد الأهمية النسبية لكل أداة في رأسمال المحفظة، وبما يحقق أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة أي الحصول على أكبر عائد بأقل درجة خطر.

#### 5. أنواع المحافظ الإستثمارية: تنقسم إلى عدة أنواع أبرزها مايلي:

1.5. محافظ العائد: يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا الأساس فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر قدر الإمكان.

2.5. محافظ الربح: وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من إرتفاع في أسعار السهم أو إرتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد إستثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة، أو صناديق الدخل والنمو معا وهي تلي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري.

إن شراء الأسهم التي ينتظر منها نمو عال ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الإستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة وواضحة، حيث أن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها السوق بشكل عام، لذلك فإن إختيار هذه الأسهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

3.5. محافظ الربح والعائد: هي المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد والبعض الآخر بتحقيق الربح، وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ، ومهما يكن نوعها فهي تشترك في عدة أهداف أبرزها: المحافظة على رأس المال الأصلي لأنه أساسي لاستمرار المستثمر في السوق، واستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة الإستثمارية في الأسهم والسندات التي تشكل لتلبية هذه الحاجات.

والنمو في رأس المال والتنوع في الإستثمار يهدف إلى التقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر مع القابلية للسيولة والتسويق، وهذا يعني أن تكون الأصول المالية - الأسهم والسندات - من النوع الذي يمكن بيعه في السوق في أي وقت.

### 6. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لورقة مالية واحدة:

يراعي المستثمر في الورقة المالية عاملين أساسيين هما العائد والمخاطرة وذلك لتعظيم قيمة الورقة المالية، وكل قرار مالي ينطوي عليه عائد وخطر معين لهما خصائص معينة، والإرتباط المميز لهذه الخصائص له أثر على قيمة السهم ويمكن النظر إلى لخطر إما أنه مرتبط بأصل واحد أو بمحفظة (مجموعة من الأصول).

### 1.6. تعريف العائد:

أ. التعريف الأول: يعرف على أنه: " هو التعويض النقدي الذي يتلقاه المستثمر مقابل إستثمار أمواله في شكل من أشكال الإستثمار المتاحة، ويعتبر العائد الهدف الإسي لأي مستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة أو صندوقا إستثماريا<sup>12</sup>.

ب. التعريف الثاني: كما يعرف على أنه: " النسبة المئوية لما يدره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط لأي سهم فهو العائد الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل"<sup>13</sup>.

ج. التعريف الثالث: يعرف كذلك على أنه: " بمثابة الهدف الأساسي لأي مستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة أو صندوق إستثماري، ويكون العائد مضمونا كعائد السندات وأذونات الخزينة من قبل السلطات العمومية، أو غير مضمون بالنسبة لبعض الإستثمارات الأخرى مثل: الأسهم، لذلك فالعائد هو

<sup>12</sup>-بويكر نفيسة: "إختيار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية 2008-2010"، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة ورقلة، ورقلة، الجزائر، ص: 10-11.

<sup>13</sup>-حسين عمر: "الموسوعة الإقتصادية"، دار الفكر العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الرابعة، 1992، ص: 11.

## الوحدة التعليمية الخامسة: إدارة المخاطر الإستثمارية في الأسواق المالية

التدفق النقدي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، ويتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الإستثمار في بداية الفترة<sup>14</sup>.

2.6. قياس العائد: يتم قياسه باستخدام أحد الطرق الآتية<sup>15</sup>:

أ. المعدل أو المتوسط الحسابي: وهو عبارة عن مجموع العوائد مقسومة على عدد الفترات أي:

$$Ri = \sum \frac{Ri}{n}$$

ب. المعدل أو المتوسط الهندسي: وهو قياس العائد خلال الفترة المراد قياسها مع عدم تجاهل تركيب الفوائد، ويمكن قياسه عن طريق المعادلة التالية:

$$GA = [(1 + R1) \times (1 + R2) \times \dots \times (1 + Rn)]^{1/n} - 1$$

GA: الوسط الهندسي؛

R1, R2, R3...Rn: يعبر عن العائد في الفترة الأولى والثانية... الخ.

كما يعبر عنه وفق العلاقة التالية<sup>16</sup>:

العائد على الإستثمار = الربح الصافي ÷ مجموع الأموال مستثمرة

3.6. أنواع العوائد:

أ. العائد الفعلي – المتحقق -: وهو العائد الذي يحققه المستثمر جراء إقتناؤه أو بيعه لأداة الإستثمار، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً بينهما، ويطلق عليه بـ "العائد التاريخي"، وهو نسبة صافي الدخل الناجم عن الإستثمار إلى مجموع الأموال المستثمرة، والتي نتج عنها ذلك الدخل الصافي، ويتكون من جزئين هما:

✓ معدل العائد الرأسمالي: وهو الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه مقسوماً على سعر السهم

وفقاً للمعادلة التالية:

$$\frac{p1 - p0}{p0} = \text{معدل العائد الرأسمالي}$$

حيث أن:

P1: سعر بيع السهم .

P0: سعر شراء السهم.

✓ معجل العائد الدوري أو الإعتيادي: وهو عبارة عن عائد مقسوم من الأرباح الموزعة لذلك

السهم مقسوماً على سعر الشراء.

$$\frac{D}{P0} = \text{معدل العائد الدوري}$$

<sup>14</sup>-فايز سليم حداد: "الإدارة المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص: 128.

<sup>15</sup>-طارق عبد العال حماد: "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 20.

<sup>16</sup>-أمين أحمد السيد لطفي: "التحليل المالي لأغراض التقييم ومراجعة الأداء والإستثمار في البورصة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005،

ص: 10.

حيث أن:

**D:** هي مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم.

**ب.العائد المتوقع:** هو الإحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوعه فيتم تقديره عن طريق نسب إحتمالية، وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي أصدرته المؤسسة الإستثمارية في ورقة مالية معينة، وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع إحتمالي بمعدلات عائد محتملة، ولنفترض أن:

$V_t$ : القيمة السوقية للأصل في الزمن  $(t)$

$V_{t-1}$ : القيمة السوقية للأصل في الزمن  $(t-1)$

على أن نقارن مجموع هذه العوائد بسعر الأصل في بداية الفترة  $(t-1)$  أي بالسعر  $(V_{t-1})$

وعليه تكون المعادلة كما يلي:

$$R_{it} = (V_{it} - V_{it-1}) + D_{it} \div V_{it-1}$$

**ج.العائد المطلوب:** هو ذلك العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله

الحالية، وعادة ما يكون هذا العائد ملائماً لمستوى المخاطر المقابلة له أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الإستثمار، ويحسب كما يلي<sup>17</sup>:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + (معدل عائد محفظة السوق المالية - معدل العائد الخالي من المخاطرة) x معامل بيتا

من المعادلة السابقة يتبين بأن حسابه يتطلب تقدير ثلاثة متغيرات أساسية وهي:

- ✓ معدل العائد الخالي من المخاطرة  $RF$ : هو سعر الفائدة على الإستثمارات الحكومية قصيرة الأجل والأكثر شيوعاً منها حوالات الخزينة فتتعدم المخاطرة لهذا النوع من الإستثمارات، إذ يتساوى معدل العائد المتحقق لهذه الإستثمارات مع العائد المتوقع؛
- ✓ معدل عائد محفظة السوق  $ERM$ : وهو المعدل أو المتوسط لمعدلات العائد المتحقق للأسهم في السوق المالية، موزوناً بقيمتها السوقية أو الدفترية.

- ✓ معامل بيتا للسهم  $BETA$ : يعد هذا المؤشر واحداً من أهم المؤشرات المالية على صعيد الإستثمار بالأسهم، ويحسب معامل بيتا من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المتحققة وعوائد محفظة السوق.

#### 4.6. قياس المخاطر للورقة المالية الواحدة:

توجد مجموعة من الأدوات لقياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الاهتمام، أو قياس درجة حساسيته إتجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، ومن أهم هذه الأدوات:

<sup>17</sup>-محمد إبراهيم العامري: "مرجع سبق ذكره" ص: 365.

أ. المدى: يتشمل المدى في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الإهتمام، ويمكن إستخدام المدى كمؤشر للقياس والحكم على المستوى النسبي للخطر، فكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على إرتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي محل الإستثمار.

ب. التوزيعات الإحتمالية: تعتبر أداة كمية أكثر تفصيلا من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك الورقة المالية وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الإحتمالي لهذه القيم واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من المفاضلة فيما بينها، فكلما كان التوزيع الإحتمالي أكثر إتساعا نحو الطرفين كان ذلك مؤشرا على إرتفاع مستوى الخطر.

ج. الإنحراف المعياري: يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية إستخداما كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للورقة المالية، وهو يقيس درجة تشتت قيم الورقة موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، أي الإنحراف المعياري مدى إنحراف القيم عن وسطها الحسابي حيث يأخذ في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذا إحتمال حدوثها، ويعتبر مقياس كمي مطلق للمخاطر التي ينطوي عليها الإقتراح الإستثماري، ويتم حسابه بإيجاد الجذر التربيعي لمجموعة مربعات إنحراف القيم عن وسطها الحسابي، فكلما زادت قيمة الإنحراف المعياري دل ذلك على إرتفاع مستوى الخطر، وذلك وفق للمعادلة الآتية:

$$\sigma = \sqrt{\sum pi(ri-r)^2}$$

حيث أن:

$\sigma$ : يمثل الإنحراف المعياري.

$ri$ : العائد المتوقع  $i$

$r$ : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة؛

$Pi$ : إحتمال تحقق العائد المتوقع.

د. معامل الإختلاف:

يعتبر معامل الإختلاف أداة لقياس المخاطر لكل وحدة من وحدات العائد محسوبة على أساس الإنحراف المعياري مقسومة على العائد المتوقع، وهو يوفر أساسا أكثر منطقية للمقارنة بين المشاريع لإختيار أفضلها، معنى أنه كلما إرتفع معامل الإختلاف زادت المخاطرة، ويقاس وفقا للعلاقة التالية<sup>18</sup>:

$$Cv = \frac{\delta}{E(ri)}$$

حيث أن:

$Cv$ : معامل الإختلاف؛

$\delta$ : الإنحراف المعياري؛

<sup>18</sup>-علي عباس: "الإدارة المالية"، دار إثناء للنشر والتوزيع، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، الطبعة الأولى، 2008، ص:153.

$E(ri)$  : يمثل المتوسط الحسابي (معدل العوائد).

هـ.معامل  $BETA$  للورقة المالية:

يستخدم معامل  $BETA$  للتعبير عن مدى حساسية أو كيفية إستجابة عائد السهم إلى المخاطر النظامية، كما يعتبر معامل  $BETA$  مقياس إحصائي يقيس المخاطر النظامية للورقة المالية الواحدة أو مجموعة من الأوراق المالية (محفظة مالية)، أي يقيس حساسية عائد الورقة المالية إتجاه عائد محفظة السوق، وهذا يعني إذا إرتفع مؤشر السوق عند قطاع معين بنسبة 1 %، فإن سعر السهم سوف يرتفع بنفس المقدار، والذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$B = \frac{cov(ri, rm)}{\delta^2 rm}$$

حيث أن:

$Cov(ri, rm)$ : معامل الإختلاف المشترك لمتوسط عائد السهم ومتوسط عائد محفظة السوق؛

$\sigma^2 rm$ : التباين المشترك بين عائد السهم و عائد محفظة السوق؛

يفسر المعامل  $i$  بالنسبة لمعامل بيتا  $B$  للسوق والذي يساوي 1 ما يلي:

✓ إذا كان  $B > 1$  : هذا يعني أن عائد الورقة يتقلب أكثر من تقلب عائد محفظة السوق وهي إستجابة قوية؛

✓ إذا كان  $B < 1$  : هذا يعني أن عائد الورقة يتقلب أكثر من تقلب عائد محفظة السوق وهي إستجابة ضعيفة؛

✓ إذا كان  $B = 1$  : هذا يعني أن خطر الورقة المالية وخطر محفظة السوق متساويين، ويسمى إستثمار حيادي وهي إستجابة تامة<sup>19</sup>.

تقدير معامل  $B$  يسمح بتقدير المخاطر النظامية<sup>20</sup>:

$$\text{المخاطر النظامية} = B\sigma M^2$$

7. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظة الأوراق المالية<sup>21</sup>:

1.7. نظرية المحفظة الحديثة:

<sup>19</sup>-محمد عبد الحميد عطية:"الإستثمار في البورصة"، دار التعلم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011، ص:432.

<sup>20</sup> - Leutenngger, M-A. : « Gestion de portefeuille et théorie des marches financiers »,Economica , 3e édition France, P :125.

<sup>21</sup>- خالد وهيب الراوي:" إدارة المخاطر المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص:394.

تعني نظرية المحفظة بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين، من حيث كيفية الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار في الأصول المالية أو المادية، تصف هذه النظرية المستثمر بالرشد في ممارسة عملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات، فالمستثمر الرشيد هو المتجنب للمخاطرة، فتقوده إلى الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعد العائد عند درجة معينة من المخاطرة، أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد وتستند نظرية المحفظة إلى الافتراضات الآتية:

✚ تجنب المستثمرين للمخاطرة، وبهذا فإن المستثمر رشيد؛

✚ تماثل توقعات المستثمرين بخصوص العائد والمخاطر؛

✚ تماثل فترة الاحتفاظ للمستثمرين؛

✚ إمكانية تجزئة الاستثمارات؛

✚ إمكانية الإقراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة.<sup>22</sup>

### 2.7. نظرية هاري ماركويتز:

يعد هاري ماركويتز (*Harry Markowitz*) من أسس مبادئ نظرية المحفظة سنة 1952، ويدور جوهر هذه النظرية حول أثر التنوع المدروس في تخفيض مخاطر المحفظة، وقد قدم نظرية المحفظة الكفاءة، وهي المحفظة التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد، أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة، حيث أدت هذه النظرية دورًا مهمًا في تفسير العلاقة بين المخاطرة والعائد، وبموجب هذه النظرية ليس المهم ارتفاع أو انخفاض العائد من أصل معين بل المهم هو العائد من المحفظة ومخاطرتها. وعلى افتراض غياب معدل العائد الخالي من المخاطرة طور ماركويتز المجموعة الكفاءة أو الحد الكفوء، فقد أوضح بأنه بعدد محدود من الأصول يمكن بناء عدد من المحافظ الاستثمارية، إلا أن اهتمام المستثمرين ينبغي أن ينصب على مجموعة محددة من المحافظ الكفاءة التي تشكل منحى الحد الكفوء.

### 3.7. إسهامات توبين بالنظرية:

تمثل تطوير جامس سي توبين (*James c. Tobin*) لنظرية المحفظة بالعائد الخالي من المخاطرة، لقد تغيرت مشكلة اختيار المحفظة الكفوءة عندما طرح تونين الافتراض الجديد وهو إمكانية المستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة ( $R_f$ ). وهو معدل عائد لا يحمل أية حالة عدم تأكد، وبالتالي فإن مخاطرته تساوي صفر، وعليه فإن شكل الحد الكفو أصبح شكل خط مستقيم يمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة على محور معدل العائد ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفو لماركويتز. إن وجود إمكانية للإستثمار في أصل خالي من المخاطرة، قد أدى إلى بروز خط سوق رأس المال (*CML*)، وأن نقاط هذا الخط أفضل من نقاط المنحنى الكفو لماركويتز (باستثناء نقطة التماس) لأنها توفر فرص أفضل للمستثمر من حيث العائد والمخاطرة، أما نقطة التماس فهي تمثل محفظة السوق وهي تبين درجة المخاطرة والعائد الذي يحدده السوق بصرف النظر عن توافر فرص الإقراض والاقتراض في السوق.

### 4.7. إمتداد النظرية-نموذج شارب:

مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي إقترحه وليم أف شارب (*William F. Sharpe*) إسهامًا كبيرًا في تطوير النظرية، وهو يعرف بأنه نظرية للموازنة بين المخاطرة والعائد، وتبرز أهمية هذا النموذج من أنه يجمع سوية ما بين المخاطرة والعائد في آن واحد، حيث قدم الأساس الكمي لقياس المخاطرة.

### 8. عائد ومخاطرة المحفظة الإستثمارية:

### 1.8. معدل العائد المتوقع للمحفظة الإستثمارية:

لقياس العائد المتوقع لمحفظة إستثمارية يقتضي توفر معلومات عن متغيرين رئيسيين:<sup>23</sup>

➤ المتغير الأول: وزن المحفظة وهي نسبة مساهمة كل أصل في القيمة الكلية للمحفظة وتحسب وفقا

للعلاقة التالية:

$$W_i = \frac{\text{الثروة المنفقة على الأصل } i}{\text{المجموع الكلي للثروة}}$$

➤ المتغير الثاني: عائد كل أصل يدخل في تكوين المحفظة، ويتم قياسه على أساس توقعات تحقق ذلك

العائد وفقا للتوزيع الاحتمالي وفي ظل الحالة الاقتصادية أو ظروف السوق.

<sup>23</sup>- خالد وهيب الراوي: "مرجع سبق ذكره"، ص: 396.

## الوحدة التعليمية الخامسة: إدارة المخاطر الإستثمارية في الأسواق المالية

وعليه فإن عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية، ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$R_{P_i} = w_1R_1 + w_2R_2 + \dots + w_nR_n$$
$$R_{P_i} = \sum_{i=1}^n w_iR_i$$

حيث أن:

$R_P$ : معدل العائد المتوقع للمحفظة.

$w_i$ : الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة منسوبًا إلى القيمة الكلية لأصول المحفظة.

$R_i$ : العائد المتوقع لكل أصل من أصول المحفظة.

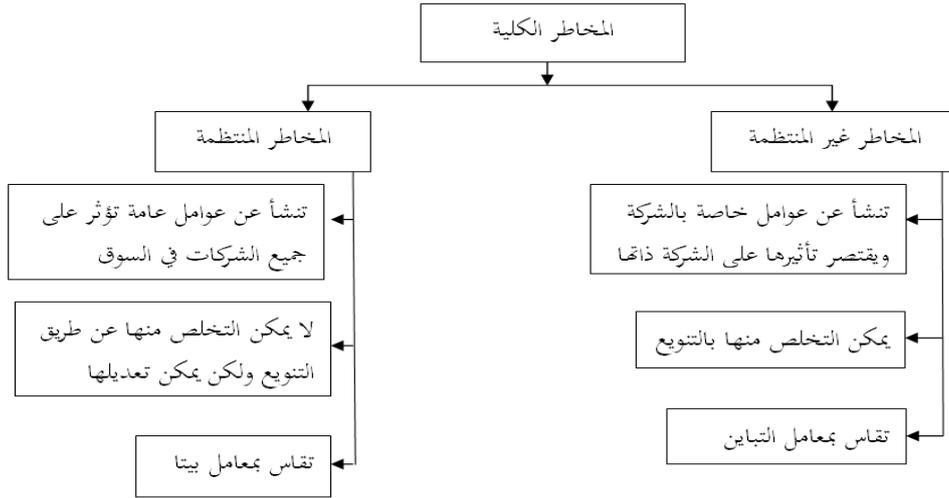
$N$ : عدد الاصول في المحفظة.

$I$ : ترتيب أصول المحفظة (1, 2, 3, ..., n).

### 2.8. مخاطر المحفظة الإستثمارية:

تحدد نظرية المحفظة مجموعة العائد والمخاطرة التي تحقق أعلى عائد بمستوى معين من المخاطرة، ولما كانت المخاطرة ترتبط بعدم التأكد فيما إذا كان العائد المتحقق سوف يكون مساويًا للعائد المتوقع أم لا، لذا فقياس التغير في العوائد يكون من خلال إستخدام الانحراف المعياري وهو يعتبر مقياسًا للمخاطر الكلية، بينما يقاس التقلب في العوائد بما يعرف بمعامل بيتا - $BETA$ - وهو مقياس للمخاطر النظامية، وتعرض المحفظة لمخاطر قد تكون منتظمة والغير منتظمة كما تم الإشارة إليها في الفصل السابق. الشكل الموالي يوضح لنا المخاطر الكلية التي تتعرض لها المحفظة المالية.

الشكل رقم (09): المخاطر الكلية للمحفظة الإستثمارية



المصدر: خالد وهيب الراوي: "مرجع سبق ذكره"، ص 396.

لغرض قياس مخاطرة المحفظة يتطلب معرفة مخاطر كل أصل في المحفظة وعوائدهم والوزن

النسبي لمساهمة كل أصل في رأسمال المحفظة، ويمكن استخدام المعادلة التالية لهذا الغرض:<sup>24</sup>

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j R_{ij}}$$

حيث أن:

$\sigma_P$ : الانحراف المعياري للمحفظة.

$w_i, w_j$ : الاوزان النسبية.

$\sigma_i^2, \sigma_j^2$ : تباين عوائد الأصلين  $i$  و  $j$ .

$\sigma_i \sigma_j$ : الانحراف المعياري للأصلين  $i$  و  $j$ .

$R_{ij}$ : معمل الارتباط بين الأصلين  $i$  و  $j$ .

3.8. المحفظة المثلى:

يقدم نموذج ماركويتز للمستثمر الذي يتجنب المخاطر بناء محفظة متنوعة تعظم رغبة ذلك

المستثمر بتعظيم عوائد المحفظة لمستوى مخاطر معينة. وكما ذكرنا سابقاً فإن المحفظة المثلى هي تلك

المحفظة التي تعظم العائد لمستوى معين من المخاطرة أو تقلل المخاطر لمستوى معين من العائد.

كما يعرف الحد الكفاء بأنه أفضل مجموعة محافظ متاحة للمستثمرين تعطى للمستثمر عائداً

أعلى لمقدار معين من المخاطر باعتبارها تمثل محافظ كفاءة(مثلى). بينما أية محفظة أخرى تقدم عائداً

أقل لنفس مستوى المخاطر فإنها تعتبر محفظة غير مثلى، وبالتالي سوف تقع هذه المحفظة تحت الحد الكفؤ.

إن إستعداد المستثمر لتحمل مستوى معين من المخاطر يمكن توضيحه بواسطة منحنيات السواء، حيث يمثل كل منحني سواء مستوى مختلف لرغبة المستثمر لمجموعة العائد والمخاطرة، وعليه فإن منحنيات السواء على الحد الكفؤ هي التي تحدد المحفظة المثلى للمستثمر.

### 9. التنوع في المحافظ الاستثمارية:

يقصد بالتنوع في المحفظة تجزأت المبلغ المراد استثماره على عدد معين من الأصول بشكل يسمح بتقليل المخاطر بمعنى آخر البحث عن تركيبة للأصول المالية تسمح بالحصول على أدنى مستوى للمخاطر مقارنة بمخاطر الاستثمار في أصل مالي واحد<sup>25</sup>.

إن مبدأ التنوع ينص بأن توزيع الاستثمار على العديد من الأصول سوف يزيل بعض المخاطرة والتي تسمى (بالمخاطر القابلة للتنوع)، وهي ذلك الجزء الذي يمكن إزالته بواسطة التنوع، أما الجزء المتبقي من المخاطر الكلي هو ذلك المستوى الذي لا يمكن إزالته ببساطة عبر التنوع وهو ما يسمى بالمخاطر الغير قابلة للتنوع.

وعليه فإنه لا بد من الاختيار الدقيق للأصول الاستثمارية التي تتشكل منها المحفظة، من خلال الربط بين حركة العائد والمخاطر لهذه الأصول، وهو ما يعرف بتنوع ماركويتز، والابتعاد عن مبدأ التعدد وجمع الأصول بصورة عشوائية وهو ما يسمى بالتنوع الساذج<sup>1</sup>.

### 1.9. التنوع الساذج:

يقوم التنوع الساذج على مبدأ تعدد الأصول المكونة للمحفظة المالية، وبالرغم من أن هذا المبدأ من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة بسبب اختلاف المخاطر التي تتعرض لها الأصول، إلا أن هذا النوع من التنوع قد أفرز العديد من الصعوبات والسلبيات نذكر أهمها:

صعوبة إدارة المحفظة: حيث أن تعدد الأصول وتنوعها من حيث الشكل والمصدر يتطلب متابعة ومراقبة مستمرة من المتخصصين في جميع الأعمال، مما يرفع من تكلفة هذه العملية ويؤدي إلى تقليل العائد، وهو ما يجعل عملية التنوع غير مجدية؛

ارتفاع متوسط تكلفة الشراء: بسبب شراء عدد كبير من الأصول الاستثمارية مما يولد تكلفة خاصة بالعمولات المدفوعة على عقود الشراء؛

<sup>25-25</sup> خالد وهيب الراوي: "مرجع سبق ذكره"، ص: 397.

✚ اتخاذ قرارات غير سليمة: من خلال عدم إمكانية إدارة المحفظة بشكل جيد ويرجع ذلك إلى عدم وجود الخبرات التي تكون على دراية بكل القطاعات الإنتاجية ومختلف الأصول الاستثمارية التي يحتفظ بها داخل المحفظة؛

### 2.9. تنوع ماركويتز واستخدام معامل الارتباط:

ركز ماركويتز في شروط التنوع على أهمية معامل الارتباط بين الأصول كأساس في عملية التنوع، حيث تشمل معامل الارتباط العلاقة بين الاتجاهات الصعودية أو الهبوطية لعوائد الأصول الاستثمارية في المحفظة، فكلما كان هناك تنوع في المحفظة كلما أدى إلى تقليل المخاطر ولكن بطريقة نسبية وذلك حسب طبيعة الأصول الاستثمارية التي ستختار لتشكيل المحفظة ودرجة الارتباط بينهم.

✚ فإذا كان معامل الارتباط موجب بين أصلين مكونين لمحفظة مالية فإن الهدف من عملية التنوع هو تخفيض المخاطر وتقليل تأثيره، أي سيرتفع مستوى المخاطر وبذلك لا دور لعملية التنوع، أما عندما يكون معامل الارتباط سالب فسيكون تأثيره على تقليل المخاطر أكبر أي ستخفف المخاطر.

وفي ما يلي مختلف الحالات التي يأخذها معامل الارتباط بين أصلين ماليين مكونين لمحفظة مالية:

✚ في حالة معامل الارتباط يساوي الصفر ( $R = 0$ ) ← يعني أنه لا يوجد إرتباط بين الاصلين ومنه:

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2}$$

✚ في حالة معامل الارتباط تام وموجب ( $R = 1$ )

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j}$$

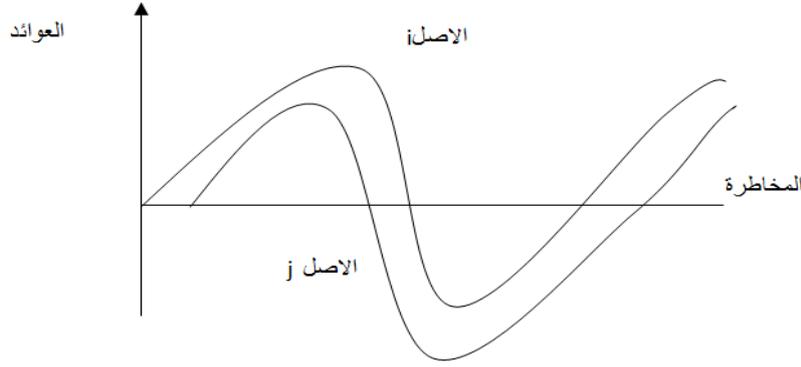
$$\sigma_P = \sqrt{(w_i \sigma_i + w_j \sigma_j)^2}$$

$$\sigma_P = w_i \sigma_i + w_j \sigma_j$$

وهو ما يدل على أن عائد الأصل **i** وعائد الأصل **j** يتغيران في نفس الاتجاه ولكن ليس بنفس

المستوى، الشكل الموالي يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة لأصلين ماليين في حالة ارتباط تام وموجب.

الشكل رقم (10): حالة ارتباط تام وموجب بين أصلين ماليين



المصدر: خالد وهيب الراوي: "مرجع سبق ذكره"، ص: 399.

معامل الارتباط سالب وتام ( $R = -1$ )

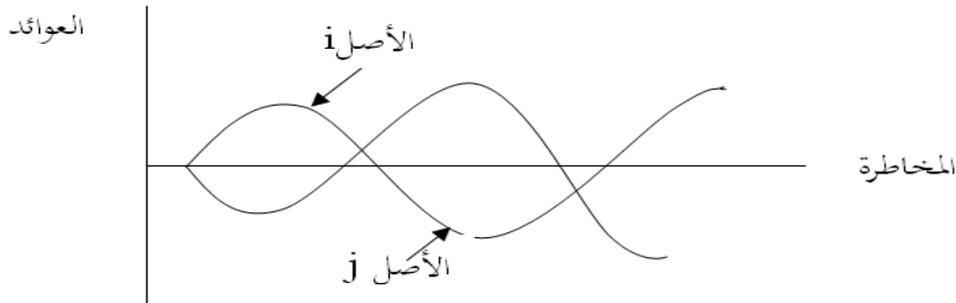
$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 - 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j}$$

$$\sigma_P = \sqrt{(w_i \sigma_i - w_j \sigma_j)^2}$$

$$\sigma_P = w_i \sigma_i - w_j \sigma_j$$

مما يدل على أن عوائد الأصلين يتغيران في اتجاه معاكس وليس بنفس المستوى. الشكل الموالي يوضح حالة الارتباط التام والسالب لأصلين ماليين.

الشكل رقم (11): حالة ارتباط تام وسالب بين أصلين ماليين



المصدر: خالد وهيب الراوي: "مرجع سبق ذكره"، ص: 400.

في حالة معامل الارتباط موجب غير تام:  $R \in ]0,1[$

هذا يعني أن عوائد الأصول تتغير في نفس الاتجاه لكن قوة العلاقة تقاس حسب قيمة  $R$ . كلما كان  $R$  أكبر من 0,5، كانت درجة الارتباط قوية، وكلما كانت أقل من 0,5، كانت درجة الارتباط تميل إلى الضعف ومنه:

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j R_{ij}}$$

في حالة معامل الارتباط سالب غير تام:

هذا يعني أن العلاقة عكسية بين عوائد الأصول، وتحدد قوة العلاقة وفق لقيمة  $R$  وتأخذ قيمته بالقيمة المطلقة ومنه:

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 - 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j R_{ij}}$$

10. مؤشرات تقييم أداء المحافظ الإستثمارية:

لقياس مدى إنشاء المحافظ المالية للقيمة هناك عدة مقاييس لذلك نذكر منها<sup>26</sup>: مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر جنسن، مؤشر فاما.

1.10. مؤشر شارب:

يعتمد هذا المؤشر على قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، بحيث يقيس المردودية الإضافية التي تحققها المحفظة نتيجة كل وحدة مخاطرة كلية وبحسب بالعلاقة التالية:<sup>27</sup>

$$I_{SH} = \frac{R_P - R_F}{\sigma_{R_P}}$$

حيث أن:

$R_P$ : يمثل معدل عائد المحفظة محل التقييم.

$R_F$ : معدل العائد الخالي من الخطر.

$\sigma_{R_P}$ : الانحراف المعياري لعائد المحفظة.

$I_{SH}$ : نسبة مؤشر المكافأة للتقلب في العائد، ويعكس أداء المحفظة المالية محل التقييم.

$R_P - R_F$ : العائد الإضافي للمحفظة أو علاوة الخطر.

تختلف الأوراق المالية من ناحية المخاطرة والمعبّر عنها بالانحراف المعياري لذلك لا بد من استخدام هذا المؤشر بحذر، حيث يشترط تجانس الأنواع للأوراق المالية للحكم بشكل صحيح ومنه القرار الناجح، وتجدر الإشارة أن نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع إلى قيود متماثلة، وما يعاب على هذا النموذج أنه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس المخاطر، بالرغم من أن بناء المحفظة مبني على مبدأ التنوع، مما يعني أنه لا وجود للمخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، لتبقى المخاطر المنتظمة (العامة) والتي تقاس بالمعامل  $B$  وهو ما قام به **TREYNORS** لحساب مؤشره.

<sup>26</sup>عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل: "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي"، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد(1)، 2017، ص: 105 - 106.

### 2.10. مؤشر ترينور:

هذا المؤشر يتعامل فقط مع المخاطر السوق (المنتظمة) غير المنصفة لاستثمار معين بحيث يقيس المردودية الإضافية التي تحققها المحفظة نتيجة كل وحدة مخاطرة منتظمة باعتبار أنه لا وجود للمخاطر غير المنتظمة بسبب التنوع الجيد للمحفظة المالية، حيث يتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$T_P = \frac{R_P - R_F}{B_P}$$

حيث أن  $B_P$ : تمثل بيتا المحفظة الاستثمارية.

إن نموذج ترينور يعالج ذلك الجزء لخطر المحفظة المالية التاريخي والمهم بالنسبة للمستثمرين والذي يقدر على أساس  $(B_P)$ ، ولهذا فإنه يمثل مقياس أداء عام يستخدم بغض النظر عن أية أوراق مالية أخرى يمتلكها المستثمر.  
ملاحظة:

إن مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب مضروباً في الانحراف المعياري لعوائد السوق مقسوماً على معامل الارتباط، فإذا كانت الاستثمارات المقيمة قد تم توزيعها بصورة كاملة ( $R = 1$ ) فإن مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب مضروب في الانحراف المعياري للسوق.  
3.10. مؤشر جنسن:

اعتمد المؤشران السابقان على الفرق بين عائد المحفظة وعائد الأصل بدون مخاطرة، دون التفرقة بين علاوة الحظر والإجمالية وعلاوة حظر السوق، وهو ما قام به جنسن حسب العلاقة التالية:

$$\alpha = (R_P - R_F) - B(R_m - R_F)$$

حيث أن:

$\alpha$ : معامل ألفا حسب مؤشر جنسن.

$B$ : معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة.

$R_m$ : معدل عائد محفظة السوق.

من خلال المعادلة يتضح أن مؤشر جنسن يشير إلى حقيقة هامة، وهي أن كلما كانت المحافظ متنوعة تنوعاً كاملاً، يسهل تفسير معامل "ألفا" حيث إن كان:

$\alpha > 0 \iff$  أداء سيء للمحفظة؛

$\alpha < 0 \iff$  أداء جيد للمحفظة؛

$\alpha = 0 \iff$  توازن بين عائد المحفظة وعائد السوق.

وعليه فإن هذا النموذج يقوم على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يفترض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

## الوحدة التعليمية الخامسة: إدارة المخاطر الإستثمارية في الأسواق المالية

### 4.10. مؤشر فاما:

قدم فاما عام 1972 نموذجًا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات الخطر، وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحى السوق المتوقع كما يلي:<sup>28</sup>

$$R_P = R_F + \left( \frac{R_m - R_F}{\sigma_m} \right) \left( \frac{COV(R_P, R_m)}{\sigma_m} \right)$$

حيث أن:

$R_m$ : العائد المتوقع لمحفظة السوق.

$\sigma_m$ : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

$COV(R_P, R_m)$ : التباين المشترك بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق.

إن استخدام مؤشر فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيسيين هما:

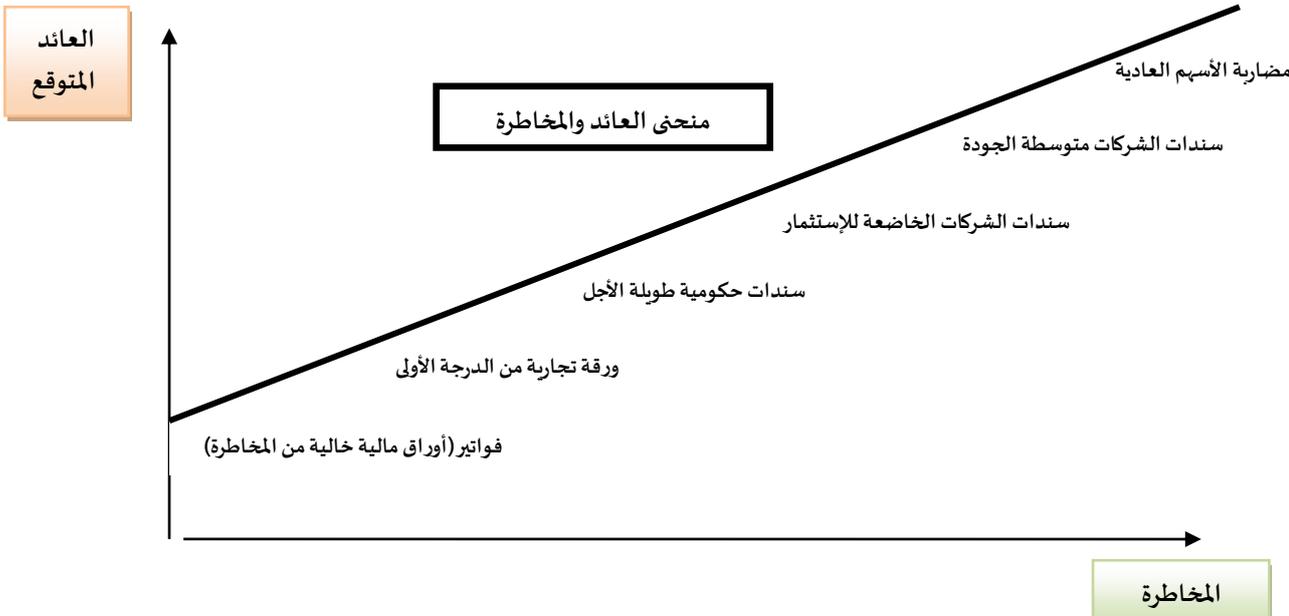
➤ **تقييم الانتقائية:** وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق وعائد المحفظة.

➤ **تقييم الخطر:** يعتبر الجزء الثاني في العلاقة ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة المنوعة تنوعًا ساذجًا، ويمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى، وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

### 11. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لعدة أوراق مالية:

من المهم أن ندرك أن العملية التي يتم من خلالها تخصيص الادخار في الاقتصاد لا يحدث فقط بالاستناد إلى العائد المتوقع ولكن على أساس المخاطر أيضًا، والأدوات المالية المختلفة لها درجات مختلفة من المخاطر، لتمكن المستثمرين من التنافس على الأموال، وأن هذه الأدوات توفر عوائد متوقعة مختلفة ويوضح الشكل الموالي "فكرة المبادلة" التي فرضها السوق بين المخاطر والعوائد للأوراق المالية.

الشكل رقم (12): العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأوراق المالية



**Source:** Horne, James C. Van & Wachowicz, John M : « *Fundamentals of Financial Management* ». 13th, ed. Edinbrough Pearson Education Limited, 2009, P:32.

إن العلاقة بين العائد والمخاطرة تتبين من خلال رغبة الشخص سواء أكان مؤسسة أو شخص طبيعي في الحصول على عائد يكون مناسب مع درجة المخاطرة الناتجة عن عملية الإستثمار، إذ يتوقع المستثمر أنه عندما يقبل درجة عالية من المخاطرة بأنه سوف يحصل على عائد أعلى، وتعد العلاقة بين العائد والمخاطرة ذات أهمية خاصة عند تحديد تشكيلة الإستثمار، حيث يرتبط العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما إرتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد من إستثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطرة والعكس صحيح.

بطبيعة الحال إن كان هناك حالة تساوي بين العائد والمخاطرة فإن المستثمرين يفضلون الإستثمار الذي يحقق أعلى عائد متوقع، ومع ذلك فإن أغلب الإستثمارات تكون ذات تفاوت أو إختلاف بين العائد والمخاطرة، فإذا المستثمر يطلب عائد أعلى يجب عليه تحمل مخاطرة أعلى إذا لا يمكن تحقيق عوائد عالية دون تحمل مخاطر إضافية، بمعنى أن تكون هناك مبادلة بين العائد والمخاطرة في الأسواق المالية. تقوم هذه المبادلة على الأسس التالية<sup>29</sup>:

- ✓ إن من الأهداف المهمة التي تسعى إليها إدارة المخاطر محفظة الإستثمار هو الحصول على معدل العائد الأعلى مقابل معدل محدد من المخاطر أو المخاطرة الأقل عند معدل عائد أعلى؛
- ✓ تعتبر المخاطرة هي المحدد الأساسي للعوائد المتوقعة وبذلك فإن العوائد تزداد بازدياد المخاطر إلى حد معين، تبدأ بعدها بالإنخفاض إذا وصلت مستوى المخاطر إلى حدود لا يمكن التحكم بها؛
- ✓ كل المستثمرين بطبيعة الحال هم كارهون للمخاطرة؛
- ✓ تختلف كراهية المستثمرين للمخاطرة من مستثمر إلى آخر.

<sup>29</sup>-العامري محمد علي إبراهيم: "الإدارة المالية المتقدمة"، دار إثراء للنشر والتوزيع، بغداد، العراق، الطبعة الأولى، 2010، ص: 28.

#### خلاصة:

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تفاعل وفضاء تنتقل فيه الأموال من الأطراف التي لديها فائض إلى الأطراف الأخرى التي تعاني من العجز، كما تتميز عن بعضها البعض إنطلاقاً من مستويات الكفاءة، التي تعكس أسعار الأوراق المالية والمعلومات والمتاحة عنها، والكفاءة لها صيغ عديدة منها الضعيفة ومنها القوية، وكذا المتوسطة وتقوم هذه الكفاءة على مرتكزات مختلفة منها ما يتعلق بالجانب التنظيمي، التقني والإعلامي.

تعتبر إدارة مخاطر الاستثمار من أهم الإدارات في المؤسسات بمختلف أشكالها، وذلك لكونها المرآة العاكسة التي يتمكن بموجبها صانعوا القرار في هذه المؤسسات من أداء واجبهم على أكمل وجه لتحقيق الأهداف المتمثلة في حماية الأصول والحفاظ على مصالح المساهمين والمستثمرين، وذلك من خلال إحكام الرقابة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط بها أصول المؤسسات التي يديرونها كالقروض و السندات و التسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ومن المؤكد أن تجاهل بعض المؤسسات لوجود إدارة خاصة بمخاطر الاستثمار ليس في مصلحتها ولا يتفق مع أسس الإدارة الحديثة وأنظمة الحوكمة التي بات ترسيخ مفاهيمها يشكل أولوية في أجندة الدولة، نظرا لما تتضمنه من أهداف للارتقاء بمستوى الشفافية والإفصاح في مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني.

ولعل الأزمة المالية والاقتصادية التي يمر بها العالم حاليا في ظل جائحة كورونا -Covid 19- وما نجم عنها من الخسائر التي لحقت بالعديد من الشركات العالمية يعد فرصة سانحة لكي تعيد مجالس إدارة المؤسسات أسس عملها بالشكل الذي يساهم في التقليل من نسبة المخاطر التي تحيط باستثماراتها. ولم يعد من المقبول استمرار احتكار بعض مجالس إدارة المؤسسات لصنع القرار الاستثماري دون الاستناد إلى التوصيات والدراسات التي تقوم بإعدادها الفرق المتخصصة بمخاطر الاستثمار، على إن استمرار الوضع على ما هو عليه الآن يحمل في طياته مخاطر كبيرة وربما أقلها فقدان ثقة المساهمين.

وعليه يجب العمل أولا على إحداث إدارة للمخاطر في المؤسسات بحيث تمثل نظاما متكاملا وشاملا من شأنه تهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع ودراسة المخاطر المحتملة، وتحديد قياسها وتحديد مقدار أثارها المحتملة على أعمال المؤسسات وأصولها وإيراداتها، ووضع الخطط المناسبة لتجنب هذه المخاطر أو السيطرة عليها، وأيضا على ضرورة توزيع الاستثمارات على فترات زمنية طويلة ومتوسطة وقصيرة لتجنب الخسائر المحتمل الوقوع فيها. كما يجب إعادة النظر بالسياسات الاستثمارية الموضوعة والعمل على جعلها متناسبة مع واقعنا ومع متطلبات الاستثمار.

### أولاً. المصادر

#### القرآن الكريم

1. سورة الأنعام: الآيتين 99-141

2. سورة النساء: الآية 05.

### ثانياً. المراجع

#### الكتب:

- 1- أحمد سعيد عبد اللطيف: "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 2- أرشد فؤاد التميمي: "أسامة عزمي سلام" الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة) "، دون دار للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 3- العارضي جليل كاظم مدلول: "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية" دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013.
- 4- العامري محمد علي إبراهيم: "الإدارة المالية المتقدمة"، دار إثراء للنشر والتوزيع، بغداد، العراق، الطبعة الأولى، 2010.
- 5- أنطوان الناشف، خليل الهندي: "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب والطباعة، لبنان، الطبعة الثانية، 2000.
- 6- حسين عمر: "الموسوعة الإقتصادية"، دار الفكر العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الرابعة، 1992.
- 7- حسين عطا غنيم: "دراسات في التمويل"، بدون دار نشر، بدون بلد نشر، الطبعة الأولى، 1999.
- 8- خالد وهيب الراوي: "ادارة المخاطر المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 9- زياد رمضان: "مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2002.
- 10- زياد رمضان: "مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005.
- 11- زينب حسين عوض الله: "إقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1994.
- 12- سمير الخطيب: "قياس وإدارة المخاطر في البنوك"، دار منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 13- سمير عبد الحميد رضوان: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، دون سنة نشر.
- 14- سمير عبد الحميد: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في أدواتها"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005.

- 15- سيد سالم عرفة: "إدارة المخاطر الإستثمارية"، دار الـراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- 16- شقري نوري موسى وآخرون: "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 17- صلاح السيد جودة: "بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 18- طارق عبد العال حماد: "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 19- طارق عبد العال حماد: "إدارة المخاطر (أفراد، شركات، بنوك مخاطر الإئتمان، والإستثمار والمشتقات وأسعار الصرف)"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 20- طارق عبد العال حماد: "حوكمة الشركات-المفاهيم، المبدئ،التجارب- تطبيقات الحوكمة في الشركات"، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، الأردن، 2000.
- 21- طارق عبد العال حماد: "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 22- طارق عبد العال: "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
- 23- عاطف عبد المنعم وآخرون: "تقييم وإدارة المخاطر"، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث للنشر، مصر، 2008.
- 24- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: "أسواق المال"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 25- عبد المنعم مبارك، محمود يونس: "إقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1996.
- 26- عبد النافع زراري، فرج غازي: "الاسواق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 27- عدنان نايه النعيبي: "الإدارة المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008.
- 28- علي عباس: "الإدارة المالية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، الطبعة الأولى، 2008.
- 29- عياد أحمد أبو بكر، وليد إسماعيل السيفو: "إدارة الخطر والتأمين"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 30- عيد أحمد أبو بكر: "شركات التأمين: أخطار الإكتتاب- أخطار الإستثمار"، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.
- 31- فايز سليم حداد: "الإدارة المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، .

- 32- فيصل محمود الشواورة: "الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 33 -كارلا بروم: "إدارة الأصول والخصوم لدى مؤسسات التمويل الأصغر المتلقية للودائع"، المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء، العدد 55، واشنطن، و.م.أ، 2009.
- 34 -كراين هورشر: "أساسيات إدارة المخاطر المالية"، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008.
- 35-مأمون إبراهيم السيد: "أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانات تطويرها والربط فيما بينها"، سلسلة الدراسات الإستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، الكويت، 1988.
- 36-محمد الصيرفي: "الإدارة الإستراتيجية"، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2008.
- 37-محمد أمين السيد: "إدارة المخاطر والتأمين"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001
- 38 -محمد رفيق المصري: "التأمين وإدارة الخطر"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009،
- 39-محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد: "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 40-محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام: "المؤسسات المالية: البورصة والبنوك"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998.
- 41-محمد عبد الحميد عطية: "الإستثمار في البورصة"، دار التعلم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 42-محمد عوض عبد الجواد، على أبراهيم الشديفات: "الإستثمار في البورصة -أسهم-سندات-أوراق مالية"- دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 43-محمد مطر: "إدارة الإستثمارات بين الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004.
- 44 -محمود يونس، عبد النعيم مبارك: "النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 45-محمود يونس، كمال أمين الوصال: "نقود وبنوك وأسواق مالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 46-مروان عطون: "الأسواق النقدية والمالية: البورصة ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1996.
- 47-منير إبراهيم الهندي: "أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 2006.

48- منير إبراهيم هندي: "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005.

49- نادية أبو فخر: "تحليل المخاطر المصرفية في البنوك التجارية المصرية نموذج تجريبي"، المجلة العلمية للاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1998.

50- نبيل حشاد: "دليلك إلى إدارة المخاطر البنكية"، إتحاد المصارف العربية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2005.

51- نيل كروكوفورد، ترجمة تيسير حمد التريكي، مصباح كمال: "مدخل إلى إدارة الخطر"، دار اكنوز المعرفة للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2007.

52- هاني جزاع إرتيمييه، سامر محمد عكور: "إدارة الخطر والتأمين-منظور إداري كمي إسلامي- دارحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، دون سنة طبع.

### المذكرات والرسائل:

1- اليازيدي نبيلة: "تسيير مخاطر السيولة البنكية على مستوى البنوك التجارية-دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، جوان 2005.

2- بوبكر نفيسة: "إختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية 2008-2010"، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة ورقلة، ورقلة، الجزائر.

3- فرح يعقوب: "إدارة مخاطر السيولة في القطاع المصرفي-دراسة عملية لإدارة مخاطر السيولة في بنك بيمو السعودي -الفرنسي"، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإفرتضية السورية، سوريا، 2007.

### الملتقيات:

1- أسيا قاسيمي، حمزة فيلاي: "المخاطر المصرفية ومنطلق تسييرها في البنوك الجزائرية وفقا لمتطلبات لجنة بازل"، المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر المالية وانعكاساتها على اقتصاديات دول العالم، يومي 12-11 ديسمبر 2011.

2- بلعجوز حسين: "إدارة المخاطر البنكية والتحكم فيها"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول المنظومة المصرفية، بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، المركز الجامعي لجيجل، 2004.

3- عصماني عبد القادر: "أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

### المجلات:

- 1-حسين علي إبراهيم: "أثر المحاسبة الخلاقة على قرارات المستثمر في ظل تفاوت كفاءة السوق-دراسة حالة عينة من المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية"مجلة بحوث مستقلة، المجلد 4، العدد، 4، 2010.
- 2-عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل: " مؤشرات تقييم اداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي"، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد(1)،2017.
- 3-نبراس محمد عباس العامري، صلاح الدين محمد أمين الإمام: " إستعمال أنموذج عائد رأس المال المعدل بالمخاطر-RAROC- في إدارة المخاطر المصرفية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد السابع، العدد 21، الفصل الرابع، جامعة بغداد، العراق، 2012.
- 4-نعمان محصول، نور الدين محرز: " تقييم الإستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفضة"، مجلة دراسات-العدد الإقتصادي، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018.

مواقع الإنترنت:

- 1-أماني: "مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية وخصائص وأهداف الإستثمار في الأوراق المالية"، مقال مأخوذ من الموقع الإلكتروني <https://www.zyadda.com>
- 2-الجمعية المصرية لإدار الأخطار: "معايير إدارة المخاطر"، مقال مأخوذ من الموقع الإلكتروني: [www.erma-egypte.org](http://www.erma-egypte.org) تاريخ الزيارة 2021-07-18 ساعة الزيارة 09.45

كتب باللغة الأجنبية

- 1-Alain Gauvin : « *La Nouvelle Gestion Des Risque Financière* »,Ed Dunod, 2000,Paris,P :11.
- 2- B. Erik : « *The Credit risk of Financial instruments* »,Mac.Millan Business, London,1993.
- 3 - C.R Hamilton : « *New Trends in Risk Management* »,Information Systems Security ,1998, Vol :7 ,N=01 .
- 4 - C-A Williams,M.L Smith, P.C Young : « *Risk Management and insurance* », éd Mc.gaw-Hill ,USA 1995.
- 5- E.F Brigham & J.F Houston : « *Fundamentals of Financial Management* », The Dryden Press, USA, 1998.
- 6- Hempel, George H & simonson, Donald G : « *Bank management text cases* », 5th edition, copyright by John Wiley & sons ltd, U.S.A,2000.
- 7- Kytle Beth &John Gerard Ruggie : « *Corporate Social Responsibility as Risk Management* » March 2005.
- 8- Leutenngger, M-A. : « *Gestion de portefeuille et théorie des marches financiers* »,Economica , 3e édition France.
- 9- T.A Stewart : « *Management Risk in the 21<sup>st</sup> century* » ,Fortune ,2000, Vol :144,N=03 .

10-Frank Moreau : « **Comprendre et gérer les risques bancaires** » , édition d'organisation,Paris,2002.

11-Eric Lamarque : « **Gestion Bancaire** »,Pearson,Paris,2002.

12-Horne, James C. Van & Wachowicz, John M : « **Fundamentals of Financial Management** ». 13th, ed. Edinburgh Pearson Education Limited, 2009.

13-Jonathon.Berk,Peter de Marzo : « **Finance** »,éd Pearson ,Paris, 2008 .

-Revue Economique : « **Les Risques Financière** »,Volume Num 56 ,mars 2005.