

جامعة وهران

كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير و العلوم التجارية

المدرسة الدكتورالية للاقتصاد و التسيير

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد

تخصص: مالية دولية

الموضوع:

إشكالية تحويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية

تحت إشراف :

الأستاذ الدكتور: زايري بلقاسم

من إعداد الطالبة:

حمداني زهرة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة وهران	أستاذ التعليم العالي	أ.د - شوام بوشامة
مقرر	جامعة وهران	أستاذ التعليم العالي	أ.د - زايري بلقاسم
مناقشا	جامعة وهران	أستاذ محاضر (أ)	د- كيجل محمد
مناقشا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر (أ)	د- زيدان محمد
مناقشا	جامعة وهران	أستاذ محاضر (أ)	د- حاكمي بوحفص

السنة الجامعية: 2011/2012

الإهداء

إهداء

عمل جهد أتناوله بصدر رحب و عرفان وافر و إهداء أوفر.
و صاحبهما في الدنيا معروفًا.... والدي الكريمين
إخوتي.... و أخواتي....
إلى أصدقائي، أساتذتي و زملائي

حمادي زهرة

شکر و تقدیر

شكر و تقدير

الحمد و الشكر لله سبحانه إذ من علينا بجزيل العطاء و النعم الوارفة
ووفقتنا لهذا العمل.

أتقدم بالشكر الجزيل إلى من ساعدني في انجاز هذا البحث، و أولهم
أستاذي الكريم المشرف زائري بلقاسم على توجيهاته التي قدما
طوال مدة البحث.

إلى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة بحثنا هذا و تقييمه
و تقويمه.

إلى أستاذي حمداني محمد الذي ساندني في مشوار البحث،
و شكر جزيل لأساتذة كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير و العلوم
التجارية، الذين كان لهم فضل تكويننا و مساعدتنا في طلب العلم و
مواصلة التعلم.

حمداني زهرة

مقدمة عامة

Created with

 **nitro**^{PDF} professional

download the free trial online at nitropdf.com/professional

مقدمة عامة:

لقد ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في العديد من الدول، حيث قامت بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، وقد دعم هذا الاتجاه التوجه العالمي لتحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية، وإزالة القيود التي تحول دون تدفق رؤوس الأموال.

هذا و تلعب الأسواق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، من خلال حشد الأموال و تحويلها من الأعوان الاقتصادية ذات الفائض المالياتي تمثل الوحدات الاقتصادية المدخرة كجانب لعرض النقود، إلى الأعوان الاقتصادية ذات العجز المالي أو الوحدات الاقتصادية التي تمثل الطلب على النقود. و من خلال المساهمة في تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة، و كونها أيضا إحدى أدوات السياسة المالية المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

كما قد شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة أو من حيث التغييرات الهيكلية في تقسيماتها، واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغييرات لما لذلك من آثار إيجابية على سيولة الأسواق المالية وعمقها.

ثم إن الهدف الأساسي في الأسواق المالية هو إيجاد مناخ استثماري ملائم، و زيادة الثقة بين المستثمرين و السوق من خلال إطار تنظيمي يسمح للمستثمر بالرفع من مردودياته، ولكن في ظل ظروف عدم التأكد قد تدفع به للتعرض إلى مخاطر المشروع في بعض الأحيان، و حتى إلى مواجهة أزمات في أحيان أخرى.

كما قد زادت ظاهرة تدويل هذه المخاطر من درجة التشابك و الترابط بين مختلف الاقتصاديات، ما أدى إلى انتشار تأثير الأزمات المالية و الاقتصادية على مستوى الدول.

فعندما تقع في بلد ما تنتشر اثارها و انعكاساتها لتؤثر على باقي البلدان بفعل التبادل التجاري و المالي ...إلخ

و في الأزمة الحالية يعد التوسع في الديون السبب الرئيسي في حدوثها، ما أثر على الأسواق المالية التي عرفت هبوطا في مؤشراتنا المالية (شح السيولة و أزمة الأسواق المالية) بالرغم من أن الكثير من الاقتصاديين يرى أن الأزمة لم تكن لتصل إلى هذا المستوى لولا التوسع في القروض. فإن آليات حدوث الأزمات المالية تعكس القدر الكبير من الاستقلالية التي تتمتع بها الأسواق المالية بعيدا، عن الكثير من العوامل الاقتصادية الخارجية، عن طريق التوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني للأسواق المالية.

هذا و تواجه الأسواق المالية تحديات عديدة تستوجب إحداث تغيير في سلوكياتها المالية، التي تنعكس أثارها على الاقتصاد المالي و أن لإحداث هذه التغييرات في السلوك المالي آثار قد تكون ايجابية إذا ما تمت إدارة مخاطر الأسواق و المؤسسات المالية بشكل جيد. في حين قد تكون سلبية إذا كان الأمر عكس ذلك. وتكمن المشكلة في أن تحديد مستوى التغيير في سلوك السوق المالي و علاقة التدويل و التحرير المالي بذلك، و هذا ما تنعكس أثاره في مستوى العائد والمخاطرة.

و بناء على ما تقدم يمكننا صياغة إشكالية بحثنا الأساسية كالآتي:

- ما مدى استقلالية الأسواق المالية عن الأزمات المالية ؟

و التي تندرج تحتها جملة من الإشكاليات الفرعية، التي تمكننا من التوسع في دراستنا و هي:

- ما العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات المالية ؟

- ما هي العوامل المؤثرة في سلوك الأسواق المالية؟

- ما هو تدويل الخطر المالي وما علاقته بالأسواق المالية ؟

- هل لانتقال الازمات المالية علاقة بالتحريك المالي؟

- ما مدى استقلالية الأسواق المالية عن الأزمات المالية؟

تندرج دراستنا لموضوع " تدويل الخطر المالي و أثره على الأسواق المالية " ضمن مجال المالية الدولية، ما يسمح بالتطرق إلى مختلف الجوانب النظرية لهذا الموضوع الذي يكتسي صبغة عالمية نظرا للنتائج المترتبة عن الأزمات المالية العالمية والتي لا تزال مستمرة إلى يومنا هذا.

حيث سنركز على تاريخ الأسواق المالية و علاقتها بالأزمات الاقتصادية من خلال اعتمادنا على دراسة لتاريخ الانهيارات التي عرفتها الأسواق المالية، كما سنتناول الحالة الراهنة للأسواق المالية و توجهاتها المستقبلية في ظل الأزمة المالية العالمية.

مع التطرق إلى الأسواق المالية و مدى تأثرها بالأزمة باعتبارها مجال وقوعها، إضافة إلى أن الأسواق المالية تعبر عن الصورة الحضارية و الحديثة لاقتصاديات الدول، و حلقة الوصل بين القطاعات المختلفة في المجتمع أي ما بين المدخرين و المنتجين، فوجودها يعد أداة مهمة لتوفير و تقديم المال للأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي الذي تلعبه المؤسسات المالية. و تسمح هذه الدراسة بـ:

1. تحديد المخاطر المالية التي يمكن أن يواجهها الاستثمار في الأصول المالية.
2. إيجاد مؤشرات موضوعية لمساعدة المستثمرين في تحديد خياراتهم الاستثمارية بشكل عقلاني ورشيد.
3. تحديد مختلف العوامل المؤثرة في سلوك السواق المالية.
4. متابعة أداء الأسواق المالية في ظل المخاطر و الأزمات.
5. العمل على دراسة حركة أسعار المؤشرات المالية.

❖ فرضيات الدراسة:

يمكن ضبط الفرضية الأساسية لموضوعنا من خلال عدة نقاط:

- وجود علاقة ارتباط بين الأسواق المالية و الأزمات المالية.

- تدويل الخطر المالي وسيلة لنقل عدوى الأزمات بين الدول.

❖ منهج البحث:

للإجابة عن التساؤلات و الافتراضات السابقة، اتبعنا المنهج الوصفي في التحليل، من خلال تقسيم البحث إلى ثلاث فصول، كل منها يتفرع إلى مطالب و مباحث، وفق التقسيم التالي:

في الفصل الأول تطرقنا إلى مختلف المفاهيم و الأسس النظرية المتعلقة بالخطر المالي، من تعاريف و نشأة ، و خصائصه ، أنواعه و طرق قياسه ، ثم تطرقنا إلى أهم العوامل المسببة له، و إطاره النظري، و مختلف النماذج النظرية و التطبيقية التي تشرح المخاطر المالية.

أما الفصل الثاني، الذي تناول مختلف العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية. و قد استهلنا فيه تحليلنا بشرح واف عن الأسواق المالية، من خلال تعريفها، متابعة تطورها، أنواعها و وظائفها، مع تحديد هذه العوامل و إظهار أهميتها عن طريق المؤشرات المالية. كما تناولنا فيه أهم العوامل المؤثرة في الأسواق المالية و كيفية تأثيرها عليها، عن طريق دراسة سلوكها. إضافة إلى إدارة المخاطر كطريقة لمواجهة المخاطر المالية أو التقليل منها أو حتى تحويلها أو تجنبها، و تغطيتها بفضل مختلف الأدوات المالية المتمثلة في التأمين و المشتقات المالية .

و أخيرا الفصل الثالث و الأخير، و الذي تطرقنا فيه إلى العلاقة بين تدويل الخطر المالي و العوامل المؤثرة في سلوك الأسواق المالية، حيث فصلنا فيه ماهية التدويل كظاهرة

و أسبابه، تدويل الخطر المالي و أثره في الأسواق المالية بالتعرض إلى أزمة الرهن العقاري وما نتج عن انعكاساتها على الاقتصاد العالمي، و التي كانت سببا في الأزمة الحالية أزمة الديون السيادية، هي الأخرى تطرقنا إليها هي الأخرى بشيء من التفصيل بمتابعة الاقتصاد نحو التعافي منها. و أخيرا تناولنا أهم سياسات معالجة استقرار الأسواق المالية من خلال تقييم العلاقة بين المخاطر المالية و سلوك الأسواق المالية من خلال دراسة سلوك المؤشرات المالية، و تحليلها قياسيا، و ذلك كمحاولة لفهم آلية حدوثها و التطرق إلى المقترحات من الحلول لاسترجاع الثقة في الأسواق المالية و اثبات استقلاليتها عن الأزمات المالية من عدمه.

❖ حدود الدراسة:

من أهم الحدود و الصعوبات التي واجهت بحثنا هذا هي تحديد النموذج الملائم، وهذه تعد محاولة صعبة لأن هناك العشرات من النماذج التي تلائم نوع السلسلة الزمنية والمتعلقة بالمؤشرين الماليين المعنيين، وإمكانية الاستفادة منها لغرض التنبؤ الأكثر دقة من غيرها. هذا ما دفع بنا إلى التطرق إلى العديد من الدراسات السابقة و الاطلاع على أهم النتائج التي تم الوصول إليها و ذلك لغرض التجريب والتحديد.

الفصل الأول

المفاهيم و الأسس النظرية

للخطر المالي

مقدمة الفصل الأول

المبحث الأول: مفاهيم أساسية

المبحث الثاني: أنواع المخاطر المالية و طرق قياسها

المبحث الثالث: أسباب الخطر المالي و الإطار النظري له

خاتمة الفصل الأول

مقدمة الفصل الأول:

في الحياة الاقتصادية، كل نشاط بشري يحتمل مجموعة من المخاطر، التي تتضمن في تصنيفها خطوات وسيطة لتحديد المخاطر من: احتمال، جاذبية و مدة. ففي ظل تأثير الاقتصاد بالمنافسة العالمية و متطلبات العولمة من السياسات الحالية، ما جعله يتعرض إلى عديد الأخطار و المشاكل، التي تتسبب في النهاية إلى فشل الاستثمار أو عدم تحقيق النتائج المرجوة منه.

و في ظل هذا حتى يتم اتخاذ قرار الاستثمار بشكل عقلاي بعيدا عن المخاطر من خلال مراعاة الأسس المتحكمة في الاستثمار من تحديد للعائد، و المخاطر المحتملة، إضافة إلى تحديد العائد المطلوب الخالي من المخاطر.

من خلال دراستنا لهذا الموضوع سنحدد هذه المخاطر بتعريفها، قياسها، تصنيفها وتقسيمها و هذا ما يساعدنا في إيجاد الوسائل المناسبة للتقليل منها، القضاء عليها أو تحويلها. وذلك بأقل قدر ممكن من التكلفة أو الخسائر، ، مع التعرض إلى أهم أسبابها و ما ترتب عنها من إصدار للعديد من الأوراق المالية التي تسير في تطورها ابتكارات جديدة تساهم بدورها في تنشيط الأسواق المالية. و كل هذا مع مراعاة التعدد الكبير وتشعب هذه الأخطار التي سنتطرق إليها من خلال هذه الدراسة.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية

المطلب الأول: تعريف الخطر

لقد تطور علم المالية الحديث على صعيد واسع خلال العقود الأخيرة مدخلا مفهوما جديدا في نماذجه، تمثل في الخطر. فالمستثمرون يبحثون عن الرفع من ممتلكاتهم من قيم الذمم المالية إلى حدودها القصوى من خلال مردودياتهم، في ظل الخطر الذي يتعرضون له.

حيث يواجه المستثمر درجة معينة من المخاطرة في عملياته الاستثمارية، مقابل توقعه الحصول على عائد في ظل المخاطرة، التي تعتبر عنصراً هاماً يجب مراعاته عند اتخاذ أي قرار استثماري.

وترتبط المخاطرة باحتمال وقوع الخسائر، فكلما زاد احتمال وقوع الخسارة كلما كان الاستثمار أكثر خطورة، و العكس.

أما العائد على الاستثمار فهو المقابل الذي يتوقعه المستثمر مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار، أو مقابل تخليه عن منفعة حالية للحصول على منفعة أكبر في المستقبل. ونتيجة لهذه العلاقة الطردية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، فإن الهدف الأساسي للمستثمر هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطر، أو تخفيض هذه المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد.

وهناك أكثر من تعريف للمخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات منها: احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار، أو عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن الاستثمار، وكذلك درجة التذبذب أو التقلب في العائد المتوقع، أو درجة اختلاف العائد الفعلي مقارنة بالعائد المتوقع، أو هو مجموعة الأحداث التي تبعد عن التنبؤ في تقدير و تقييم الأصول المالية.

1. تعريف الخطر:

الخطر لغة يعبر عن كلمة لاتينية " Rescass " تعني حدوث تغيير ما مقارنة بالحالة المستقرة أو التوازنية، أو حدوث انحراف عن النتائج المتوقعة، فهي تصف مفهوم الانفصال لحالة منتظرة.

أما اصطلاحا فهو "يعبر عن الالتزام الذي يتخلله عدم التأكد و الشك مع احتمال تكبد خسائر"¹.

و فيما يلي بعض التعاريف التي اتفق عليها الاقتصاديون في تعريف الخطر، ندرجها باختصار في:

• التعريف الأول:

"إن الخطر هو مزيج مركب من احتمال وقوع الحدث و نتائجه ، يتضمن إمكانية تحقق أحداث و نتائج قد تؤدي إلى تحقق فرص إيجابية أو تهديدات للنجاح"².

أي أن يتم التطرق إلى دراسة الخطر من جانبيه الإيجابي و السلبي، و كيفية تأثيره على مختلف مكونات الاقتصاد، و ذلك من خلال احتمالات النجاح و الفشل.

• التعريف الثاني:

يقصد به "التعرض إلى ظرف 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"³.

إضافة إلى كون الخطر يتمثل في إمكانية وقوع الحدث، فهو يعبر أيضا عن التخلف عن النتيجة المتوقعة أو المرغوبة من الاستثمار، ما يؤدي إلى حدوث خسائر.

¹ . Alain GAUVIN, *La nouvelle gestion des risques financiers*, éd° Dunod, 2000, Paris, p 11

² - الجمعية المصرية لإدارة الأخطار، معيار إدارة المخاطر، تاريخ الزيارة: 2011/04/12، www.erma-egypt.org

³ . طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية 2007، ص 16 .

• التعريف الثالث:

يعرف الخطر على أنه " حالة عدم التأكد الذي له تأثير مباشر على الثروة و الممتلكات حيث أن أي قرار استثماري يترافق معه شيء من اللاتأكد بشأن النتائج المتحققة منه إذ يرتبط هذا الخطر بالطرق التي تمول عن طريقها المنشأة عملياتها أو مشاريعها"¹.

إن اتخاذ أي قرار استثماري يصاحبه حالة من عدم التأكد، وذلك لعدم توفر المعلومات الكافية المتعلقة بالنتائج المستقبلية، ما يؤثر بالطبع على ممتلكات المؤسسة.

• التعريف الرابع:

تاريخياً "الخطر هو طريقة لتقديم حدث (un évènement) أساسه حادث (un accident) يعتمد على توقع المستقبل لتسيير الخطر، أي إمكانية وقوع خسارة نتيجة لعوامل غير متوقعة سواء على المدى الطويل أو القصير"².

من الجانب التاريخي، يعبر الخطر في المؤسسة عن الطريقة التي يتم من خلالها تقديم الوضعية أو الحالة، التي تمس المؤسسة نتيجة أحداث أو ظروف غير متوقعة. ما ينتج عنه وقوع خسائر قصيرة أو طويلة الأجل، بسبب سوء التسيير و عدم توفر المعلومات المستقبلية المتعلقة بهذه الحالة.

• التعريف الخامس:

"الخطر هو ظاهرة ذات طابع معنوي، يبدو أثرها من خلال اتخاذ القرار الذي ترافقه حالة من الشك، الخوف أو عدم التأكد من نتائج تلك القرارات التي يتخذها المستثمر، بالنسبة لموضوع أو قرار معين"³.

¹ . ZVI Bodie, ROBERT Merton, *Finance*, 2^{ème} édition Pearson, Paris, 2007, p290

² . Revue économique, « *les risques financiers* », vol 56 mars 2005, p 371

³ . محمد رفيق المصري، التامين و إدارة الخطر، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص 11

• التعريف السادس:

يعرف "الخطر المرتبط بمشروع معين مبدئياً بأنه درجة الاختلافات في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع"¹.

كلما زاد المدى بين الاختلافات في التدفق الحقيقية و المتوقعة، كان معناه زيادة في الخطر الذي يواجه المشروع.

• التعريف السابع:

كما يمكن تعريف الخطر من وجهة نظر المنظمة العالمية للمعايير ISO على انه:
"مزيج مركب من احتمال تحقق الحدث ونتائجه، حيث تتضمن جميع المهام إمكانية لتحقيق أحداث ونتائج قد تؤدي إلى تحقق فرص إيجابية أو تهديدات للنجاح"².

من هذا نجد أن كل هذه التعاريف تتفق في مجملها في تحديد مفهوم الخطر على أن:
"الخطر هو حدث يمس المؤسسة، تتولد عنه إمكانية لوقوع خسائر بسبب حالة من اللاتأكد للنتائج المتوقعة في المستقبل، التي قد تكون مخالفة للنتائج المحققة من طرف المستثمر عند الشروع في استثماره"³.

و الهدف من هذه التعاريف هو تحديد تعرض المؤسسة لعدم التأكد، ما يتطلب معرفة جوهرية بالمؤسسة والسوق التي تشارك فيه، والبيئة القانونية والاجتماعية والسياسية والثقافية التي تتواجد ضمنها. ويتطلب كذلك الفهم السليم لأهداف المؤسسة الإستراتيجية والتشغيلية.

ويشمل ذلك العوامل الحيوية لضمان نجاح المؤسسة من الفرص والتهديدات المرتبطة بتحقيق تلك الأهداف، مع تحديد التغيرات المصاحبة لتلك الأنشطة وتصنيفها حسب أهميتها.

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 253

² معيار إدارة المخاطر، تاريخ الزيارة: 2011/04/15، www.optimum-management.com

³ B. Jacquillat, B. Solnik, *Marché Financier : Gestion de portefeuille et des risques*, 3^{ème} éd° DUNOD, Paris, 1997, p 82

لمزيد من المعلومات أنظر:
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2006، ص 222

2. مفاهيم أخرى:

1.2. درجة المخاطرة:

تعرف بأنها درجة عدم التأكد الموجود في قرارات الاستثمار و التمويل، تقاس باحتمال الانحراف المعياري المختلف عن النتيجة المتوقعة و المأمولة.¹

2.2. عدم التأكد:

غالبا ما يستخدم مصطلح عدم التأكد متصلا بالخطر، يقصد به حالة ذهنية تتميز بالشك لانعدام المعرفة بما سيحدث أو لا يحدث في المستقبل لعدم المعرفة الدقيقة بالتغيرات التي ستحدث على الاقتصاد (معدلات الفائدة، المالية، أسعار الصرف،)، و هو عكس التأكد الذي نعني به الاقتناع أو اليقين بشأن موقف معين.

ينتج عدم التأكد من عدم المعرفة بالنتيجة، فيكون كرد فعل سيكولوجي لغياب المعرفة بالمستقبل. و منه فإن وجود المخاطرة يخلق ظرفا أو مجموعة من الظروف التي تحتمل الخسارة كحالة من عدم التأكد عندما تنم المخاطرة.

هذا ما يجعل عدم التأكد شرطا ضروريا، و لكن ليس كافيا لمن يواجه الخطر. حيث يمكن الوقوع في حالة عدم التأكد دون الوقوع في الخطر.

كما أن التأكد أو عدمه قد يتطابق مع الواقع أو لا، و من هنا قد يتفاوت عدم التأكد حسب معرفة الشخص و اتجاهاته حيث تختلف بين الأفراد رغم نفس الظروف في الواقع. كرد فعل لغياب المعرفة بالمستقبل ما يخلق وجود المخاطرة.²

على أنه يمكن التمييز بين مفهومي المخاطرة وعدم التأكد، إذ يعتمد على درجة المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة. فالمخاطرة تصف موقفا ما، يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع احتمالات متعددة (توزيع احتمالي) بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

¹ . عدنان نايب النعيمي، الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، 2008، ص 133

² . Zvi BODIE, Robert MERTON, *Finance*, Op-cit, p 291

أما عدم التأكد فإنه يصف موقفا لا يتوفر فيه لمتخذ القرار المعلومات التاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، و ذلك لتعلقه بالمستقبل. ومن ثم عليه أن يضع تنبؤات معقولة للحالة التي يمكن أن يكون عليها التوزيع الاحتمالي، لذلك يطلق عليها التوزيع الاحتمالي الشخصي لارتباطه بمتخذ القرار في حد ذاته.

فالفرق بين المخاطر و عدم التأكد يكمن في الطريقة التي يتم من خلالها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية. فإما على أساس بيانات تاريخية و إما على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرارات.¹

و ذلك 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 الاحتمالية.²

3.2. المجازفة:

هي الحالة التي تزيد من فرصة نشوء الخسارة نتيجة خطر ما يمكن أن تتعرض له المؤسسة.

3. تحليل المخاطر:

إن قيمة الورقة المالية تتحدد في السوق على ضوء العائد و المخاطر، والتي يجب التعرف على حجمها قبل وصول المستثمر إلى القرار الاستثماري.

من هنا يمكننا تصنيف المخاطر إلى: مخاطر النشاط (الأعمال) و المخاطر المالية، المخاطر اللاستاتيكية و المخاطر الديناميكية، المخاطر البحتة و المخاطر المضاربة.³

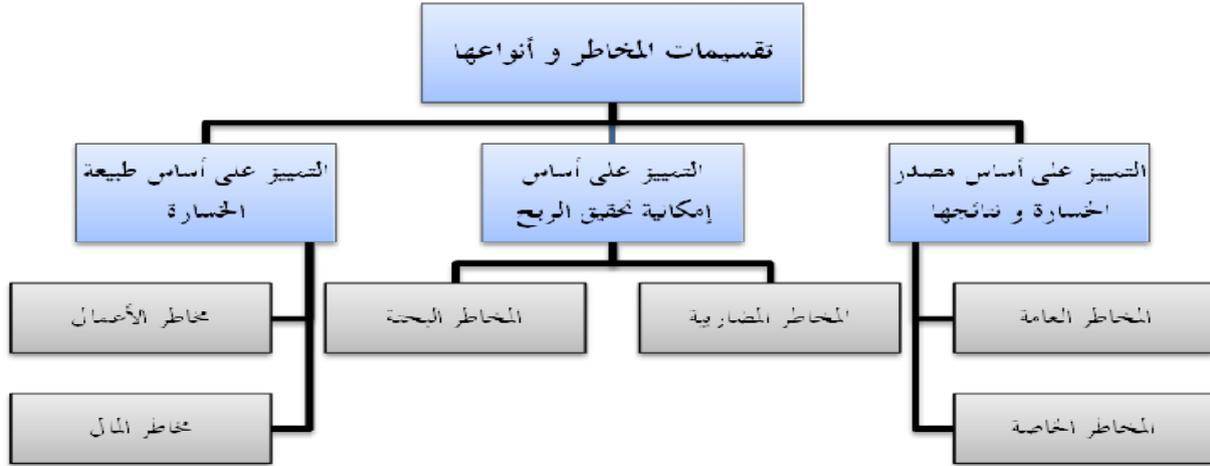
¹ . J – P LUISOT, Sophie GAUTIER – GAILLARD, *Diagnostic des risques*, édition AFNOR, Paris, 2007, p 2

² . محمد صالح الحناوي، *الإدارة المالية و التمويلية*، مرجع سابق، ص 254

³ . منير إبراهيم هندي، *أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية*، مرجع سابق، ص 161.

و ذلك حسب الأساس المعتمد في التصنيف وفق المخطط التالي:

الشكل(1-1): التمييز بين المخاطر على أساس التصنيف



المصدر: من إعداد الطالبة

1.3. مخاطر الأعمال و المخاطر المالية:

1.1.3. مخاطر الأعمال:

يقصد بها درجة التذبذب في ربحية المؤسسة، التي ترتبط بالعديد من المتغيرات التي تنشأ عنها هذه المخاطر، منها التغير في حجم المبيعات الذي يتعلق بظروف السوق (المنتجات و العملاء)، أو التغير في تكاليف العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة.

تعتبر درجة التقلب في المبيعات عاملا أساسيا في تقلب ربح العمليات، حيث تقاس بمعامل اختلاف للتقلب (*la covariance*).

هذه المتغيرات تمثل عناصر أساسية للقيام بنشاط المؤسسة وتوليد التدفقات النقدية، كما أنها تحقق عوائد اقتصادية مقابل تحمل هذه المخاطر.¹

¹ . Jean-Paul LOUISOT, Sophie GAUTIER – GAILLARD, *Diagnostic des risques*, Op-cit, p 25

2.1.3. المخاطر المالية:

يقصد بها تلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأصول المالية و التي تعتبر موضوع دراستنا. تظهر في المؤسسة عادة عن اعتمادها على مصادر التمويل المختلفة (القروض، الأسهم...). تنشأ عن متغيرات لا تتوافر لدى المؤسسة عنها ميزة تنافسية، فنتبع استراتيجيات جيدة لإدارة هذه المخاطر لأجل تغطيتها، أو تجنبها، أو السيطرة عليها. لأن تحمل هذه المخاطر لا يحقق لها أية عوائد اقتصادية، وهي مخاطر ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة، ولكنها ترتبط بالسوق الذي تعمل فيه.¹

يعتبر الخطر المالي مستقلا عن الخطر التشغيلي، على اعتبار أن الخطر المالي يتعلق بقرارات التمويل، في حين أن الخطر التشغيلي يرتبط بقرارات الأعمال، النشاط و الاستثمار في المؤسسة. إلا أن العلاقة بينهما تتضح من خلال الآثار المتبادلة بين كلا النوعين من الأخطار، فالخطر التشغيلي الذي يؤثر سلبا على الأرباح، فيعرض المؤسسة لخطر العجز عن السداد. ومنه يعرض المؤسسة إلى الخطر المالي من خلال الأرباح التي تعتبر مصدر التدفق النقدي المستعمل في عملية السداد.²

كطريقة للتمييز بين مخاطر الأعمال و المخاطر المالية أن مخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المؤسسة و تتصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق.

أما المخاطر المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية. و تكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.

¹ . Jean-Paul LOUISOT, Sophie GAUTIER – GAILLARD, *Diagnostic des risques*, Opcit, p 26

² . عدنان نايف ألنعمي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص. 138

3.1.3. العلاقة بين الرفع المالي و الرفع التشغيلي:

تكمن فكرة الرفع في التحكم في المخاطر المالية عن طريق التأثير الذي تحدثه التكاليف الثابتة في العلاقة بين إيرادات المؤسسة و أرباحها. فوجود التكاليف الثابتة يعني التغير في الموارد بنسبة معينة.¹

بالنسبة للمؤسسة تتمتع بدرجة معينة من الرقابة و التحكم في العمليات التي تقوم بها، إذا استخدمت درجة عالية من الرفع التشغيلي تكون نقطة تعادلها عند مستوى مبيعات مرتفع. أي أن التغير في الأرباح يؤدي إلى التأثير على الأرباح.

و كلما زادت درجة الرفع المالي زاد مستوى التعادل ، و تضاعف تأثير تغير مستوى المبيعات على الأرباح.

هذا و تعبر درجة الرفع التشغيلي على النسبة المئوية للتغير في الأرباح التشغيلية الناتجة عن نسبة معينة للتغير في المبيعات.

أما درجة الرفع المالي فتعبر عن النسبة المئوية للتغير في الإيرادات المتوافرة لحملة الأوراق المالية، و المرتبطة بالنسبة المئوية للتغير في الموارد (الإيرادات قبل الفائدة والضريبة) بالنسبة إلى الفرق لهذه الإيرادات و الفائدة.²

و الخطر المالي الناتج عن عملية الرفع المالي يعني ربحية أعلى، أي أن:

- نقص الربحية (مخاطر تشغيلية) تؤدي إلى عدم القدرة على السداد (مخاطر مالية).
- رفع مالي مرتفع (مخاطر مالية) تؤدي إلى ازدياد الربحية (أمان تشغيلي).

إن كلا من مخاطر الأعمال و المخاطر المالية تعبر عن مخاطر ناتجة عن سوء تقدير التدفقات الناجمة عن الاستثمارات، فلا تكون النتيجة كما تم توقعها من حيث التوقيت و المقدار، إضافة إلى كيفية توزيع التدفقات النقدية ما بين الالتزامات (المقرضين و المالكين) في المؤسسة، و هذا ما يعرف بمخاطر التدفق النقدي.

¹ . منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق المالية و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 183
² . محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويلية، مرجع سابق، ص 335

إذن حتى تمارس المؤسسة نشاطها دون متاعب أو اضطرابات مالية تصيب جهازها المالي، عليها أن توازن بين قدرتها على تحقيق الأرباح و قدرتها على سداد الالتزامات المترتبة عليها في تواريخ استحقاقها المحددة. أي أن توازن بين ربحيتها أو عوائدها المحققة من جهة، و بين قدرتها على توفير تدفقات نقدية كافية لسداد التزاماتها من جهة أخرى، على أن يتم كل ذلك في ظل هيكل مالي متوازن.

2.3. المخاطر الاستاتيكية و المخاطر الديناميكية:

يقصد بالمخاطر الديناميكية تلك المخاطر الناشئة من حدوث تغيرات في الاقتصاد، وتنشأ من مجموعتين من العوامل:

(1) *عوامل في البيئة الخارجية:* الاقتصاد، الصناعة، المنافسون و المستهلكون، و التغيرات التي تصيب هذه العوامل لا يمكن السيطرة عليها، و لكنها قادرة على إحداث خسارة مالية للمؤسسة.

(2) *قرارات الإدارة داخل المؤسسة:* يمكن أن تحدث خسائر التي تشكل أساس المخاطر المضاربة، ، فالإدارة في كل منظمة تتخذ قرارات بشأن أهدافها المسطرة، فإذا نتج عن هذه القرارات توفير بلوغ هذه الأهداف يعني تحقيق أرباح، أما إذا لم يحدث ذلك، فإن المؤسسة قد تعاني الخسارة.

و المخاطر الديناميكية تفيد في العادة المجتمع على المدى الطويل حيث تعتبر كنتيجة لتعديلات و تسويات لتصحيح سوء استغلال الموارد المتاحة في المؤسسة، و رغم أن هذه المخاطر الديناميكية قد تؤثر في عدد كبير من الأفراد، إلا أنها تعتبر عموماً أقل قابلية للتنبؤ من المخاطر الاستاتيكية على اعتبار أنها لا تحدث بشكل منتظم.¹

المخاطر الاستاتيكية تتضمن الخسائر التي ستحدث حتى لو لم يحدث تغييرات في الاقتصاد، فإذا أمكن لنا تثبيت أذواق المستهلكين، و الناتج و الدخل و المستوى التكنولوجي، فإن بعض الأفراد سوف يعانون مع ذلك من خسارة مالية، و تنشأ هذه الخسائر من أسباب بخلاف التغيرات في الاقتصاد، مثل أخطار الطبيعة و عدم نزاهاة الأفراد الآخرين.

¹ طارق عبد العال حماد، *إدارة المخاطر*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص25

عكس المخاطر الديناميكية، لا تكون المخاطر الاستاتيكية مصدراً للكسب بالنسبة للمجتمع، و تتضمن الخسائر الاستاتيكية إما تدمير الأصل أو حدوث تغيير في ملكيته (أوحيازته) نتيجة لعدم النزاهة أو الإخفاق الإنساني، و تميل الخسائر الاستاتيكية للحدوث بدرجة من الانتظام بمرور الوقت، و نتيجة لذلك تكون قابلة للتنبؤ. ما يجعلها صالحة للمعالجة بواسطة التأمين من المخاطر الديناميكية.

1.3. المخاطر البحتة و المخاطر المضاربة:

من أحسن التمييزات بين المخاطر هو التمييز بين المخاطر البحتة و المخاطر المضاربة. تصف المخاطر المضاربة موقفاً يحمل إمكانية حدوث إما خسارة أو مكسباً.¹ و المقامرة مثال جيد للمخاطرة المضاربة. ففي موقف المقامرة يتم خلق مخاطرة بشكل متعمد على أمل تحقيق مكسب و الشخص الذي يراهن بمبلغ على نتيجة مباراة يواجه احتمال خسارة يصاحبه احتمال مكسب. و يواجه صاحب المشروع الخاص أو صاحب رأس المال مخاطرة مضاربية سعياً وراء الربح.²

و المخاطر البحتة هي فئة من المخاطر تكون فيها الخسارة هي النتيجة الوحيدة الممكنة، ليس هناك أي إمكانية تحقيق ربح. و ترتبط المخاطر البحتة بأحداث أو عوامل خارجة عن سيطرة الطرف المعرض للخطر، و لذلك فإن التعرض لها يكون عادة من دون إدراك.³ و على سبيل المثال، تعرض منزل شخصي للدمار نتيجة كارثة طبيعية، ففي هذه الحالة لا يوجد هناك أي احتمال للاستفادة من الخطر.

يفيد التمييز بين المخاطر البحتة و المخاطر المضاربة في أن المخاطر البحتة هي الوحيدة التي يكون بالإمكان التأمين ضدها في العادة، بينما لا يعنى التأمين بالمخاطر المضاربة لأن القبول بها (أي بالمخاطر المضاربة) طواعية بسبب طبيعتها الثنائية الأبعاد و التي تتضمن إمكانية تحقيق ربح أو خسارة.

¹ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص26

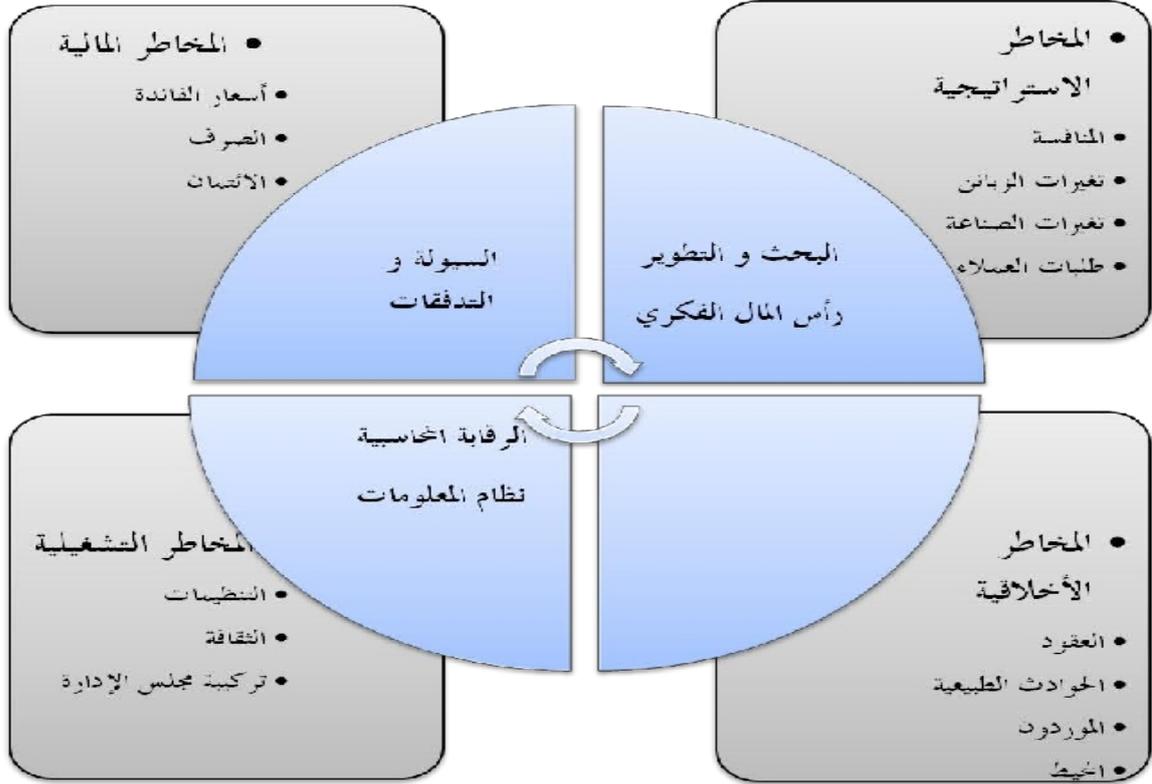
² موسوعة الاستثمار، تاريخ الإطلاع: 2011/06/10 www.investopedia.com

³ www.investopedia.com ، نفس المرجع

و أحياناً يتم التمييز بين المخاطر البحثية التي يمكن التأمين ضدها و المخاطر البحثية التي لا يمكن التأمين ضدها.

فيما يلي مخطط يشمل مختلف أنواع المخاطر التي تم التطرق إليها:

الشكل(1-2): أنواع المخاطر



المصدر: AIRMIC, ALARM and IRM, “ A Risk Management Standard”, British Standards Institution, 2002

المطلب الثاني: تعريف الخطر المالي

1. مفهوم الخطر المالي:

إن الظروف التي تطرأ عكس التوقعات و التقديرات لمشروع ما في المؤسسة، و المسببة للخطر تتضمن خسارة مالية تجمع بين الفرد (المؤسسة المالية) و الأصل (الدخل) الذي يمكن توقعه أو فقده، تشتمل على 3 عناصر:

(1) الفرد المعرض للخسارة.

(2) الدخل الذي تمسه الخسارة (زوال ملكيته).

(3) الخطر الذي يمكن أن يسبب الخسارة.

ترتبط المخاطرة المالية بالطرق التي تمول المنشأة عن طريقها عملياتها، فعندما نشير إلى مخاطر ورقة مالية لا تقتصر على مخاطر التدفقات النقدية للمؤسسة فقط و إنما ترتبط بالكيفية التي يتم من خلالها توزيع هذه التدفقات ما بين الالتزامات المختلفة.¹

تعتبر هذه المخاطر المالية عن حالة من عدم التأكد أو قابلية التقلب المحتملة المتصلة بالنواتج المالية. يندرج ضمنها سلوك الأفراد و التي تسمى أيضا "حالة الخطر" أين يعرف المحيط الموافق للأعوان الاقتصاديين. تتميز هذه الحالة بدخل عشوائي للأفراد يبادلونه بدخل محدد و أكيد و العكس. أي أن الأفراد يؤمنون على ممتلكاتهم أو مدا خيلهم.²

الاستثمار المالي يتعلق بجميع الأنشطة المرتبطة بعمليات بيع و شراء الأصول المالية بهدف تحقيق أقصى عائد ممكن في الأسواق المالية الأولية (أسواق الإصدار) أو الثانوية (أسواق التداول).

و منه وجب على المستثمر المالي أن يجد القيمة الحالية للورقة المالية و يقارنها بقيمتها السوقية للوصول إلى قرار استثماري صائب، ولكن ذلك غير كاف لأن القرار يتخذ حاليا في

1. طارق عبد العال، إدارة المخاطر، مرجع سابق ص 196

2. Thierry CHAUVEAU, *L'équilibre d'un marché financier*, édition Lavoisier, Paris, 2004, p 31

ظل ظروف غير أكيدة بينما التدفقات فتكون في المستقبل لذلك يلجأ المسيرون إلى سياسة التحوط بتبني علاوة على أساس علمي.¹

2. تعريف الخطر المالي:

و قد تطرق العديد من الاقتصاديين إلى المخاطر المالية بتقديم تعاريف متباينة لها نوجزها فيما يلي:²

حسب *Young و Williams, Smith (1995)* "الخطر هو التقلب المحتمل في النواتج، وأن الخطر مفهوم موضوعي، ويمكن قياسه كمياً، وأنه يخلق خسائر محتمله، حيث يمكن أن يترتب على التصرف الذي يصاحبه الخطر مكاسب أو خسائر ولا يمكن التنبؤ بأيهما سوف يحدث فعلاً".

فيما يرى *Peters.D (1997)* أن "الخطر المالي يعني وجود فرصة لحدوث خسارة مالية"، وأن مصطلح الخطر يستخدم للإشارة إلى التغيير الذي يمكن أن يحدث في العوائد المصاحبة لأصل معين.

أما *WatshamT.J (1998)* فيعتبر أن "مفهوم الخطر يشير إلي عدم التأكد المحسوب بشكل كمي، وأن الخطر المالي يرتبط بالتغير غير المرغوب في قيمة المتغير المالي".

ويرى *D.McNamee (2000)* أن "مفهوم الخطر ما هو إلا أداة تعريفية تساعدنا في التعامل مع الحالات التي لا يمكننا فيها التنبؤ بالمستقبل على وجه اليقين".

إذن مجموعة التعاريف هذه تمكننا من إدراج التعريف التالي للخطر المالي: "الخطر المالي يعبر عن الفقد الجزئي أو الكلي المحتمل في قيمة ثروة المستثمرين، إذ يرتبط بشكل مباشر بهدف المؤسسة والذي يتمثل في تعظيم الثروة، كما يتعلق بالقرارات المالية التي تمثل المصادر الرئيسية لتوليد التدفقات النقدية بما يحقق أرباحاً اقتصادية، تزيد من قيمة الثروة

¹ . محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2007، ص 181

² . محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية، في الشركات المساهمة المصرية- مدخل لتعظيم القيمة، رسالة دكتوراه، 2005، ص 07

المستثمرة، و أخيرا التسيير الجيد لمخاطر التدفقات النقدية لتفادي ضياع العائد المتوقع أو تآكل الثروة"¹.

المطلب الثالث: نشأة الخطر المالي و العوامل المميزة له:

1. نشأة الخطر المالي:

تتوقف القيمة الحقيقية للأوراق المالية على كل من التدفقات النقدية المتوقعة و درجة الخطر المرتبطة بهذه التدفقات لذلك فإن العائد و الخطر يمثلان المحددات الرئيسية التي يجب التنبؤ بها للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.²

و حسب جون روبنسون فإنه يقول: "ما أسهل صنع النماذج وفقا لافتراضات مقررة، بيد أن الصعوبة تتمثل في إيجاد الافتراضات التي تكون مناسبة للواقع".

وقد عرف التاريخ الاقتصادي تتابع انقطاعات و أزمات خلقت عدم التأكد في مجالات عدة، خلال فترات زمنية مستقرة نسبيا لهذه المخاطر.

إن تجمع العديد من العوامل أدى إلى تحقيق بعض الاستقرار الذي تعرض إلى موجات من التغير بسبب العوامل التالية:

- الدور الكبير و المتنامي الذي تلعبه الأسواق المالية.
- التحرر من القواعد و اللوائح التنظيمية.
- ازدياد المنافسة.

ثم إن توسيع التحرر في التعاملات العينية و المالية و التنوع في المنتجات و الخدمات المقدمة من طرف البنوك و الأسواق المالية أدى إلى تنوع العمليات التي تقوم بها هذه المؤسسات، إضافة إلى ابتكار منتجات جديدة ما سمح بتطور مختلف التعاملات و توسع مهام و أدوار هذه المؤسسات، و منه ظهور المخاطر التي تسببت في زيادتها المنافسة و ابتكار

¹ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية و العلمية-، دار وائل، عمان، 2007، ص 37
² محمد الحفناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 21

المنتجات الجديدة و ارتفاع التقلبات السوقية و العولمة المالية التي أزالت العوائق و الحواجز القديمة التي كانت تحد من نطاق العمليات المالية.

وقد شهدت العقود الثلاث الأخيرة، تسارع الأزمات التي أدت كلها إلى إعادة تحليل المخاطر التي يتعرض لها الاقتصاد، ما نتج عنه إعادة تحديد الاستراتيجيات المتبعة من طرف المؤسسات المالية و بالتالي البحث عن عناصر تسمح بشرح و توضيح هذه المخاطر.¹

2. خصائص الخطر المالي و العوامل المميزة له:

تتغير خصائص الخطر المالي حسب عدد من العوامل الأساسية المؤثرة فيه و التي يمكن حصرها في:

1.2. نوعية الحياة في المؤسسة: *La qualité de contrepartie de l'entreprise*

إن نوعية العقود و المعاملات في المؤسسة تمثل إشكالا كبيرا، خاصة بسبب: التخلف أو العجز عن الدفع من طرف الزبون، الذي يواجه مشاكل قانونية ومالية، وهنا تلعب خبرة المسيرين دورا هاما من خلال مراقبة معدل الفائدة، و المبالغ غير المدفوعة مع تحديد عدد العمليات مع نفس الزبون، إضافة إلى تنويع الذمم.

و ترتبط المؤسسة بالموردين أو المتعاملين من حيث إمكانية الدفع أو لا فيظهر دور الخبرة في المجال المالي التي تساهم في التنويع الذي يساهم بدوره في التسيير المالي للمؤسسات و لكن ذلك مع أخذ المخاطر كلها و حتى غير المعتبرة بعين الاعتبار. كما أن عدم الدفع أو العجز في الأدوات المالية أو سوء استخدامها يؤدي إلى نقص في الذمم.

¹. Anne-Marie PERCIE du SERT, *Les risque et contrôle des risques*, Ed° ECONOMICA, 1999, p 7

2.2. تغير الأسعار: *La volatilité des prix*

تعبّر عن التغير أو التردد بالنسبة لسلسلة زمنية، تعتبر كأداة أساسية في التحليل المالي أين تسمح بقياس الخطر في الأسواق. ففي الاقتصاد الليبرالي يعبر تغير الأسعار عن ضرورة، حيث تعتبر وسيطا للأسعار التي تتأثر بعدد من التوفيقات و التعديلات، فهي تسمح بقياس الخسارة المحتملة جراء الخطر المالي للورقة المالية أو المكاسب المرتقبة منها.¹

كما أن الأسعار ترتبط بالعرض و الطلب مع حساسيتها لعدد من العوامل الأساسية وهي: معدلات الفائدة، أسعار الصرف و الأسعار في البورصة.

* *معدل الفائدة (Le taux d'intérêt)*: يعتبر أكبر قلق بالنسبة للمقترضين، فبتغير معدل الفائدة تتغير علاقة الخطر مع جميع الأصول.

* *سعر الصرف (Le taux de change)*: له تأثير واسع على الاقتصاديات المفتوحة، إذ لا تتعلق أسعار الصرف بالعمليات المفتوحة فقط و إنما بالعمليات العادية أيضا.

* *الأسعار البورصة (Les cours boursiers)*: تؤثر بدورها على تغير الأسعار حيث تتعلق بالحصول على أكبر قدر ممكن من المعلومات المتاحة في السوق، ما يعني التحقق من نجاعة السوق أي تأثير معدل الفائدة و سعر الصرف على السوق.

و كل هذه العوامل قادرة على تسيير المتغيرات في السوق (فعالية المؤسسات، شكل الديون، نوعية الحوكمة، القرارات الإستراتيجية للمسيرين... إلخ).

3.2. تأثير الزمن: *L'effet du temps*

يعتبر الزمن عاملا أساسيا في الخطر لأنه يحدد مدته و مختلف التغيرات الأخرى، و يعبر عن أفق المؤسسة على المدى البعيد، كذلك أهميته لأن الزمن يأتي بمتغيرات تساهم في خلق المخاطر و لكن الأخطار التي تتحدد أسبابها يمكن للزمن أن يكون مساعدا في حدوثها أو زيادة خطورتها و تأثيرها على المؤسسة.

¹. Michel JURA, *Technique financière internationale*, 2^{ème} éd° DUNOD, Paris 2003, p 49

بالنسبة للمسير المالي فإن الزمن مع اعتبار أن له دورا هاما في عملية التسيير، إلا أنه سبب و موضوع كل الأزمات و المخاطر التي تواجه المؤسسة.¹

المبحث الثاني: أنواع المخاطر المالية و طرق قياسها

المطلب الأول: تصنيف المخاطر المالية و مصادرها

إن اتخاذ المستثمر لطريقة أو نموذج معين في مبادلة العائد/الخطر يستدعي أن يقوم بتحديد المخاطر و تصنيفها، و لكن بعد التطرق إلى مختلف المصادر المرجحة لها و التي لا يمكن تحديدها نظرا لتعدد العوامل المسببة لها.

1. مصادر المخاطر المالية:

يمكن تقسيمها تبعا لطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة إلى مجموعتين: مصادر منتظمة و مصادر غير منتظمة و التي تنفرع بدورها إلى أقسام أخرى:²

1.1. المصادر المنتظمة للمخاطر:

1.1.1. مخاطر سعر الفائدة: يتمثل المصدر الأساسي لنشوء هذه المخاطر في التغير المستمر في مستوى معدلات الفائدة في الأسواق، أي قابلية التباين في العوائد عند تأثيرها على الأوراق المالية التي تتحرك في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة.

حيث أن الاستثمار في الأوراق المالية مرتبط بعلاقة قوية بالتغيرات في أسعار الفائدة التي تؤثر مباشرة في القيمة السوقية للأوراق المالية، و التي بدورها تؤثر في معدل العائد (الربحية) الذي يحققه المستثمر.

إذن أسعار الفائدة تؤثر على مختلف المتغيرات (الاستثمارات) مهما اختلفت ظروفها وطبيعتها.

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 270

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 230

و بالتالي تنعكس التغيرات في معدلات الفائدة على أسعار و فوائد الأوراق المالية ما يدفع بالمخاطر إلى الزيادة أو النقصان، فارتفاع أسعار الفائدة بصورة كبيرة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بسبب تفضيل المستثمرين للفوائد المرتفعة لأنها أكثر جاذبية من الأوراق المالية.

تظهر مخاطر تقلبات أسعار الفائدة خاصة على أوراق الدين، أين تتأثر الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أكثر من أي أوراق مالية أخرى (السندات أكثر من الأسهم العادية والممتازة) و ذلك حسب نوع الاستثمار و الأجل.

2.1.1. مخاطر القدرة الشرائية:

تعني هذه المخاطرة إمكانية تراجع القيم الحقيقية للأموال المستثمرة أي انخفاض قدرتها الشرائية بسبب التضخم و الذي يتسبب في الارتفاع العام في مستويات الأسعار بمعدلات كبيرة ما يؤدي إلى ارتفاع في القيم النقدية كنوع من الوهم النقدي.

تكون مخاطر القوة الشرائية قصوى في الاستثمارات ذات الدخل الثابت هي الأخرى (المدخرات، السندات و الودائع...) التي تدفع فوائد ثابتة.

3.1.1. مخاطر التضخم:

إن التضخم و الذي نعني به الارتفاع المستمر و العام للأسعار و انخفاض القوة الشرائية للنقود، يؤثر على الأصول المالية بمختلف أنواعها من خلال انخفاض قيمتها الحقيقية.

بحكم أن العائد يكون في المستقبل ما يولد حالة من عدم التأكد و هذا ما يدفع بالمستثمر إلى تحديد العائد المتوقع حتى يحمي أمواله من مخاطر التضخم، فضلا عن تحقيق أرباح سنوية.

"مخاطر التضخم تتسبب في الرفع من معدل الفائدة السوقي، و ذلك على أساس أن سعر الفائدة الاسمي مساو لسعر الفائدة الحقيقي مضافة إليه العلاوة مقابل خطر التضخم".¹

و في ظل ارتفاع مستوى التضخم يتوقع أن يطلب المستثمر معدل فائدة أعلى ليعوضه عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للتدفقات النقدية.

هذه المخاطر يمكن أن تسمى أيضا "مخاطر أسعار الأوراق المالية" تنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية ، أو عوامل وهمية (الإشاعات ،الاحتكار والبيع والشراء الصوري...)، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد المتغير، وذات مكونات من نقود وديون، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

4.1.1. مخاطر السوق:

تكمن مصادر الخطر المالي في التقلبات السوقية التي تؤثر بصفة مباشرة على مكونات السوق المالي. فهي تعبر عن إمكانية وقوع خسائر بسبب تباين أسعار الأوراق المالية بشكل كبير ما بين تقديرات قيم الأوراق المالية و القيم الحقيقية لها، بالاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق المال مؤثرة بذلك على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار. و تتمثل المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة في أسعار السوق، والتي في مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر العملة أو سعر الصرف، مخاطر أسعار السلع، مخاطر الملكية... الخ.

وتؤثر مخاطر السوق بشكل واضح على الأسواق المالية، من خلال الأسهم العادية خاصة. و أما السندات و الأوراق المالية الممتازة فتكون أقل عرضة للتقلبات لأنه يمكن تقدير قيمتها الحقيقية بدقة أكبر من قيمة الأسهم العادية.²

1 . محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 189
2 . بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة 2007، ص 149

يتعرض المستثمرون في الأسواق المالية الصادرة بعملة أجنبية إلى مخاطر العملة. فانخفاض قيمة العملة مقابل العملة المحلية، يؤدي إلى انخفاض قيمة السوقية للاستثمارات بعملة المستثمر، أي تعرض هذا الأخير إلى خسارة.¹

5.1.1. مخاطر الرفع المالي:

بحكم أن الرفع المالي يتعلق بالتمويل بالمدىونية فإنه يعتبر من المصادر التي تؤثر على الاستقرار المالي في الأسواق و المؤسسات المالية، تقاس الرافعة المالية بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أي النسبة بين الديون و إجمالي الأصول مع افتراض ثبات العوامل الأخرى. حيث نكتب:

$$L = [(R_E - r) D / S] = (R_F - R_E) / (1 - T)$$

حيث:

L: أثر الرافعة المالية.

R_F: المرودية المالية.

R_E: المرودية الاقتصادية.

r: معدل الفائدة المتوسط لمجموع الديون.

T: معدل الضرائب على الأرباح.

D: إجمالي الديون (الطويلة، المتوسطة و قصيرة الأجل).

S: الأموال الخاصة.

تدرس الرافعة المالية العلاقة بين المرودية المالية، و كيفية الرفع من مرودية الأموال الخاصة، نتيجة استخدام الدين في الهيكل المالي، بذلك يعتبر اثر الرافعة المالية بمثابة المؤشر الذي يقيس التأثير الايجابي أو السلبي لسياسة الدين في المؤسسة، والذي يتعلق بارتفاع درجة المرودية الاقتصادية. و ذلك ما يسمح بقياس درجة المخاطر المالية للمؤسسة على المدى القصير و الطويل. وفق الحالات التالية:

¹. بريان كويل، الحماية من مخاطر العملة، دار الفاروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2006، القاهرة، ص157

✓ $RE > r \iff L > 0$: أثر الرافعة المالية موجب، ما يعني أن الديون لها دور ايجابي في المؤسسة.

✓ $RE = r \iff L = 0$: الديون ليس لها تأثير على المؤسسة.

✓ $RE < r \iff L < 0$: أثر الرافعة المالية سالب، ما يعني أن الديون لها دور سلبي في المؤسسة.

يتسبب استخدام الرافعة المالية في زيادة التقلبات في الأرباح بسبب ارتفاع و انخفاض المبيعات خلال دورة الأعمال، نتيجة استخدام التكاليف الثابتة للتمويل، و يمكن التحكم فيها من خلال التحكم في هذه التكاليف.

6.1.1. مخاطر الرفع التشغيلي:

فالخطر التشغيلي الذي يؤثر سلبا على الأرباح يعرض المؤسسة لخطر العجز عن السداد و بالتالي يعرض المؤسسة إلى الخطر المالي، و ذلك لان الأرباح هي مصدر التدفق النقدي الذي يستخدم في عملية السداد. حيث تتحدد الرافعة التشغيلية من خلال ناتج قسمة التكاليف الثابتة المؤسسة على التكاليف المتغيرة. ينتج عن ارتفاع الرافعة التشغيلية الزيادة في قابلية تباين العوائد المتوقعة.

2.1. المصادر غير المنتظمة للمخاطر:

1.2.1. مخاطر الأعمال:

هي درجة التذبذب في ربحية المؤسسة التي ترجع إلى التغير في حجم المبيعات بسبب ظروف الصناعة أو طبيعة النشاط، أو بسبب التغير في تكاليف العمليات.

ترتبط مخاطر الأعمال باحتمال عدم تحقيق المؤسسة لأهدافها أو احتمال تدني قدرة المؤسسة على المحافظة على مركزها التنافسي في السوق ما ينتج عنه تحمل خسارة في المستقبل (تأثيرها على أرباحها).¹

2.2.1. مخاطر الإدارة:

يمكن للإدارة أن تسبب اختلافا في عوائد الاستثمار، فهي بذلك تؤثر على مسار المؤسسة و مستقبلها. ومنه يجب على المستثمر التقييم و تحديد الكفاءات لتفادي ارتكاب الأخطاء التي تؤدي إلى هذه المخاطر.²

2. التصنيف التقليدي للمخاطر المالية :

حسب العوامل الأساسية المحددة للمخاطر كالحيازة، تغير الأسعار و تأثير الزمن. فإننا نميز أربع أنواع أساسية للمخاطر و هي خطر الملكية، خطر السيولة، خطر الفائدة و خطر الصرف، سنتطرق إلى شرحها فيما يلي:³

1.2. خطر الإمضاء (Le risque de la signature):

ينشأ هذا الخطر عن احتمال عجز مصدر الأوراق المالية عن دفع المبالغ المستحقة للمستثمرين في تاريخ الاستحقاق سواء كان معدل الفائدة. يمكن أن نميز نوعين من خطر الإمضاء:

1.1.2. خطر العجز: (Risque de défaut)

يعبر عن عدم قدرة مصدر الأوراق المالية عن التسديد، خاصة الذمم التجارية على الزبائن أين يكون هذا الخطر في الأسواق المالية ذات الكفاءة خاصة سوق السندات، حيث يعد خطر عدم استرداد الأموال أول خطر يعترض نشاط المؤسسة المالية.

¹ عدنان نايف النعيمي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 138 لمزيد من المعلومات أنظر:

- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 230
² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 276

³ Henri Pierre MADERS , Jean Lu MASSELIN, *Contrôle interne des risques*, Ed° d' Organisation, Paris 2009,p 54

2.1.2. خطر الملكية: (risque de contrepartie)

يكون هذا الخطر نتيجة لرفض مصدر الورقة المالية دفع التزاماته (أي عجز المدين عن تسليم الأوراق المالية بالعملة المحلية أو الأجنبية). تنتهج بعض المؤسسات المالية طريقة التنقيط لتفادي هذا الخطر.¹

كما يمكننا إضافة **خطر البلد** و الذي يعتبر بدوره من مخاطر الإمضاء، يمس البلد الذي يغلق حدوده أمام التدفقات النقدية (رؤوس الأموال)، و بالتالي يواجه حالة من العجز في الدفع، كالخسارة الأساسية للفائدة أو رأس المال الأصلي الخاص بالقروض الدولية بسبب رفض البلد سداد المدفوعات وفقا لتواريخ استحقاقها المحددة في اتفاقية القرض، فيصبح العجز عن السداد يمثل خطر البلد.

2.2. خطر السيولة:

يتمثل هذا الخطر في عدم توفر السيولة الكافية للعمليات التي تقوم بها المؤسسة أو للإيفاء بالتزاماتها المالية في حينها، حيث يعمل كل مستثمر على تحويل أوراقه المالية إلى نقود سائلة. فهذه المخاطر تتعلق بعدم قدرة المؤسسة على مواجهة طلبات التسديد من طرف الزبائن وقد تنتج عن سوء إدارة السيولة و عن صعوبة الحصول عليها بتكلفة معقولة مخاطرة تمويل السيولة، و عن صعوبة بيع الأصول تنتج مخاطر بيع الأصول .

تنشأ مشكلة السيولة نتيجة المفاضلة بين السيولة والربحية ما يؤدي إلى فرق بين عرض الأصول السائلة والطلب عليها، المؤسسة يمكنها السيطرة على استخداماتها من الأموال السائلة وتوظيفها بشكل عقلائي. لذا فعلى المؤسسة ضمان التوازن بين مواردها واستخداماتها، أي بين أصولها وخصومها. ففي أسواق رأس المال يعتبر خطر السيولة من مخاطر السوق، حيث يتأثر بتوسع هذه الأسواق.

¹. Olivier HASSID, *La gestion des risques*, 2^{ème} éd DUNOD, 2008, p 81

3.2. خطر معدل الفائدة:

يرتبط هذا الخطر بمخاطر تغير معدلات الفائدة و أسعار الصرف، ينتج عن عرض و طلب الأوراق المالية في الأسواق المالية، فهو يعبر عن آمال عارضي و طالبي رؤوس الأموال في السوق على المدى الطويل، فكلما زاد الخطر كلما زادت قيمة العائد المحقق و منه ارتفاع معدل الفائدة لاحتمال مواجهة نشاط المؤسسة لمصاعب مالية قد تتسبب في انخفاض القيمة السوقية لأوراقها المالية في الأسواق المالية (البورصة). و العكس، فإذا كان احتمال الخطر منخفض فإن معدل الفائدة سينخفض لينتج عنه ازدهار في نشاط المؤسسة ما يدفع بأسعار أوراقها المالية للارتفاع.

و أما على المدى القصير فإن سعر الفائدة يتحدد وفق معدل تدخل البنك المركزي في سوق ما بين البنوك. أين يكون موجهها (*un taux administré*).

فسعر الفائدة هو المقابل الذي يمنحه البنك للحصول على قرض أو يدفعه البنك لحصوله على ودائع فمعدل الفائدة يكون ثابتا أو متغيرا تبعا لحجم العمليات المصرفية. و"يتحدد خطر سعر الفائدة بالنسبة للبنك عندما يكون هذا الأخير يملك أصولا أو خصوما بمعدلات فائدة ثابتة أو بمعدلات متغيرة، وهذا الخطر له تأثير بالغ على وضعية المؤسسة المالية وهذا من خلال العلاقة العكسية بين معدل الفائدة وقيمة الأصل المالي، فعند المقارنة بين ميزانية المؤسسة ومحفظة الأصول المالية، نجد أن كل أصل مالي تكون له استجابة ايجابية أو سلبية تبعا لمتغيرات سعر الفائدة".¹

1.3.2. خطر الائتمان (*Risque de crédit*): و الذي يرتبط بمعدل الفائدة، الذي يحدث عندما يواجه المستثمر إمكانية مضاعفة وضعية العجز التي يعيشها.

¹. Anne Marie PERCIE du SERT, *Risque et Contrôle du risque*, éd° ECONOMICA, Paris, 1999, p 16

4.2. خطر سعر الصرف:

يتعلق بمختلف المخاطر النقدية التي تتسبب في تغير قيمة العملة، و بالتالي التأثير على مختلف الأصول المقيمة بهذه العملة. كما أنها تشير إلى مخاطر تحويل العملة الأجنبية إلى العملة المحلية خاصة عندما لا يمكن التنبؤ بأسعار التحويل. ففي الاقتصاديات المفتوحة ترتبط القيمة الداخلية للعملة مع قيمتها الخارجية، فعدم استقرار سعر الصرف ينتج عنه عدم اليقين بشأن كل التزامات المستثمر بالعملة الصعبة و التي تختلف حسب وضعية الصرف (*la position de change*) لكل متعامل.

يمكن أن يترجم خطر الصرف كخطر تجاري عندما يرتبط بعمليات الاستيراد و التصدير المحققة بالعملة الصعبة.¹

المطلب الثاني: التصنيفات الحديثة للمخاطر المالية و طرق قياسها

1. تصنيف المخاطر المالية:

إن تعدد مصادر المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية تتطلب طرقاً واضحة من الحساب لتأثير المصادر في تحديد قيم الأوراق المالية ، اتخاذ إجراءات التحوط و تحديد علاوة المخاطر.

و تظهر المخاطر المالية الكلية من خلال اتساع التوزيع الاحتمالي للعائد حيث تزداد هذه المخاطر الكلية كلما زاد احتمال تشتت العائد و الذي يمكن قياسه كمياً إما بالتباين أو الانحراف المعياري. و وفقاً للتصنيف الذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية التمويل، يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية إلى مجموعتين من المخاطر، هما:

المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة لكل منها معالجة مالية كمية خاصة بها، تساعد في اتخاذ القرار، كما يستعمل هذا التقسيم في نموذج تقييم الأصول المالية (*Modèle*)

¹ . Jean François FAYE, *Comment gérer les risqué financiers ?*, éd° ECONOMICA, Paris, 2000, p 25

لمزيد من المعلومات أنظر:

-Anne Marie PERCIE du SERT, *Risque et contrôle de risque*, éd° ECONOMICA, Paris, 1999, p 26

² . Jean Albert COLLOMB, *Finance de marché*, éd° ESKA, Paris, 1999, p 106

المنتظمة و غير المنتظمة و بين مدى إمكانية التخلص من هذه المخاطر.¹ الذي يظهر العلاقة بين مفهوم المخاطر

1.1. المخاطر المنتظمة:

هي المخاطر التي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع ، كما تسمى أيضا **مخاطر السوق** أو **المخاطر العامة** (*risques systémiques*) 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 الاستثمارات و لكن بدرجات متفاوتة، كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي. ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأوراق المالية بتلك المخاطر.²

ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.
- تكتسب صفة العموم، لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتنويع.³

2.1. المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق باستثمار معين أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل فتسمى بالمخاطر الخاصة (*risques*)

¹ محمود بونس، كمال أمين الوصال، *نقود و بنوك و أسواق مالية*، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية 2005 ، ص 116
² أمين السيد أحمد لطفي، *التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة*، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 17 لمزيد من المعلومات أنظر:

J.L Bailly, G Caire, A Figuizzi, V Lelievre, *Economie monétaire et financière*, 2^{ème} édition B real, Paris, p 361-

محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، *الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر*، مرجع سابق، 2007، ص 191

³ محمود محمد الداغر، *الأسواق المالية*، مرجع سابق، ص. 190

spécifiques)، تنشأ عن سلوك الورقة المالية (أي تغيرات في معدل العائد) ويمكن حماية المستثمر لنفسه من تلك المخاطر باعتماد مبدأ التنوع في استثماراته وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر المتفرقة في نفس الوقت، عن طريق متابعة تقلب (تشتت) عائد الورقة المالية (من خلال انحرافها المعياري)، ثم استبدالها بورقة مالية أخرى ذات انحراف معياري أدنى أو عائد أعلى للانحراف المعياري.¹

وهو ما يعرف بتنوع المخاطر الاستثمارية، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما:

- حدوث إضراب عمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه.

- الأخطاء الإدارية في تلك المؤسسة.

- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه المؤسسة.

- الحملات الإعلانية من المنافسين.

- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع هذه المؤسسة.

- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك المؤسسة

إن مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة والكلية تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

إن حجم المخاطر الغير منتظمة يتباين من مؤسسة لأخرى، عموماً هذه المؤسسات تمتاز بكون الطلب على هذه المنتجات لا يتأثر كثيراً بالظروف الاقتصادية السائدة.²

¹ . زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص 333. لمزيد من المعلومات أنظر:

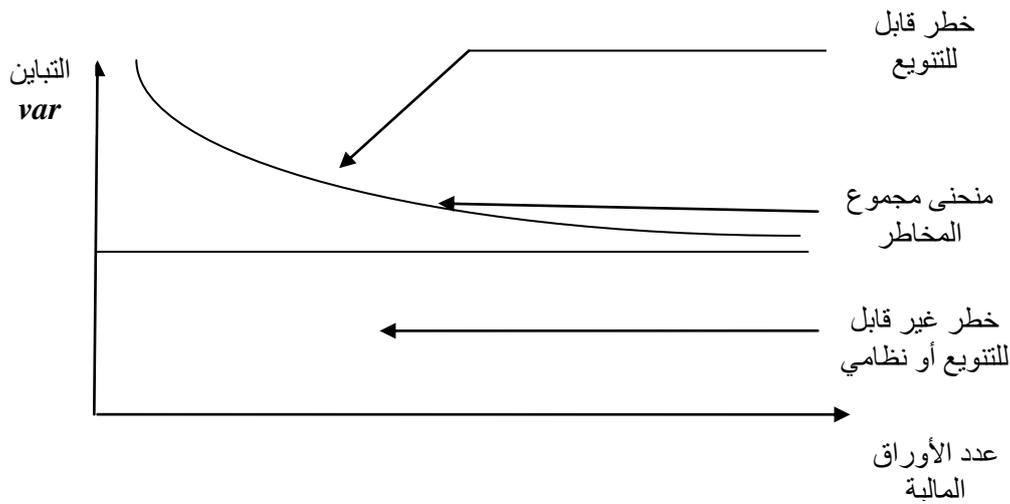
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 195

² . منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، 2006، ص 229

3.1. التمثيل البياني للمخاطر:

حتى يتم تمثيل المخاطر بيانياً يجب ربطها بالعائد، الذي يعتبر العنصر الأساسي في أهداف الإدارة المالية، و أهداف الاستثمار ككل. و ذلك اعتماداً على التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد. و يمكن إظهار دور التنويع من خلال التمثيل البياني التالي:

الشكل (1-3): التمثيل البياني للمخاطر القابلة للتنويع و المخاطر غير القابلة للتنويع

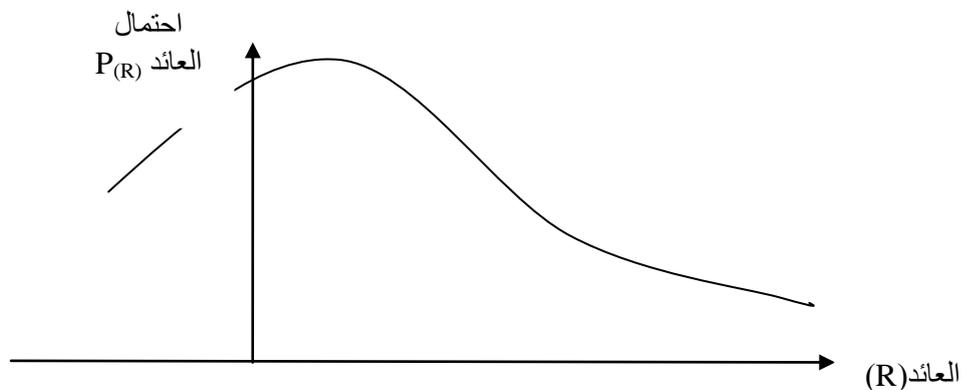


المصدر: زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، عمان، 2005، ص34

أما منحنى التوزيع الاحتمالي فيعبر عن فرصة وقوع حدث ما، و احتمال معدل العائد فيعني فرصة تحقيقه.

و يمكن تمثيل معدلات العائد في منحنى حسب احتمال وقوعها كما يلي:

الشكل (1-4): منحنى التوزيع الاحتمالي



المصدر: زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، نفس المرجع، ص37

2. طرق قياس المخاطر المالية:

إن قوانين الاحتمالات تسمح بقياس المخاطر المالية، من خلال تطوير التقديرات (*Les estimations*)، عن طريق الترددات (عدد المرات التي يتكرر فيها الحدث) أو درجة الخطورة خلال مدة زمنية معينة. تسمح هذه الطريقة بقياس المخاطر في مجال تغيرات كبيرة أو صغيرة (*L'intervalle de vraisemblance*).

هذا وفق النظرية الكمية لفكرة وزن الخطر، التي تسمح بقياس الخطر عن طريق محددتين أساسيين حسب "Prouty" بفضل مصفوفة من مدخلين: الترددات كقواصل و درجة الخطورة في الترتيب¹.

1.2. الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية:

وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي ومن أهم هذه الأدوات:

1.1.2. المدى:

يعتبر المدى (*le range*)، والذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي، كمؤشر للحكم على المستوي النسبي للخطر.

حيث كلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.

2.1.2. التوزيعات الاحتمالية:

التوزيعات الاحتمالية (*les distributions de probabilité*) و هي تقدم أداة كمية أكثر دقة من المدى، من خلال تتبع سلوك المتغير المالي بحساب احتمال وقوع الخطر أي تحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة وبذلك تحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم المالية.

¹ . G. HEAD, S. HORN, *Les fondements de la gestion des risques*, éd° Carn Institute, Paris, 2004, p 54

و تستخدم التوزيعات الاحتمالية في المقارنة بين مستويات الخطر لعدد من الأصول المالية، ما يساعد متخذ القرار على اختيار الأصل المناسب و الذي يكون ذو مستوى خطر أدنى.

فكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين، كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر للأصل.¹ و نحسب:

$$\sigma^2 = [\Sigma (R_i - \bar{R})^2] / N$$

حيث:

σ^2 : التباين (مربع الانحراف المعياري).

R_i : عائد الورقة المالية (i).

\bar{R} : متوسط عائد الورقة المالية (i).

N : عدد الأصول المالية.

3.1.2. الانحراف المعياري في قياس الخطر المالي:

لقد عرفنا الخطر على أنه يعبر عن اختلافات في التدفق النقدي المحتمل و الذي يمثل الوسط الحسابي في التوزيع الاحتمالي المعتدل، حيث يمثل درجة اتساع أو ضيق منحنى التوزيع الاحتمالي. يمكن قياس هذه الاختلافات عن طريق الانحراف المعياري σ (*Ecart type*) الذي يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للخطر الذي يوافق الورقة المالية، حيث يمكننا من تقدير درجة تشتت قيم الأوراق المالية بفضل القيمة المتوقعة للأصل. و كما يعبر الانحراف المعياري عن درجة الاختلاف في التدفق النقدي المحتمل حدوثه عن التدفق النقدي المتوقع للخطر.

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} \quad \text{يمكن حسابه كالآتي:}$$

¹ . خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2000، ص 41.

- كلما زادت قيمة الانحراف المعياري ارتفع مستوى الخطر للورقة المالية.
- كلما قلت قيمة الانحراف المعياري انخفض مستوى الخطر للورقة المالية.

قد يسمح الانحراف المعياري σ بتساوي ورقتين في درجة الخطورة بالرغم من اختلاف النسب المئوية لانحراف العوائد عن الوسط الحسابي.¹

4.1.2. التباين (معامل الاختلاف):

يمكن التخلص من هذه المشكلة باستخدام التباين (معامل الاختلاف) Var كمقياس للخطر المالي بدل الانحراف المعياري.²

فالتباين ($La\ variance$) يقيس درجة التشتت نسبياً، كما يعبر عن العلاقة التي تربط بين الخطر و العائد، أي بين الانحراف المعياري للأصل و القيمة المتوقعة له. يعبر معامل الاختلاف بدقة أكبر عن الخطر مقارنة بالانحراف المعياري في حالة مجموعة من الأصول المستقلة والمختلفة فيما بينها (العائد والخطر)، و يبين درجة الخطر لكل وحدة من العائد، فكلما ارتفعت قيمة معامل الاختلاف ارتفع مستوى الخطر. نلخص التباين في العبارة التالية:³

$$v = \sigma^2 = \sum Ri - E(R)^2 Pi$$

حيث:

σ^2 : التباين (مربع الانحراف المعياري).

Ri : عائد الورقة المالية (i).

$E(R)$: التوقع الرياضي للعائد.

Pi : احتمال الورقة المالية (i).

¹ . محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويلية، مرجع سابق، ص 260
² . محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويلية، نفس المرجع، ص 263
³ . خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق، ص 35

5.1.2. معامل بيتا:

معامل بيتا (*coefficient Beta*) يبين درجة حساسية قيم الأصل المالي نحو التغيرات التي تحدث في أصل آخر، (فمثلاً يمكن قياس درجة حساسية عائد سهم معين للتغيرات في عائد السوق، أو للتغيرات في أسعار الفائدة بالبنوك...).

و يمكن أن نعبر عن المعامل β للخطر الذي تتعرض له الأوراق المالية من مخاطر عامة و خاصة بالعبرة التالية:

$$\beta = \text{Cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m)$$

حيث:

β : درجة حساسية قيم الأصل المالي للتغيرات في الأصول المالية الأخرى.

R_i : مردودية الورقة المالية (i).

R_m : مردودية السوق.

$\sigma^2(R_m)$: تباين مردودية السوق.

و يمثل β درجة حساسية التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية إلى التغير في مؤشر السوق، كما يقيس مدى حساسية الورقة للتغيرات التي تحدث في السوق، أين تظهر علاقة درجة خطورة السوق المالي و علاقة الورقة المالية بالسوق.¹

❖ **معنى المعامل β** : يعبر المعامل β على التغير في سعر الورقة المالية حيث:²

التغير في سعر الورقة المالية = التغير في عائد السوق x β الورقة المالية

❖ **استخدامات المعامل β** : يستعمل المعامل β في:³

(1) المبادلة بين المخاطر و العوائد عند الاستثمار في الأوراق المالية، وفق نموذج تسعير

الأصول المالية **MEDAF**.

¹ . محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية 2007، ص 192

² . زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سابق، ص 349

³ . زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، نفس المرجع، ص 350

(2) التحكم في مخاطر المحفظة، عن طريق تعديل محتوياتها من أصول، باستبدال الأصول المالية قليلة الخطر و عديمة المردود بالأصول المالية ذات مخاطر أكبر و مردود أكبر.

(3) الكشف عن الأوراق الحساسة في السوق المالي.

❖ **حساسية المعامل β** : هناك طريقتين لقياس المعامل β حسب توفر المعلومات:

$$\beta_i = r_{(i, m)} * \sigma_i / \sigma_m \quad \checkmark \text{ الطريقة المختصرة:}$$

حيث:

r : معامل الارتباط بين عائد الورقة المالية و عائد السوق.

σ_i : الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية.

σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

✓ **الطريقة الأساسية:**

$$\beta = \frac{\Sigma (R_i * R_m) - n (\bar{R}_i) (\bar{R}_m)}{\Sigma (R_m^2) - n (\bar{R}_m)^2}$$

حيث:

R_i : عائد الورقة المالية.

R_m : عائد السوق.

\bar{R}_i : متوسط عائد الورقة المالية.

\bar{R}_m : متوسط عائد السوق.

n : عدد الأوراق المالية.

2.2. أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية

يعتبر التحليل المالي من الأنشطة الهامة للإدارة المالية حيث تعتمد على تحليل البيانات التاريخية للكشف عن العوامل ذات التأثير على حقوق الملكية، عن طريق تحويل الكم الكبير من البيانات التاريخية المالية إلى كم أقل ذو معلومات أكثر فائدة تساهم في اتخاذ القرار. هذا التحليل يسمح بقياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير، و خاصة الدائنين، و ذلك في الآجال المحددة لاستحقاقها، وتحقيق تدفقات نقدية للمساهمين. و يعتمد قياس المخاطر المالية بالمؤسسة على مجموعة النسب و المؤشرات المالية.¹

ومن أهم النسب أو المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في التحليل المالي مصنفة حسب المهام المراد تقييمها نذكر:

- (1) نسب تقيس درجة المديونية (الرفع و التغطية).
- (2) نسب تقيس القدرة على أداء الالتزامات قصيرة الأجل (نسب السيولة).
- (3) نسب تقيس الكفاءة في إدارة الأصل (نسب النشاط و الدوران).
- (4) نسب تقيس حق الملكية إلى إجمالي الديون.
- (5) نسبة التمويل طويل الأجل في هيكل التمويل.
- (6) نسب تقيس الربحية و العائد.²

3.2. قياس المخاطر الكلية:

نستطيع أن نقسم الخطر الذي يمكن أن تتعرض له الأوراق المالية حسب مصدرها إلى مخاطر خاصة و مخاطر عامة كما ذكرنا سالفاً، فيمكن التعبير عن كل من الخطر المنتظم و الخطر غير المنتظم لبناء علاقة الخطر الكلي للورقة المالية و فق المعادلة التالية:

$$R = \check{R} + U$$

$$R = \check{R} + m + \varepsilon$$

¹ . عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية. 2007، ص 70
² . عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، نفس المرجع، ص 79

R : يمثل العائد الكلي المحقق من الورقة المالية.

\check{R} : يمثل العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلا من الورقة المالية.

U : يمثل الجزء غير المتوقع من العائد أو الخطر الموافق للعائد.

m : يعبر عن المخاطر العامة أو مخاطر السوق.

ε : متغير عشوائي، يعبر انحرافه المعياري عن المخاطرة الخاصة.

• فالخطر المنتظم للورقة المالية يساوي: β مضروبة في الانحراف المعياري لربحية السوق.

• أما الخطر غير المنتظم فيساوي: الانحراف المعياري للمعامل المتبقي ($\sigma\varepsilon$) ومنه يمكن بناء علاقة الخطر الكلي للورقة المالية بالعلاقة التالية:¹

$$\sigma^2 = \beta^2 \cdot \sigma^2 m + \sigma^2 \varepsilon$$

يدل معامل β المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر.

4.2. أدوات أخرى لقياس المخاطر:

لقد تعددت أدوات قياس الخطر، بسبب تنوع الطرق التي تناولت الخطر، و فيما يلي أهم هذه الأدوات:²

1.4.2 مقياس Kolm: يقوم هذا المقياس على أساس توقع المكاسب لدخل من خلال المقارنة

بين منفعة المداخل المتوقعة و منفعة المداخل. فقد حدد *Kolm*

المخاطر كميا وفق معادلة: $S = U(x) - V(x')$

2.4.2 مقياس Markowitz (التوقع الانحراف المعياري): يطرح من خلاله فكرة خيارات

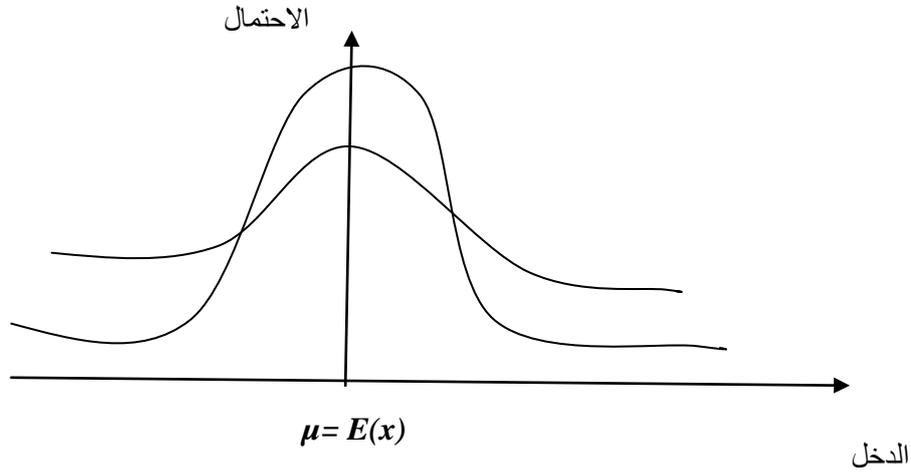
المحفظة بطريقة تسمح بحل مشاكل الأوراق المالية، لكل منها مردود محدد بحساب التوقع

¹ . محمود محمد الداغر، الأسواق المالية ، مرجع سابق، ص 193

² . François QUITTARD-PINON, Marché des capitaux et théorie Financière, 3^{ème} éd° Economica, Paris, 2003, p 34

الرياضي (E)، و مستوى مخاطرة محددة بالتباين (V). فهذا النموذج يسمح بتحديد المخاطر المالية في الاقتصاد.

الشكل (5-1): التباين و الخطر



المصدر: François QUITTARD-PINON, Marché des capitaux et théorie Financière,

Ibid, p 35

3.4.2. المقياس الثاني Markowitz (semi-variance): يهدف إلى الرفع من مردودية الأوراق المالية إلى حدودها القصوى.

4.4.2. مقياس Fama: افتراض أن مقياس الخطر يتمثل في الدخل أو عائد الأصول المالية، حيث تتبع القانون الطبيعي في توزيعها.

5.4.2. مقياس A.D. Roy: لقد عرف الخطر على أنه احتمال الخسارة في المحفظة المالية لدخل ما، مع تحديد عتبة محددة. وفق الدالة:

$$\Pi = P(x' < x_0)$$

3. قياس المخاطر المالية:

3.1. قياس المخاطر المالية المنتظمة:

يعد المعامل β مقياسا مناسباً لقياس المخاطر المنتظمة، إذ يعبر عن التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية نتيجة التغير في مؤشر السوق (العائد)، فنعبر عن العلاقة بينهما بالمعادلة الخطية التالية:¹

$$R_i = a_i + \beta_i R_m$$

R_i : عائد الورقة المالية.

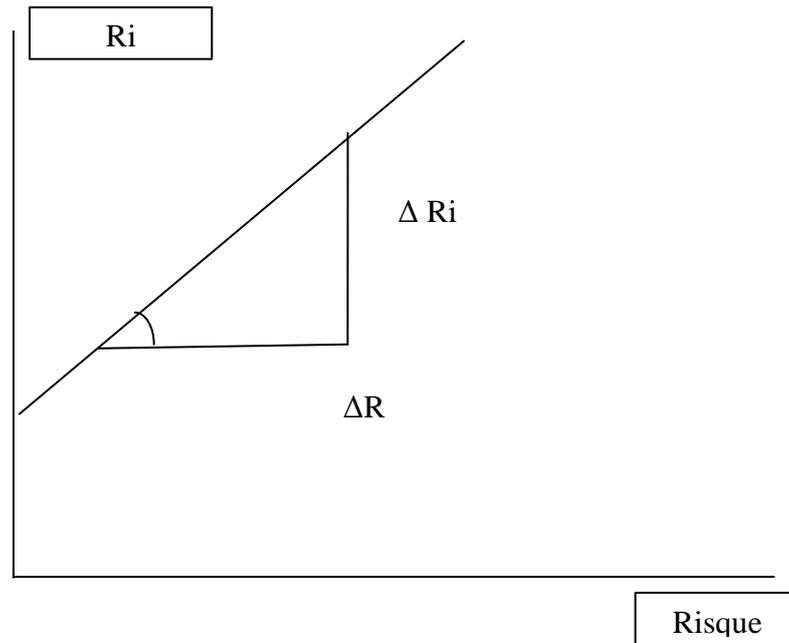
R_m : عائد السوق عبر مؤشر السوق.

a_i : ثابت، يمثل معدل العائد للورقة المالية المستقل عن السوق.

β_i : ثابت، يمثل ميل معادلة المستقيم للتغير الحاصل في معدل عائد الورقة المالية

R_i : نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق R_m بوحدة واحدة.

الشكل (1-6): العلاقة بين الخطر و المردودية



المصدر: من إعداد الطالبة

يمكن التوصل لقياس β بالعلاقة:

$$\beta = Cov(m) / v(m)$$

$Cov(m)$: التباين المشترك للورقة المالية و السوق.

$v(m)$: تباين عائد السوق.

يعبر المعامل بيتا عن الحالات التالية:¹

- إذا كان معامل بيتا مساو للواحد، تكون الورقة المالية حساسة للتغيرات على عائد السوق بدرجة عادية، إذ يتغير العائد بدرجة متطابقة مع تغيرات عائد السوق، و تتطابق مخاطره مع مخاطر السوق. و منه فالسوق يتصف بالاستقرار عكس المتغيرات الأخرى، يعني تحقيق التوازن.

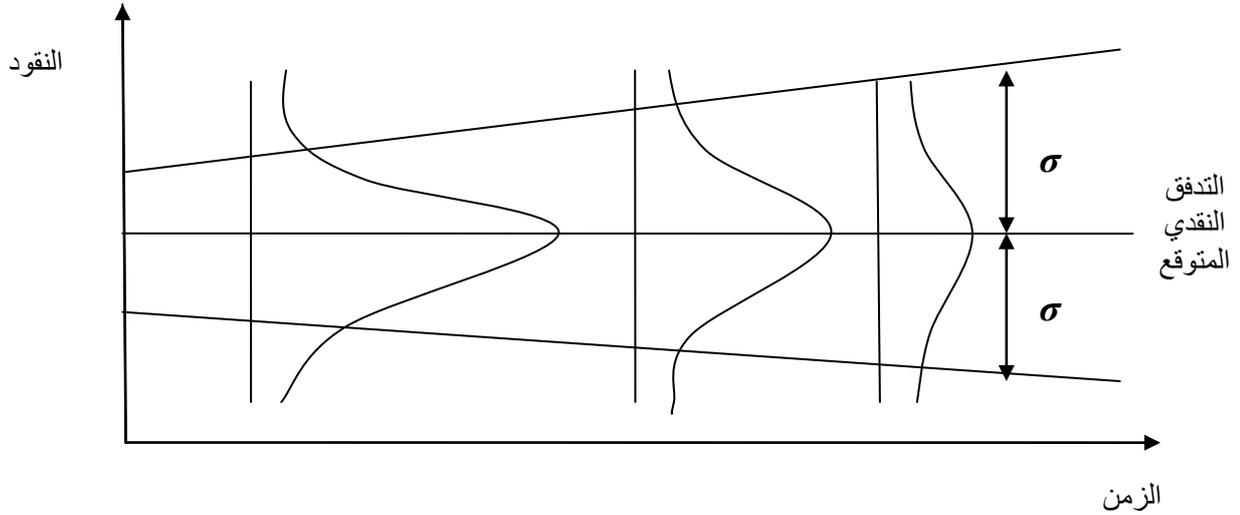
- إذا ارتفعت قيمة معامل بيتا (أكثر من 1)، فإن الورقة المالية ذات حساسية كبيرة بالنسبة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق بدرجة كبيرة، أي أنه يضخم هذه التغيرات، ما يزيد من قيمة المخاطر المنتظمة المصاحبة للأوراق المالية، فتكون مخاطره أكبر من مخاطر السوق. الأمر الذي يتطلب إعادة النظر في سياسة تنويع الاستثمارات التي تنتهجها المؤسسة.

- إذا انخفضت قيمة معامل بيتا (أقل من 1)، فإن الورقة المالية غير حساسة (نسبياً للسوق). أي أن الورقة المالية ذاتية الحساسية للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، و تكون مخاطره أقل من مخاطر السوق.

إضافة إلى هذا، توجد علاقة عكسية تربط الزمن بالخطر، فكلما كانت النقطة الزمنية التي يتم فيها الحصول على العائد بعيدة، كلما زادت درجة الخطورة المرتبطة بهذا التدفق. أي أن الخطر يزيد مع الزمن، حيث أن σ - و حتى Var - يزداد بالنسبة للعوائد البعيدة.²

¹ . زياد رمضان، الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2005، ص 345
² . محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويلية، نفس المرجع، ص 265

الشكل (7-1): العلاقة بين الزمن و الزمن



المصدر: محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويلية، مرجع سابق، ص 265

2.3. قياس المخاطر المالية غير المنتظمة:

عكس المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها لشموليتها و ارتباطها بالسوق، فإن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها بمتابعة تشتت عائد الورقة المالية على وسطها أي انحرافها المعياري، و محاولة استبدالها بورقة مالية أخرى ذات انحراف معياري أقل أو عائد أعلى.

ويمكن تقديرها كمياً بالعلاقة:

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\sum (R_i - \bar{R}_i)}$$

حيث:

σ : الانحراف المعياري.

v : التباين.

R_i : عائد الورقة المالية (i).

\bar{R}_i : العائد المتوقع للورقة المالية (i).

المطلب الثالث: أنواع المخاطر المالية

إن التعاملات في الأسواق المالية تنطوي على مجموعة متنوعة من المخاطر المالية التي تواجه المتعاملين ومختلف المؤسسات المعاصرة في المجالات الوظيفية المختلفة، والتي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار لتفاديها أو التقليل من أثارها و انعكاساتها على أوضاعهم المالية. يمكن تصنيف هذه المخاطر إلى:¹

1. خطر السوق:

يمثل خطر السوق خطر ضياع أو خسارة تتسبب في التأثير على أسعار الأدوات المالية، يحدث نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تحدث على مستوى السوق المالي نتيجة العديد من الأسباب التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار سواء كانت الأسباب المؤثرة في البلد نفسه أو في بلدان أخرى تربطها به علاقات اقتصادية.²

ينتج هذا الخطر عن العلاقة العكسية بين السعر و المردود حيث تتعلق بطبيعة و مميزات الورقة المالية (الكمية، الاستحقاق، ...) فهي بذلك تنشأ من الخسائر الناجمة عن المواقع المتضمنة داخل أو خارج الميزانية الناشئة عن التحركات في سعر السوق المالي. وبالتالي فإن مخاطر السوق هي مخاطر التغيرات في قيمة الأوراق المالية أو المعاملات نتيجة لإدراج عمليات الدخول في الأسواق في السجلات التجارية والبنكية.³ كما تنتج مخاطر السوق عن اتحاد مخاطر التحركات في أسعار الفائدة، أو أسواق الصرف الأجنبي، أو أسواق الأسهم، أو أسواق السلع و الخدمات، إضافة إلى التغير في أسعار نتيجة للأنشطة التجارية في الأجل القصير. فالزيادة في أحد هذه المخاطر يؤدي إلى زيادة مخاطر السوق.⁴

¹ . محمود محمد الداغر، *الأسواق المالية*، مرجع سابق، ص 194

² . P-C. PARADIER, *La notion de risque en économie*, éd° la découverte, Paris, 2006, p 46

³ . P. d'ARVISENET, *Finance internationale*, éd° DUNOD, Paris, 2004, p 44

⁴ . نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص 293

تعتمد إدارة المخاطر في المؤسسة المالية على تحديد، متابعة، وإدارة مختلف مستويات المخاطر بهدف حماية قيم الأصول وتدفقات الدخل مخافة تأثير قيمها الحقيقية، ما يحمي أموال المتعاملين، مع العمل على تعظيم عائدات استثماراتهم.

فالعلاقات المالية تنطوي على العديد من المخاطر و التي تدعى مخاطر السوق تضم في مجملها مخاطر أخرى و هي: خطر سعر الفائدة، خطر السيولة، خطر الملكية و خطر الوضعية بالنسبة لسوق الصرف.¹

1.1. خطر سعر الفائدة:

الفائدة هي العائد أو المردود المتحصل عليه مقابل خدمة أو قيمة تفوق قيمة الخدمة المقدمة لجهة معينة بالاتفاق المسبق للطرفين. تكمن أهميتها في كونها السعر المقدم مقابل إقراض أموال تتصف بندرتها، كتنازل مؤقت عن استخدام الأموال مع التفضيل المستقبلي.²

إن عدم التوافق و التطابق بين آجال الاستحقاق للأوراق المالية الأولية و الثانوية كجزء من وظيفة تحويل الأصول يؤدي إلى تعرض المؤسسة المالية إلى مخاطر سعر الفائدة من خلال التأثير على ربحية المؤسسة عند وجود تغير في معدل الفائدة، كما يؤثر على قرار إعادة التمويل أو إعادة الاستثمار في المؤسسة.

فمخاطر سعر الفائدة تعبر عن حساسية التغير في قيمة الأصول المالية للتغير الذي يحصل في معدلات الفائدة في السوق، حيث تحدد معدلات الفائدة المعدل الذي يجب استخدامه عند خصم القيمة المستقبلية لحساب القيمة الحالية، حيث تتعلق بدمم و ديون حالية

¹. B. COUGNAUD, *L'univers des risques en finance*, éd° Science PO, Paris, 2007, p 51

². جميل الزيدانين، *أساسيات في الجهاز المالي*، دار وائل للطباعة و النشر، الطبعة الأولى، عمان، 1999، ص 179 يمكن الاطلاع أيضا على:

- مائير كوهين، *النظم المالية و التمويلية*، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 2007، ص 164

- Henri Pierre MADERS , Jean Lu MASSELIN, *Contrôle interne des risques*, Op-cit, p 52

- John HULL, *Gestion des risques et institutions financières*, Op-cit, p 290

و بدم و ديون مستقبلية. كما يمكن أن نعبر عنها بالتعرض لقرض مستقبلي قابل للزيادة، التي يمكن أن تسبب ارتفاع معدل الأسعار يتبع بتغير في السياسة النقدية.¹

تتغير قيمة الأوراق المالية وفق تغيرات أسعار الفائدة في الأسواق المالية نتيجة التغيرات في سعر الفائدة السائد في السوق حيث تنخفض القيمة السوقية للورقة المالية عند ارتفاع سعر الفائدة السائد، و ما يؤدي إلى تحمل خسارة ضمنية يتحملها المتعامل تتمثل في الفرق بين سعر الفائدة على الورقة المالية و سعر الفائدة الأعلى السائد في السوق.²

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته. وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح ، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار. كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم النظام النقدي والمصرفي في الأنظمة المالية الدولية فإنه يؤثر على مختلف المنتجات المالية فمثلا التغير في معدلات الفائدة على العملات يؤثر على عمليات السوق النقدي عندما تكون أجال استحقاق عمليات القرض و الاقتراض غير متطابقة، أو اختلاف في تاريخ حق شراء و بيع العملية في عمليات المبادلات (Les swaps).³

¹ . P. d'ARVISENET, *Finance internationale*, Op-cit, p 45

² . فليح حسن خلف، *الأسواق المالية و النقدية*، جدارا للكتاب العالمي، الطبعة الأولى، 2006، ص 250. يمكن الاطلاع أيضا على:

- نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، مرجع سابق، ص 290

³ . H. BOURACHOT, G.RENOUARD,J-L.RETTEL, *100 fiches pour comprendre la bourse et le marche financier*; 2eme éd B real, Paris, 2006, p 116

يمكن الاطلاع أيضا على:

- توفيق عبد الرحيم، يوسف حسن، *الإدارة المالية و التمويل*، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان ، 2004، ص 215

طبيعة خطر معدل الفائدة:

تتعلق طبيعة خطر المعدل بالوضعية التي تكون عليها المؤسسة المالية أو السوق و التي نميز فيها نوعين أساسيين:¹

1. *خطر الفائدة على التدفقات (الدخل)*: يترافق في السوق بخسارة أو ربح يعبر عنه بالفرق في التغيير في الفائدة بين الفوائد المستحقة و المدفوعة.

$$Gains / Perte = \sum \Delta \text{ des intérêts perçus} - \sum \Delta \text{ des intérêts versés}$$

2. *خطر الفائدة على رأس المال*: يتعلق بإمكانية تغيير قيمة الذمم و التزامات المؤسسة أي أن تحقق ربح أو خسارة في رأس المال الذي يكون مساويا لمجموع التغييرات في قيمة الأصول بمعدل ثابت تخفض من قيمة الخصوم بمعدل ثابت.

$$Gains / Perte = \sum \Delta \text{ valeur des actifs à un taux fix} - \sum \Delta \text{ valeur des passifs à un taux fix}$$

أسباب تقلب معدلات الفائدة:

إن قوى السوق من عرض و طلب على الأموال هي التي تتحكم في المستوى العام لمعدلات الفائدة بالرغم من التأثيرات و التدخل الحكومي من خلال السياسة الاقتصادية، و ذلك نتيجة لعولمة الأسواق المالية، ما سهل من عملية تحول الطلب على القروض و الاستثمارات من عملة لأخرى بسرعة كبيرة، ما يتسبب في تغييرات هائلة في معدلات الفائدة.²

¹ . Michel JURA, *Technique financière internationale*, Op-cit, p 394

² . Zvi BODIE, Robert MERTON, *finance*, Op-cit, p 229

كما تخضع هذه التقلبات في قياسها إلى عاملين أساسيين:¹

الحساسية (La sensibilité): تخضع أسعار الأوراق المالية إلى سعر الفائدة الثابت، حيث تتحكم فيه:

- مدة الورقة المالية.

- معدل الفائدة للورقة المالية.

- معدل الفائدة السوقي.

تساوي الحساسية (S) إلى النسبة بين الزيادة النسبية في سعر الورقة إلى الزيادة ب1% في سعر الفائدة السوقي (F) حيث:

$$S = (-\Delta P/P) / \Delta F$$

المدة (La duration): هي مؤشر الزمن المتوسط الذي يحتاجه المستثمر لتغطية المبالغ.

■ كيفية تقلب أسعار الفائدة:

معدلات الفائدة التي تنشأ من عدم التأكد بشأن المتغيرات المستقبلية تتأثر بمستوى التضخم و الذي يترافق ارتفاعه مع ارتفاع ملحوظ في معدل الفائدة، كذلك الحال بالنسبة إلى معدل النمو الاقتصادي أين تسجل معدلات الفائدة ارتفاعا عند ارتفاع نسبة النمو في حين تنخفض عند تعرض الاقتصاد إلى هبوط أو الدخول في مرحلة ركود.

¹ J. PEYRARD, *La gestion financière internationale*, 5^{ème} éd° DUNOD, Paris, 1999, p 143

لمزيد من المعلومات أنظر:

- P. d'ARVISENET, *Finance internationale*, 2^{ème} éd° DUNOD, Paris, 2008, p 56

هذا إضافة إلى عوامل أخرى تؤثر في مخاطر سعر الفائدة و هي:

- تقلب معدلات الفائدة.
- حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة المالية نتيجة حدوث تغير عكسي عليها من خلال كمية الأموال المستثمرة أو المتداولة في السوق.
- مدة التعرض للمخاطرة التي يمكن أن تؤثر على حجم المخاطرة بسبب تراكم معدلات الفائدة عبر الزمن.

كل هذه العوامل تتفاعل لتحديث مخاطرة مرتبطة بمعدل الفائدة.¹

(1) المخاطرة بالنسبة للمقرض:

نتيجة حدوث تطورات عكسية على معدلات الفائدة يمكن للمقرض أن يتعرض إلى نفس مخاطر المقرض، فتلجأ البنوك إلى فرض معدلات ثابتة في حال انخفضت معدلات الفائدة، في حين تفرض معدلات متغيرة عند توقع ارتفاع معدلات الفائدة.

(2) المخاطرة بالنسبة للمقرض:

يكون معرضا لانخفاض في القيمة السوقية لاستثماراته الحالية ذات المعدل الثابت عند توقع ارتفاع في معدلات الفائدة.²

يقاس سعر الصرف بالفرق بين الحالة القبلية التقديرية لمعدلين كمرجع: معدل السوق و المعدل المتوقع.

- عندما يكون سعر الفائدة السوقي أكبر من السعر الثابت، يكون الخطر على التدفقات المالية للفائدة فيكون سعر الفائدة الثابت كمرجع، أي التأثير على المبالغ المدفوعة أو المملوكة و منه على نتيجة المؤسسة.

¹ . بريان كويل، الحماية من مخاطر العملة، دار الفاروق، الطبعة الأولى، القاهرة، ص 11

² . بريان كويل، الحماية من مخاطر العملة، نفس المرجع، ص 18

- عندما يكون سعر الفائدة السوقي أصغر من السعر الثابت يكون الخطر على قيمة ممتلكات المؤسسة و منه يكون سعر الفائدة السوقي كمرجع، أي التأثير على رأس المال.¹

2.1. خطر سعر الصرف:

تستثمر المؤسسات المالية في الاستثمارات الأجنبية إلى جانب الاستثمارات المحلية كخطوة منها للتنوع، ما يتوقف على درجة الارتباط بين عوائد الاستثمارات الأجنبية والمحلية التي تتأثر بمخاطر الصرف التي تعبر عن مخاطر تتعرض لها المؤسسة نتيجة للتغير في أسعار الصرف أي تغير في قيمة الأصول و الخصوم.

تطور هذا الخطر منذ 1970 مع بداية التعاملات بنظام الصرف المعموم (*le système de change flottant*) و ينقسم هذا الخطر إلى نوعين من المخاطر:²

- **خطر الصرف التجاري:** مخاطر تحدث على مستوى السوق نتيجة للتجارة في العملات الأجنبية أو عمليات الاستيراد و التصدير بالعملة الأجنبية.
- **خطر الصرف المالي:** مخاطر تحدث على مستوى السوق المالي من خلال شراء الأوراق المالية بالعملة الصعبة أو التمويل بإصدار أوراق مالية بالعملات الأجنبية أو الحصول على قروض بالعملة الأجنبية.

أما خطر الصرف الاقتصادي فيظهر من خلال التأثير على أسعار الصرف التي تؤثر بدورها على المؤسسة، و الذي يقاس بالانحراف المعياري للقيم الحقيقية في المؤسسة هو الآخر، بالعملة المرجعية التي تخضع لتغيرات غير المتوقعة على أسعار العملة الأجنبية.³

¹ . Michel JURA, *Technique financière internationale*, Op-cit, p 402

² . H. BOURACHOT, G.RENOUARD,J-L.RETTEL, *100 fiches pour comprendre la bourse et le marche financier* , Op-cit, p 114

لمزيد من التوضيح انظر:

- نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، مرجع سابق، ص 295

³ . P. FONTAINE, C. GRESSE, *Gestion des risques internationaux*, éd° DALLOZ, Paris, 2003, p 225

وتنشأ مخاطر الصرف في السوق المالي نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة. ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر أيضا عند إصدار الأوراق المالية بعملة معينة واستثمار بعملات أخرى، في إطار التعامل بالعملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات التجارة الدولية.

كما قد يتعرض مقترض بالعملة الأجنبية إلى احتمال زيادة في قيمة العملة التي تم بها القرض مقابل عملة المقترض المحلية، ما يولد ارتفاع تكلفة التسديد. أما بالنسبة للمستثمر فإنه إذا انخفضت قيمة العملة في مقابل العملة المحلية للمستثمر تنخفض القيمة السوقية للاستثمار في العملة المحلية و يعاني من خسارة.¹

يخضع خطر الصرف لعاملين مؤثرين:

- القيود الخارجية تكون مقبولة أو غير مقبولة تسمى "عشوائية" حسب مستوى احتمال وقوع الحدث.
- القيود الداخلية (*Les enjeux*) التي تساوي المبلغ الصافي المتاح المتعلق بالحدث و الذي يسمى أيضا وضعية الصرف (*La position de change*) والتي تعبر عن الرصيد بين التزامات المؤسسة المستلثة (*ER*) و التزاماتها المدفوعة (*ED*)، يمكن قياسها بالعلاقة:

■ إذا كان: $ER = ED$ فإن الوضعية مغلقة المؤسسة ليست في وضعية خطر الصرف بالنسبة للعملة المعنية.

¹ . بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 151 يمكن الاطلاع أيضا على:

- Zvi BODIE, Robert MERTON, *finance*, Op-cit, p 229
 - P. D'ARVISENET, *Finance internationale*, éd° DUNOD, Paris, 2004, p 37
 - D. EITEMAN, A. STONEHILL, M. MOFETT, *Gestion financiere internationale*, 2^{eme} éd° Pearson, Paris, 2004, p 22

■ إذا كان: $ER > ED$ فإن الوضعية مفتوحة طويلة. الزيادة في العملة الأجنبية يولد مكسب، في حين انخفاضها يسبب خسارة.

■ إذا كان: $ER < ED$ فإن الوضعية مفتوحة قصيرة. الزيادة في قيمة العملة الأجنبية تسبب خسارة، في حين انخفاضها يعتبر مكسب للمؤسسة.

خطر الصرف على المعاملات المالية يتعلق ب:

- كل عمليات القرض و الاقتراض المعبر عنها بالعملة الأجنبية بوساطة مالية.
- دفع أو الحصول على ربحية.
- ترصيد الحسابات الدولية.¹

يعبر عن خطر الصرف بالربح أو الخسارة المحققة خلال فترة بما يقابلها من العملة المحلية.

3.1. خطر المضاربة:

المضاربة من أشكال الاستثمار القصير الأجل، تتضمن عمليات بيع و شراء الأوراق المالية بغرض إعادة بيعها في الأسواق المالية بربح في المستقبل ما يسمح بتحقيق عائدات كبيرة في فترة قصيرة.

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية (كالإشاعات، الاحتيال، البيع والشراء الصوري... الخ)، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية.

تستغل الأسواق المالية في المضاربة أكثر من استغلالها في التداول و تغطية المخاطر، بفضل تحقيق أرباح جراء المخاطرة بالأموال من خلال المجازفة بها حسب التقديرات المتوقعة في أسعار السوق التي ستتغير، فيحقق المضارب عوائد من التغير الإيجابي في سعر الصرف. فيما قد يتعرض للخسارة في حالة تغير أسعار الصرف عكسياً.

¹ J -A. COLLAMB, *Finance de marché*, éd° ESKA, Paris, 1999, p 106

يمكن الاطلاع أيضا على:

- V. DEBELS, G. DE SMULIERS, B. DUBUS, *Les risques financiers*, éd° ECONOMICA, Paris, 1992, p 148

أما **المضاربة على العملات** فتظهر هذه المخاطرة في سوق الصرف من خلال عمليات تبادل العملات، أين نميز نوعين من المضاربة:

• **المضاربة منخفضة المخاطرة:** تستحق الممارسة لما تكون المؤسسة واثقة من التغيرات الآجلة خاصة سعر الصرف.

• **المضاربة مرتفعة المخاطرة:** نادرا ما توافق الإدارة على المضاربة في سوق الصرف، و التي تتضمن صفقات المضاربة في المعاملات التجارية على الأدوات المشتقة. في حالة وقوع خسائر تكون فادحة. تقوم المؤسسة بالمضاربة على التغيرات الآجلة لسعر الصرف الفوري بإبرام عقود الصرف الآجلة. أين يحقق المضارب ربحا فوريا.

2. خطر الحيازة:

هذا الخطر يرتبط بالإدارة العامة يقع عند إيداع الأموال، فهو يؤثر على رأس مال المؤسسة. يقوم تطبيق خطر الحيازة في المؤسسة على تنظيم وضعية الزبائن أين تعتمد ثلاث أسس لتقليص هذا الخطر:

- تحليل الحيازة.
- تحديد خط السماح بالحيازة.
- وضع بنية إدارية للمراقبة.

1.2. خطر الائتمان:

الائتمان هو الحصول على البضائع والخدمات مقابل إعطاء وعد بدفع قيمتها بالنقود بعد مدة زمنية يتم الاتفاق عليها بين الطرفين. يقوم على أساس الثقة من الطرف الحاصل عليه ويستوجب مرور فترة من الزمن بين وقت التسليم و الاستلام أو الإقراض والتسديد، كما يعبر عن عملية مبادلة قيمة حاضرة بقيمة آجلة مساوية لها مضافا إليها مبلغ الفائدة نظير تخلي الدائن عن قيمة حاضرة.

تنشأ مخاطر الائتمان نتيجة عجز مصدر الأوراق المالية عن دفع المبالغ المستحقة للمقرضين في أجال الاستحقاق.¹

يمكن تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية جراء الائتمان إلى مخاطر عامة، و خاصة.²

● **المخاطر الخاصة:** تتعلق بنشاط العميل أو النشاط الذي يزاوله، كضعف الإدارة من حيث الهيكل أو الطريقة المتبعة في تسيير مشاكل العمال(الإضرابات). تؤثر هذه المخاطر على قدرة السداد.

● **المخاطر العامة:** يتعرض الائتمان لهذا النوع من المخاطر في ظل التغيرات التي تمس كل من أسعار الفائدة، مخاطر التضخم، مخاطر السوق، وغيرها...

و يسعى المتعاملون إلى التقليل من هذه المخاطر من خلال:

- مراقبة مجموع المبالغ التي يمكن أن يمنحها المقرض كائتمان للأطراف الأخرى.
- التمييز بين شكلين من مبالغ الائتمان:

1. مبالغ الائتمان الممنوحة لعمليات بالتعامل العملات.

2. مبالغ الائتمان الممنوحة لعمليات السوق النقدي.

- في حالة التعامل الخارجي لا بد أن تأخذ البنوك في الحسبان المخاطر الخارجية المتمثلة في مجموع المبالغ التي يمكن منحها لدولة ما.³

¹ . بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق ، الطبعة الأولى، القاهرة، ص 150

² . P. d'ARVISENET, *Finance internationale*, Op-cit, p 63

³ . توفيق عبد الرحيم، يوسف حسن، الإدارة المالية الدولية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص 215.
يمكن الاطلاع أيضا على:

- A. SERVIGNY, B. METAYER, I. ZELENKO, *Le risque de crédit*, 3^{eme} éd° DUNOD, Paris, 2006, p 193

مانير كوهين، الأسواق المؤسسات المالية- الفرص و المخاطر-، دار الفجر للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2007، ص 188
- موسى سعيد مطر، نوري موسى شقيري، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص 155

2.2. الخطر السياسي:

إن الاستقرار و طبيعة النظام السياسي يمكن أن يؤثر على المؤسسات المالية و على الاقتصاد ككل، حيث اعتبر *Gerry Johnson* و *Hevan Scholes* أنه يمكن تقسيم المخاطر السياسية إلى : الحروب أو اللااستقرار جيوسياسي، الجرائم المنظمة و ضعف تأثير الدولة.¹

يكون هذا التأثير خاصة في ظل ما يدعى اليوم بالنظام العالمي الجديد أو العولمة الناتجة عن السيطرة على العالم و على المنظمات الدولية، و من ذلك القرارات الصادرة عن بعض الدول الكبرى أو عن مجلس الأمن أو المنظمات الدولية الأخرى (الحصار الاقتصادي، المقاطعة لدولة ما أو لمؤسسة بذاتها). كما يندرج تحت المخاطر السياسية الثورات و الاضطرابات الداخلية مثل الثورات في الوطن العربي التي مست أنظمة الحكم كالثورة التونسية، المصرية و الليبية مع مطلع سنة 2011 و التي كان لها التأثير البالغ على مختلف الأسواق العالمية خاصة المالية منها، إضافة إلى عوامل أخرى كالتأميم و المصادرة...

فالخطر السياسي عبارة عن مرجع لكل الأحداث الخطرة المحلية ذات أصل اجتماعي أو سياسي التي لها القدرة على زعزعة الاستقرار، و التأثير على إتمام التدفقات لبلد ما مع البلد الأجنبي. و بذلك فهو يؤثر على وضعية المؤسسة، الأسواق، و النسيج الاقتصادي ككل.

3.2. خطر البلد:

هو خطر يتعلق بالحوادث التي قد تتعرض لها الأصول بسبب الحوادث المتنوعة في إطار اقتصادي أو سياسي لبلد ما في الخارج، أو مؤسسة تزاوّل جزءاً من نشاطها في الخارج.²

¹ . Olivier Hassid, *La gestion des risques*, éd° DUNOD, Paris, 2008, p 7

² . Laurance BILLARD, *Analyse des marchés et des risques pays et de stratégie de développement international des entreprises*, OPU, Paris, 2006 , p 17

كما يعبر عن خطر العجز أو رفض اقتصاد البلد أو الحكومة دفع التزاماتها المالية، يميز المعاملات التجارية و الاستثمارات الدولية ، تتسبب به مجموعة من الأسباب التي ترتبط بكل بلد لوحده.¹ يعتمد هذا الخطر على تحليل السيولة و استقلالية البلد المدين، مع إمكانية لضمان الدفع للفوائد على الأصل المقترض، أين يتعلق بعدم السيولة (*L'insolvabilité*) من خلال مؤشرات السيولة (*Les ratio de liquidité*).²

يضم هذا النوع من المخاطر مجموعة من المخاطر التي يمكن أن تمس البلد و هي:

- خطر سياسي.
- خطر نظامي للسوق.
- خطر نظامي للائتمان.³

3. خطر السيولة:

الأصل الذي يمكن بيعه بسرعة و تحويله إلى نقدية بدون انخفاض في قيمته يعتمد على درجة عالية من السيولة، كما أن معدل الفائدة على أصل معين يعكس درجة السيولة الموافقة له، كلما زادت درجة سيولة الأصل انخفض معدل الفائدة عليه، و العكس أي درجة سيولة منخفضة توافق معدل فائدة كبير. يطلب المستثمر علاوة السيولة أو الزيادة في معدل الفائدة تعويضاً عن هذه المخاطر و التي تزداد مع طول أجل استحقاق الأصل المالي.

قد تنتج عن سوء إدارة السيولة في المؤسسة و عن صعوبة الحصول على السيولة بتكلفة معقولة وهو ما يدعى بمخاطرة تمويل السيولة، أو تعذر بيع أصول وهو ما يدعى بمخاطرة بيع الأصول.⁴

¹ . P. FONTAINE, C. GRESSE, *Gestion financière internationale*, éd° DALLOZ, Paris, 2003, p 300

² . P. D'ARVISENET, *Finance internationale*, Op-cit, p 255

³ . J-C. ASFOUR, J-L. MALARD, *La gestion du risque client à l'international*, éd° Le MOCI, Paris, 2003, p 12

يمكن الاطلاع أيضا على:

- Laurance BILLARD, *Analyse des marché et des risques pays et de stratégie de développement - international des entreprise*, Ibid, p 20

- Anne-Marie PERCIE du SERT, *Les risque et contrôle des risques*, Op-cit, p 24 -

⁴ . نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، مرجع سابق، ص 289

تنشأ مشكلة السيولة عادة من أن هناك مفاضلة بين السيولة والربحية وتباينا بين عرض الأصول السائلة والطلب عليها.

"فخطر عدم السيولة يتعلق بعدم قدرة المؤسسة على مواجهة طلبات التسديد من طرف الزبائن وهذا نتيجة لعدم تسديد الزبائن للأموال المقترضة لهم في الوقت المحدد".¹

المؤسسات البنكية تمارس نشاطها اعتمادا على الودائع المقدمة لها من طرف المودعين فتقوم بتمويل القروض بواسطة هذه الودائع وقد يحدث وأن يطلب المودع ماله في أي وقت وبالتالي يتعرض البنك إلى خطر عدم السيولة الذي قد يحدث نتيجة للسحب المفاجئ والمستمر لودائع الزبائن باعتبار أن القروض التي منحت للغير لم يحن بعد ميعاد استحقاقها أو لم تسدد في تاريخ الاستحقاق، فتصبح تلك الأموال مجمدة مما يدفع البنك إلى خصم أوراقه التجارية في السوق النقدية بمعدلات فائدة مرتفعة وبالتالي حدوث خسارة للبنك. أما في حالة عدم إمكانية إعادة خصم الأوراق في الأسواق النقدية فيلجأ البنك التجاري إلى طلب قرض من البنك المركزي. وهذا يؤدي إلى عواقب تتحملها المؤسسة البنكية. ولتجنب خطر السيولة فعلى البنك أن يضمن التوازن بين موارده واستخداماته أي بين أصوله وخصومه.

1.3. خطر عدم السداد:

يعد خطر عدم استرداد الأموال أول خطر يعترض النشاط المالي وذلك لأسباب تخص العميل، فعدم قدرة المقترض أو مصدر الورقة المالية على سداد أصل الورقة أو الفائدة المترتبة عنه أو الاثنتين معا. كلما زادت مخاطر عدم السداد كلما زاد معدل الفائدة المطلوب على الأصول المالية لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر، رغم اختلاف درجة المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية المختلفة. تنقسم هذه المخاطر إلى² :

• **خطر اقتصادي** : يكون على مستوى الدورة الاقتصادية، يتعلق هذا الخطر بالظرف الاقتصادي، السياسي، والاجتماعي السائد ويعتبر من أكثر الأخطار صعوبة وتعقيدا

¹ . Henri Pierre MADERS , Jean Lu MASSELIN, *Contrôle interne des risques*, Op-cit, p 52

² . BOURACHOT, G.RENOUARD,J-L.RETTEL, *100 fiches pour comprendre la bourse et le marche financier*, Op-cit, p 112

يمكن الاطلاع أيضا على:

- نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق و المؤسسات المالية، مرجع سابق، ص 42

بسبب انعدام وسائل تحديده أو تقييمه بدقة عند تحليل مسبباته، وصعوبة تقدير المخاطر. ويستحيل التحكم في هذا الخطر، فيتم تقييم الوضعية سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي من خلال القرارات السياسية والاقتصادية والنقدية التي سيتم اتخاذها. مثلا نزول مؤشرات الأسواق المالية أو انخفاض طلب العائلات المرتبط بارتفاع سريع و مفاجئ لمعدلات البطالة يؤثر سلبا على مستقبل المؤسسات المالية و إمكانيات الاستثمار. أما في سوق الصرف فإن ضعف عملة مقابل أخرى يؤدي إلى إضعاف تنافسية المؤسسات من نفس البلد .¹

● **خطر قانوني :** يرجع هذا الخطر أساسا إلى القوانين والأنظمة والأسس المطبقة داخل المؤسسة، إضافة إلى نوع الأنشطة التي تمارسها وعلاقتها بالمحيط. لتفادي هذا النوع من المخاطر تقوم المؤسسة بدراسة تحليلية لمعرفة الطبيعة القانونية للعمل داخل المؤسسة و شرعية النشاط الذي تمارسه من الناحية القانونية.

2.3. خطر السيولة و خطر الفائدة:

سعر الفائدة و الثمن الذي يمنحه البنك للحصول على قرض، أو الثمن الذي يدفعه البنك مقابل حصوله على ودائع. فمعدل الفائدة يكون ثابتا أو متغيرا تبعا لحجم العمليات البنكية. و يتحدد خطر سعر الفائدة بالنسبة للمؤسسة المالية عندما يكون هذه المؤسسات تمتلك أصولا أو خصوما بمعدلات فائدة ثابتة أو بمعدلات متغيرة، وهذا الخطر له تأثير هام على وضعيتها من خلال العلاقة العكسية بين معدل الفائدة وقيمة الأصل المالي. فعند المقارنة بين الميزانية البنكية ومحفظة الأصول المالية، نجد أن كل أصل مالي تكون له استجابة ايجابية أو سلبية تبعا لمتغيرات سعر الفائدة.

¹ . O. HASSID, *La gestion des risques*, Op-cit, p 10

ثم إن السيولة و تركيز السوق يتضحان من خلال عدة عوامل أهمها حجم المبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصوية (*La capitalisation boursière*)، و الحيز الذي تشغله المؤسسات الأكثر أهمية في هذه العمليات.¹

4. مخاطر أخرى:

1.4. الخطر العملياتي:

هي المخاطر التي يكون مصدرها الأخطاء البشرية، المهنية ، الناجمة عن التقنية أو الأنظمة المستخدمة، أو التي تنجم عن الحوادث الداخلية في المؤسسة المالية. كما تشمل أيضا "المخاطر القانونية حيث اعتبرتها اتفاقية بازل للرقابة المصرفية في 2001 جزءا من مخاطر التشغيل أين حددت 8 أنواع لخطر التشغيل"².

هناك عدة طرق لتعريف هذا الخطر و التي تخص في مجملها اعتباره كخطر مختلف عن خطر السوق و عن خطر القرض. و لكن هذا التعريف يتميز بإهماله لمخاطر دخول السوق الجديد و تطور المنتجات المالية، و تأثيرها على العوامل الاقتصادية. لذا يمكن تعريفه بمختلف المخاطر التي تمس المعاملات و الدفع.³

ومخاطر التشغيل يمكن أن تنتج عن عوامل داخلية وخارجية وتتسبب في خسارة للمؤسسة المالية مباشرة أو غير مباشرة، و أهمها:

- الاحتيال المالي والاختلاس والجرائم الناجمة عن فساد ذم الموظفين بسبب تدني المستوى الأخلاقي والبيئة الأخلاقية التي يجب توفيرها للعمال.

¹ . وسام الملاك، *البورصات و الأسواق المالية*، مرجع سابق، ص 105

² .John HULL, *Gestion des risques et institutions financières*, Op-cit, p 147

يمكن الاطلاع أيضا على:

- Henri Pierre MADERS, Jean Lu MASSELIN, *Contrôle interne des risques*, Op-cit, p 53

³ . John HULL, *Gestion des risques et institution financières*, Op-cit, p 291

يمكن الاطلاع أيضا على:

- Jacques RICHER, Gabriel WATREMEZ, *Gestion des risques « Maitriser l'information pour maitriser les risques »* Revue Banque, N° 722 MARS 2010, p 64

- مخاطر الأخطاء البشرية للموظفين قد تكون غير مقصودة ولكن نتيجة الإهمال أو عدم الخبرة.
- مخاطر التزوير: وتشمل تزوير الشيكات والمستندات والوثائق المختلفة واستخدامها و تزيف العملات.
- المخاطر الناتجة عن الجرائم الإلكترونية بسبب التوسع في استخدام التقنيات المختلفة في المعاملات المصرفية (بطاقات الائتمان، نقاط البيع بالبطاقات، استخدام الإنترنت، وعمليات التجزئة الآلية كسداد الفواتير المختلفة، وكذلك الناجمة عن تبادل المعلومات إلكترونيا و استخدام أجهزة الصرف الآلي).

2.4. الخطر التقني:

يتمثل في مجموع المخاطر التي تمس المؤسسات في مجال نشاطها، كما هو الحال بالنسبة للمؤسسات المالية التي تتأثر بالقطاعات الصناعية، الاتصالات،

تنتج هذه المخاطر عن عدم تغطية التكنولوجيا المستعملة للتكاليف التي استخدمت فيها و تحقيق وفورات الإنتاج (اقتصاديات الحجم) سواء في شكل تخفيض التكاليف نتيجة لاستخدام نفس الموارد أو المشاركة في استخدام نفس الأدوات أو نفس التكنولوجيا (اقتصاديات الحجم). إضافة إلى "الخطر المعلوماتي الذي يندرج ضمنه و الذي يضم مختلف المخاطر المتعلقة بالمعلومات التقنية و الإستراتيجية أو التراكمية التي تعبر عن مزايا ومساوى التنظيم، حيث تقييم المعلومة معقد يحتاج إلى حمايته و توزيعه. كما يلعب نقل المعلومة دورا هاما في إتمام المشروع"¹.

و حسب ERNEST و YONG يوجد 8 أنواع للخطر التقني، كما يوضحها الجدول

التالي:

¹ Philippe AYMERICH, *Qualité des données « Tout le monde constate les progrès »*, Revue Banque, Op-cit, p 69.

الجدول(1-1): تقدير المخاطر- (Estimation des risques)

تحديد الخطر	تقييم الخطر		
رتبة الخطر	أدوات الخطر	هدف المؤسسة	التأثير المالي
- سياسي - اقتصادي اجتماعي ثقافي - تقني - أنساني - معنوي	- مراقبة تاريخية وإحصائية. - استبيان - وثائق مالية و محاسبية - وثائق أخرى - مخطط الإنتاج - مراجعة الخبراء	- الربح - الاستمرار - المجتمع - المسؤولية	- التردد - درجة الخطورة

المصدر: Philippe AYMERICH, *Qualité des données « Tout le monde constate les progrès »*,
Revue Banque, Ibid, p 69

ترتبط المخاطر العملية بالمخاطر التقنية جزئياً، تنتج عن فشل العمليات الداخلية و الأنظمة و التكنولوجيا.¹

¹ . O. HASSID, *La gestion des risques*, Op-cit, p 12

يمكن الاطلاع أيضا على:
- نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق و المؤسسات المالية، مرجع سابق، ص299

المبحث الثالث: أسباب الخطر المالي و الإطار النظري له

المطلب الأول: أسباب الخطر المالي

إن الخطر المالي كظاهرة اقتصادية يظهر في العديد من الأشكال و الأنواع، و هذا لتعدد أسبابه و العوامل المساعدة على نشوئه و تطوره من جهة، و التعقيد من نتائجه التي تعد كانعكاس حتمي لسوء إدارة هذه المخاطر من جهة أخرى، التي تتحول بالضرورة إلى أزمات و مشاكل اقتصادية تمس المؤسسات و الأسواق المالية على حد سواء، و الاقتصاد ككل. هذا حسب عدد من المسببات و التي يمكن أن نجملها في:

1. العولمة:

إن الصبغة الكونية التي سادت العالم منذ ثلاث عقود من الزمن، التي شهدها العالم في كل المجالات و خاصة في مجال الاقتصاد. هذا التنوع و التشعب الفكري أدى إلى تعدد الأفكار و الآراء التي تطرح في إطار العولمة بالامتداد نحو العديد من الجوانب الاقتصادية، السياسية، الثقافية، التكنولوجية و حتى المعلوماتية. و ذلك من خلال العمليات التي تدور في مجملها حول فكرة العولمة من منافسة، ابتكارات و تحديث تكنولوجي، المالية و الاعتماد المتبادل (*Interdépendance*). فالعولمة لغة تعني تعميم الشيء و توسيع دائرته ليشمل العامل كله.¹

و للوصول للمعنى الاصطلاحي يمكن تعريف العولمة على أنها ظاهرة تزيد من كثافة التفاعلات و العلاقات الدولية. حيث تدور حول "فكرة التدويل (*Internationalisation*) أي تدويل العلاقات و التفاعلات الدولية و الاجتماعية، حيث لا تعد مقصورة على المستوى المحلي فقط وإنما تتسحب إلى ما وراء الحدود الإقليمية، فتصبح تفاعلات دولية".²

¹ . ممدوح محمود منصور، العولمة دراسة المفهوم و الظاهرة و الأبعاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003، ص 11

² . ممدوح محمود منصور، العولمة دراسة المفهوم و الظاهرة و الأبعاد، نفس المرجع، ص 12

ما يعطي تراجعاً لأثر العامل الجغرافي و ازدياداً في الغاء الاقليمية، حيث تنطوي العولمة على تحولات عميقة بصدد التنظيم المكاني و الزماني للعلاقات و المعاملات عبر العالم.

كما تعبر العولمة عن تحولات لظواهر اقتصادية تتضمن تحرير الأسواق و الانفتاح على العالم مع تعميم الخصوصية و مختلف الأفكار الليبرالية، و تجاوز الأنماط التقليدية إلى أخرى حديثة بفضل التكنولوجيا و التكامل بين الأسواق التي أصبحت أكثر اندماجاً و ترابطاً بفضل الاتصالات كأهم عوامل النجاح في الأسواق الكونية.¹

إذن العولمة عبارة عن ثورة تتجاوز الزمن و المكان بسبب خاصيتها العالمية و الكونية.

من هنا يمكننا أن نعرف العولمة على أنها "سمة ميزت العقدين الأخيرين، تعتمد على تزايد الاتفاق المتبادل بفضل تحرير التجارة الدولية و الأسواق، إضافة إلى تطور التكنولوجيا و المعلوماتية الذي أدى إلى تزايد المنافسة و تلاشي الحدود الجغرافية".²

و قد نشأ فكر العولمة عندما اتخذت الشركات المتعددة الجنسيات الضخمة أساليب وأشكال مختلفة للتوسع في الأسواق المختلفة، كما أن إيجاد معايير رقابية عالمية أدى بدوره إلى تكامل و اندماج مع فكر العولمة.³

1.1. تعريف العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية ظاهرة تداخل العلاقات بين منظمات الأعمال بمختلف دول العالم أين تعمل و تتناسب في سوق عالمي متسع، تستخدم قوى عاملة متنوعة و غير متجانسة، إضافة إلى التعامل مع ثقافات مختلفة.

كما أنها تمثل الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي و التحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي، الذي أدى إلى تكامل و ارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من

¹ . سي بي راو، ترجمة عبد الحكيم الخزامي، العولمة - الكونية - وأبعادها الإدارية، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 2003، ص 9

² . عبد المطلب عبد المجيد، العولمة و اقتصاديات البنوك، دار الجامعة، القاهرة، 2005، ص 21

³ . صلاح عباس، العولمة و أثارها في الفكر المالي و النقدي، ص 139

خلال إلغاء القيود على أسواق رؤوس الأموال التي أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية.

و نتيجة لذلك صارت أسواق المال أكثر تكاملا و ارتباطا، و دليل ذلك مؤشرين هاميين:
 ■ تطور حجم المعاملات عبر الحدود للأسهم و السندات.
 ■ تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي.¹

ولكن على الرغم من تزايد درجة التكامل بين الأسواق المالية إلا أنها لم تبلغ بعد ما وصلت إليه الأسواق السلعية، أي أن العولمة المالية لا تزال بعيدة عن العولمة الإنتاجية في فالعولمة المالية هي المصدر الأول للتغيير في الأسواق المالية و التكامل المتزايد لهذه الأسواق عبر الحدود، و قد تولد عنها انفجار في نمو العمليات المالية الدولية خلال الثمانينات و التسعينات.²

2.1. خصائصها:

من أهم ظواهر الاقتصاد الراهن التي تعبر عن القوة المالية الدولية في مضمون العولمة، ظاهرة العولمة المالية التي تمثل عملية التقاء (*Interconnexion*) ما بين أسواق رأس المال على المستوى المحلي و الدولي، و التي أدت إلى ظهور أسواق مالية جديدة كونية أكثر شمولية و عالمية (*Des marches planétaires*).³

فالعولمة المالية في مضمونها المعقد الذي أدى إلى عولمة الاقتصاد ككل من خلال التأثير على حركة الاقتصاد العالمي، و منه على الخريطة الاقتصادية إجمالا، فهي تسجل مجموعة من الخصائص نوجزها في:

- ◀ تخفيض الحواجز التجارية و المالية.
- ◀ تكامل قوى السوق المالي، ما تولد عنه تغيير في سلوك و فعالية المؤسسات و الأسواق المالية.

¹ . عبد المطلب عبد المجيد، *العولمة و اقتصاديات البنوك*، مرجع سابق، ص 33

² . El Mouhoub MOUHOUD, *Mondialisation et délocalisation des entreprises*, éd° La Découverte, Paris, 2008, p 14

³ C. CHAVAGNEUX, F. MILWISKI, J. PISANI-FERRY, D. PLIHON, M.RAINELLI, J-P. WARNIER, *Les enjeux de la mondialisation*, éd° la découverte, Paris, 2007, p 22

- ◀ الاستثمار الأجنبي المباشر كعامل مركزي في سيرورة العمليات الاقتصادية.
- ◀ المؤسسات متعددة الجنسيات التي تساهم بنسبة كبيرة في تدويل الاقتصاد.
- ◀ التطور السريع و الهائل في المجال التكنولوجي على المستوى الدولي، الذي تزامن مع تطور دورة الانتاج و الابتكار التكنولوجي.
- ◀ على مستوى السوق المنافسة المتعددة الأطراف.
- ◀ الاعتماد المتبادل بين مختلف أبعاد العولمة (تبادل، تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، تحويل التكنولوجيا، حركة رؤوس الأموال...).
- ◀ تجاوز الزمان و المكان في المعاملات الدولية و تخفيض تكاليفها.
- ◀ تعدد الاتفاقيات التجارية التي تضم مختلف الاقتصاديات العالمية.¹

3.1. تطور العولمة المالية:

إن العولمة المالية ليست حديثة النشأة نسبياً، فقد ظهرت منذ أربع عقود (1970)، حيث تتمثل العولمة المالية في التشابك و الترابط شبه الكامل للأنظمة النقدية و المالية لمختلف الدول و تجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي و رفع الحواجز، و العولمة تعبر عن تتابع ثلاثة مراحل ضمن مبدأ التدويل²:

1. مرحلة تدويل التمويل غير المباشر (1960-1979): أين كانت المبادلات عينية

- (رؤوس الأموال، الطبيعة، الأشخاص، السلع، الثقافة،...)، تميزت بـ:
- تعايش الأنظمة النقدية و المالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة.
- ظهور و توسع أسواق (العملات الأوروبية ، الدولار) euro /devises.
- التمويل بوساطة بنكية.
- انهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية.

¹ . Jean- Pierre ALLEGRET , Pascal le MERRE, *Economie de la mondialisation*, éd° de book, Bruxelles, 2007, p 12

لمزيد من التوضيح:

- عبد المطلب عبد الحميد، *العولمة الاقتصادية- منظماتها، شركاتها و تداعياتها-*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 37

² . Pierre DALLENE, Alain NOMJON, Cédric TELLENNE, *De l'internationalisation à la globalisation*, éd° ELLIPSES, Paris, 2007, p 304.

- انهيار نظام بريتون وودز في 15 أوت 1971 ، وإنهاء ربط الدولار و العملات الأخرى بالذهب.
- ظهور أسواق السندات.
- ظهور المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.

2. مرحلة التحرير المالي و عبور القوميات (La transnationalisation)

(1980-1985) تميزت بمايلي:

- التوجه إلى اقتصاد السوق المالي بربط الأنظمة المالية و النقدية ببعضها و تحرير القطاع المالي و توسع الاستثمارات الأجنبية.
- انتشار التحرير المالي و النقدي على المستوى العالمي بعد رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال.
- توسيع و تعميق الإبداعات المالية من خلال الابتكارات المالية الحديثة.

3. مرحلة التعميم و الشمولية: منذ 1986 تميزت ب:

- ضم العديد من الأسواق الناشئة و ربطها بالأسواق المالية العالمية.
- تحرير أسواق المواد الأولية و زيادة حجم التعامل فيها.
- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية لتصبح سوقا واحدة مع استعمال وسائل الاتصال الحديثة.
- تحرير الأوراق المالية (أسواق الأسهم و أسواق السندات).

4.1. عوامل و أسباب العولمة المالية:

تعد العولمة المالية نتاج تكاثف عدة عوامل منها الاقتصادية، السياسية و الثقافية حيث تؤثر و تتأثر ببعضها البعض. و فيما يلي بعض العوامل الاقتصادية:¹

¹ . عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية- منظماتها، شركاتها و تداوياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 ، ص 18 لمزيد من التوضيح:

- Catherine KARYOTIS, *Mondialisation des marches et circulation des titres*, éd° Revue Banque, Paris, 2005, p 39

1. تنامي الرأسمالية المالية بفضل الدور الذي يلعبه رأس المال المستثمر في الأصول المالية من خلال الموارد المالية (قروض، استثمارات مالية...).
2. عجز الأسواق المحلية عن استيعاب الفوائض المالية من تدفقات رؤوس الأموال الدولية و اتجاهها للبحث عن فرص استثمار أكبر و عوائد أعلى في الأسواق الأجنبية.
3. تزايد الابتكارات المالية بفضل تجديد و تنوع الأدوات المالية الجديدة التي تجاوزت الأدوات التقليدية المتداولة (الأسهم ، السندات)، أصبح هناك العديد من الأدوات كالمشتقات التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية (المبادلات، المستقبلات، السقف و القاعدة ،الخيارات)، ما يوسع من خيارات متعددة للمستثمر، إضافة إلى تجزئة المخاطر وتحسين السيولة.
4. مساهمة التقدم التكنولوجي في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية بزيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر، و التخفيض من تكاليف النقل.
5. ارتباط التدفقات الرأسمالية عبر الحدود بعمليات التحرير المالي الداخلي والدولي، مع حرية تحويل العملات بأسعار الصرف والزيادة في معدلات نمو التدفقات بين الدول.
6. تطوير الخدمات المالية التي تعتبر حافزا للعوامة المالية بفضل توسع نشاط البنوك على الصعيد المحلي و الدولي و تعدد خدماتها التمويلية خاصة.¹

5.1. اثار العوامة المالية و انعكاساتها:

للعوامة المالية آثار بالغة على الاقتصادات الناشئة و المتقدمة على حد سواء، فحسب *Mussa و Goldstein* أنه توجد امكانية للتخفيف من مشكلة التمويل الخارجي بفضل رؤوس الأموال الوافدة من الخارج من خلال عمليات التحرير المالي، ولكن الزيادة في حجمها يمكن أن يؤثر بشكل سلبي على الاستقرار الاقتصادي.

في حين يرى كل من *Kumar و Feldman* من خلال الدراسة المقدمة في 1995 أن تكامل الأسواق المالية في الدول النامية مع الأسواق العالمية يدفع بمعدلات الفائدة المحلية

¹ . عمر صقر، العوامة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 9

لمزيد من التوضيح:

- عبد المطلب عبد الحميد، العوامة الاقتصادية- منظماتها، شركاتها و تداعياتها-، مرجع سابق، ص 61

للاخفاض ما يؤثر إيجابا على الاستثمار بالتحفيز على التوسع في الاستثمارات أو خلق أخرى جديدة. كما يؤدي انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى انخفاض الأصول، و من ثم التأثير على الاستهلاك و الاستثمار.¹

و من الآثار السلبية للعولمة المالية على الاقتصاد نذكر:²

(1) اتجاه معدل التبادل التجاري لصالح الدول المتقدمة على حساب الدول النامية، نظرا لأن هذه الأخيرة تلجأ في مبادلاتها إلى تصدير المواد الأولية بأسعار منخفضة، واستيراد المنتجات المصنعة بأسعار مرتفعة. ما يعمق من معدل التبادل التجاري.

(2) تفاقم مشكل البطالة من خلال التبادل عكسيا مع العولمة.

(3) تذبذب العلاقات الاقتصادية الدولية بسبب اختلال التوازن في سوق الصرف، ومنه التغيير في أسعار الأصول التي تؤثر بصورة مباشرة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة و على ثقة المستثمرين.

(4) التعرض لهجمات المضاربة نتيجة لإلغاء القيود على التداولات لرفع كفاءة السياسات المالية، ما يحقق أرباحا أكبر مقارنة مع الاستثمارات الحقيقية، كنتيجة لذلك حدوث خسائر في العملة تمس البنوك المركزية خاصة باعتبارها مصدر هذه العملات.³

(5) تعرض البنوك لأزمات نتيجة التكامل شبه التام الحاصل على مستوى الجهاز البنكي للدولة و الأسواق المالية الدولية.

(6) هروب الأموال المحلية و دخول الأموال القذرة (خطر غسل الأموال).⁴

¹ . عمر صفقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، مرجع سابق، ص 27 لمزيد من التوضيح:

- جاك فونتنا نال، ترجمة محمود إبراهيم، العولمة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 8
² . عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية- منظماتها، شركاتها و تداعياتها-، مرجع سابق، ص 236

³ . Philippe d'Arissent, *Finance internationale*, Op-cit, p 271

⁴ . Amar BHATTACHARIA, « *La mondialisation financière se heurte à la crise* », Revue Problème économique, N° 2976, Avr 2009, p 17

2. الأزمات المالية:

إن الأزمات المالية ظاهرة حديثة يعيشها الاقتصاد، حيث لعبت الابتكارات المالية وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية خلال ثلاثين سنة، في نشوء العديد من الأزمات التي عصفت بالاقتصاديات العالمية. فعلى الرغم من الاختلافات بين الأزمات التي عاشها العالم، إلا أن أزمات القرن XXI مختلفة عن التي سبقتها، بسبب العوامل التي أدت إلى نشوئها والنتائج المترتبة عنها من انتشار الأزمات والآثار المعقدة.

1.2. ماهية الأزمات المالية:

الأزمة المالية في مفهومها تعبر عن اضطراب حاد ومفاجئ في الوتيرة الاقتصادية وبعض التوازنات الاقتصادية، يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى و بذلك فيكون له تأثير مباشر على النظام الاقتصادي.¹

الأزمة المالية بالتعريف هي الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو عدة أنواع من الأصول (رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات و الأبنية، أو أصول مالية من حقوق ملكية لرأس المال المادي أو الأسهم أو المشتقات المالية...).

و كما عرف *Pauchant* و *Douville* الأزمة على أنها "موقف مربك يواجه المنظمة أو النظام ككل".²

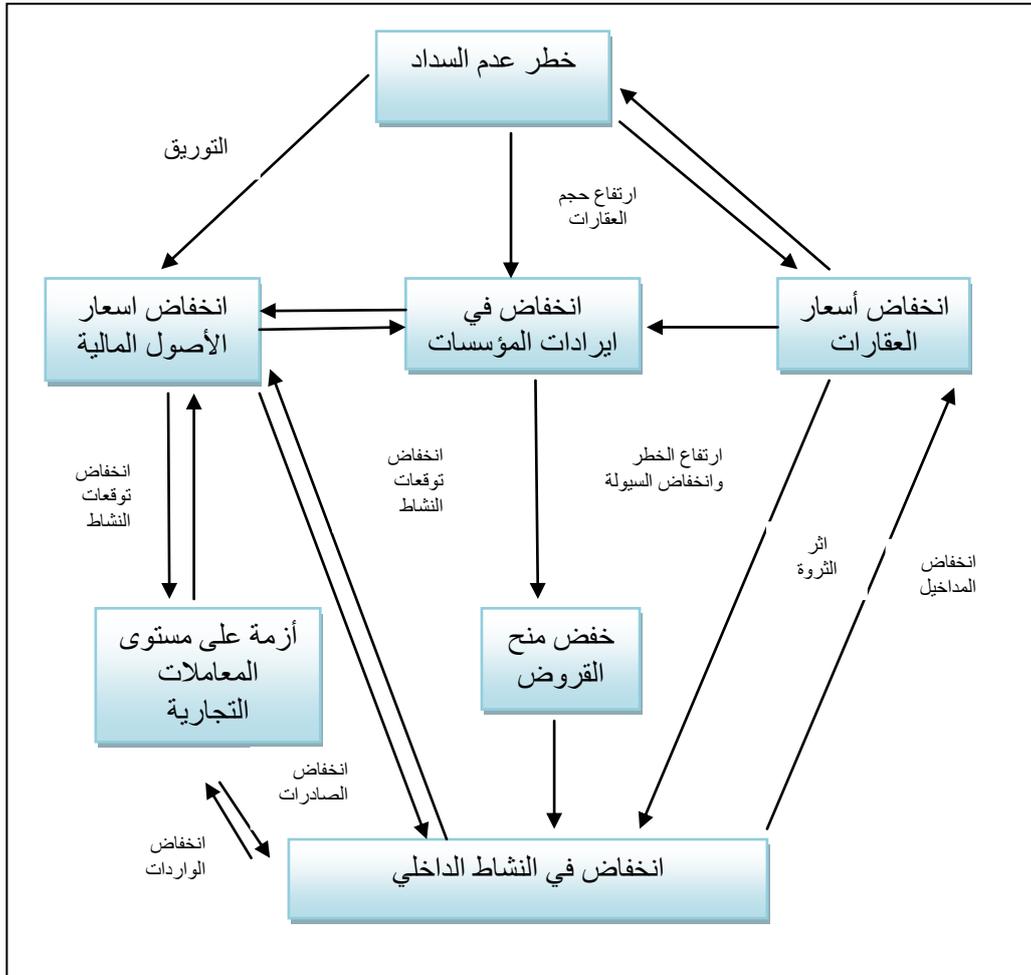
¹ Jean-Louis AMELON, Jean-Marie CASDEBAT, *Les nouveaux défis de l'internationalisation « Quel développement international pour les entreprises après la crise ? »*, éd° de book, Bruxelles, 2010, p 27

² . قدري علي عبد المجيد، *اتصالات الأزمة و إدارة الأزمات*، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2008، ص 65

2.2. آلية حدوث الأزمات:

يمكن توضيح آلية حدوث الأزمات حسب المخطط التالي:

الشكل(8-1): آلية حدوث الأزمات

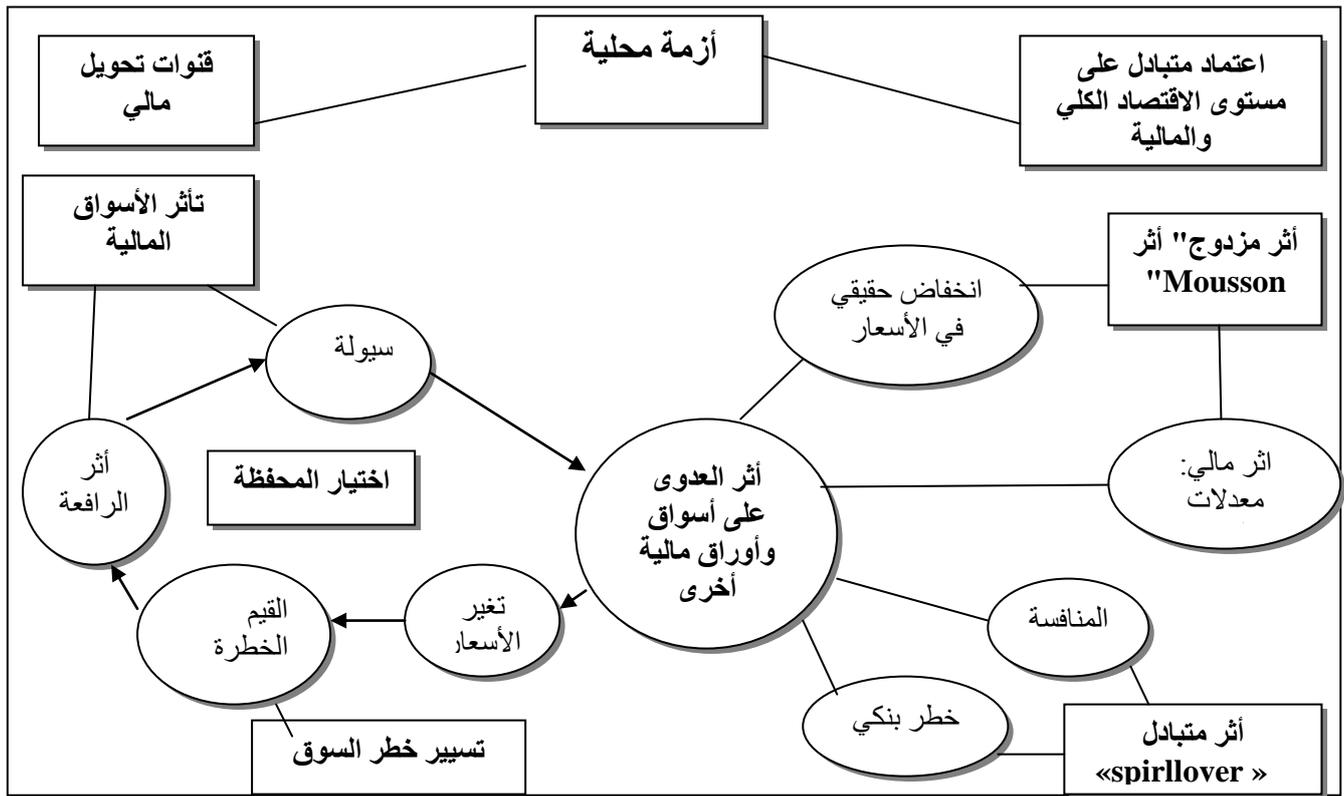


المصدر: www.loretlargemt.info/enchainement-crise

وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في السوق المالي (سوق الأسهم أو سوق الصرف)، أو مجموعة من المؤسسات المالية،¹ لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد كنتيجة لانفجار الفقاعة المالية، أو فقاعة المضاربة بسبب بيع وشراء كميات كبيرة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية بأسعار تفوق أسعارها الحقيقية، فهي تستعمل لتفسير لماذا تأخذ أسعار الأصول المالية فترة طويلة من التراجع بعيدا عن قيمتها الأساسية.²

كما أن اختبار وجود فقاعات المضاربة يتم بفضل اختبار نسبة التباين حسب العمل الذي قدمه *Shiller* على أسواق الأسهم و السندات.³

الشكل (1-9): العدوى المالية عبر الأسواق المالية، آلياتها، آثارها و انتقالها.



المصدر: « La dynamique des crises financières: quelques enseignements », Bulletin de la banque de France, n° 64, avril 1999, p15

¹ . Frédéric MISHKIN, *Monnaie, banque et marchés financiers*, 8^{ème} éd° Pearson, Paris, 2007, p 233

² . Philippe d'Arvisenet, *Finance internationale*, Op-cit, p85

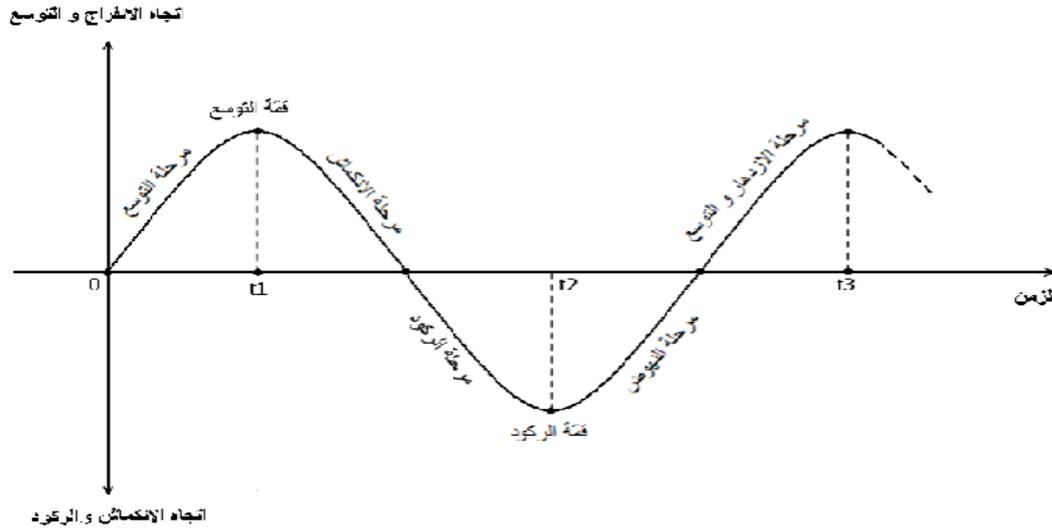
يمكن الاطلاع على:

- سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، ترجمة محمود حسن حسني، *النقود و التمويل الدولي*، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007، ص300

³ . سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، ترجمة محمود حسن حسني، *النقود و التمويل الدولي*، نفس المرجع، ص 325

أما عن مراحل تطور الأزمات فيمكن شرحها حسب الشكل (10-1).

الشكل (10-1): مراحل الأزمة المالية



المصدر: صامويل عبود، الاقتصاد السياسي للرأسمالية، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر، 1984

3.2. أنواع الأزمات:

لقد مرت الأسواق الدولية بمجموعة من الأزمات المالية التي شهدتها العالم، وتعتبر الأزمة المالية العالمية في منتصف 2008 حلقة مكملة لسلسلة من الأحداث المماثلة التي شهدتها الاقتصاديات في مناطق مختلفة من العالم.

من خلال هذه الأحداث يمكن تحديد بعض الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاديات وهي: أزمة الكساد الكبير وأزمة يوم الاثنين الأسود وأزمة المكسيك والأزمة الأرجنتينية، ثم الأزمة الآسيوية والأزمة المالية الناتجة عن الرهون العقارية، وأزمة الديون السيادية. وسوف نتعرض للأزمة المالية العالمية المعاصرة.

في هذا الاطار يمكن أن نميز بين الأنواع الآتية من الأزمات:

- أزمة العملة.
- أزمة البنكية.
- الأزمة المالية.
- أزمة الديون.

و قد " تتسم هذه الأزمات بدرجة كبيرة من الترابط فيما بينها كما تتسم بالتتابع في بعض الحالات. و قد تتزامن عناصر أزمة العملة و أزمة البنوك و الديون في أن واحد".¹ مثل ما حدث في أزمة المكسيك و الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا و أزمة الديون السيادية الأوروبية.

1.3.2. انهيارات البورصة: (Krach boursier)

يطرح مصطلح انهيارات البورصة مفهومين أساسيين و مختلفين، حيث يتوافق المفهوم الأول بانفجار فقاعة مضاربة (bulle spéculative)، التي بدورها تعبر عن فرق السعر لورقة مالية أو مؤشر مالي مقارنة بقيمته الأساسية و تتميز الأزمة بمرحلة التعديل أو الرجوع إلى التوازن و الأسعار الأساسية. أما المفهوم الثاني فيتعلق بالرجوع إلى آلية السعر الأساسي الذي يتبع التسعير في البورصة، و بهذا تعرف انهيارات البورصة على أنها التطور السريع في ارتفاع الأسعار أو انخفاضها.²

¹ . عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص 265

² . Christophe Boucher, *Les crises financières « Identification et comparaison des crises boursières »*, éd° La Documentation française, Paris, 2004, p 375

2.3.2. الأزمات المصرفية:

يظهر هذا النوع من الأزمات عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل للمتعاملين على سحب أموالهم المودعة لدى المؤسسات المالية، ما يؤدي بهذه الأخيرة إلى مواجهة زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، أو يمكن أن تحدث نتيجة إخفاق البنوك في تلبية الطلبات. فتقوم البنوك بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك بحكم قيامها بإقراض أو تشغيل معظم الودائع، ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، و بالتالي يحدث ما يسمى بأزمة السيولة، و في حال امتدادها إلى بنوك أخرى تسبب أزمة بنكية، و التي تؤثر في النظام النقدي و لكن سرعان ما تتحول إلى أزمة مالية عند تطورها لتمس النظام المالي كما حدث في أزمة الرهون العقارية في 2008.¹

و العكس، عندما تتوفر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب ما ينتج عنه أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان. تميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطول من أزمات العملة، و لها آثار أفسى على النشاط الاقتصادي.

3.3.2. أزمات العملة وأسعار الصرف:

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة. نتيجة لهجمات المضاربة على عملة ما، ما يؤدي إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها. تتخذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة، ببيع مقادير ضخمة من احتياطات البنك المركزي، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، فتحدث أزمة قد تؤدي لانهايار سعر تلك العملة، وهذا ما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997. وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية يعود للسلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون

¹. Michel AGLIETTA, Macroéconomie financière- Crises financière et régulation monétaire, 4^{eme} éd° La Découverte, Paris, 2005, P 14

قراراً ضرورياً لوجود عجز في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية. بعض تلك الأزمات لها أثر بالغ في لعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي و حدوث الانكماش و حتى الكساد.¹ هناك نوعان من أزمات العملة:

✓ الأزمات ذات الطابع القديم أو الحركة البطيئة: تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، و الارتفاع الحقيقي قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة.

✓ الأزمات ذات الطابع الجديد: تتعلق بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحرراً و تكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف.

4.3.2 فقاعات المضاربة:

تاريخياً الفقاعة ليست بظاهرة نادرة، ظهرت بوادرها منذ عشرينات القرن الماضي. ثم الانهيار الكبير في 1929، انتهاء بالفقاعة التكنولوجية في عام 2000.² تستخدم فقاعات المضاربة لتفسير لماذا تأخذ أسعار الأصول المالية فترة طويلة من التآرجح، مثل أسعار الصرف بعيداً عن قيمتها الأصلية، و يعتبر ارتفاع عملة الدولار في مطلع الثمانينات مثلاً لهذه الحالة.³ و تتكون الفقاعات عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها الحقيقية، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعر الأصل، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل المالي، و عندما يقوم المستثمرون ببيع ذلك الأصل يبدأ سعره في الهبوط، ما يتسبب في حالات الذعر، فتنهار الأسعار، و يمس ذلك أسعار الأصول الأخرى، و هذا ما يؤثر على السوق المالي ككل.⁴

¹ . André CARTAPANIS, *Les crises financière, « Trois générations de modèles de crises de change »*, La Documentation française, Paris, 2004, p 271

² . Brian KEELEY, Patrick LOVE, *De la crise à la reprise- Causes, déroulement et conséquences de la Grande Récession-*, éd° ECDE, Paris, 2010, p 22

³ . رونالد ماكdonالد، النقود و التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 300

⁴ . Comprendre les crises financières, éd° Groupe Eyrolles, Paris , 2009, p 78

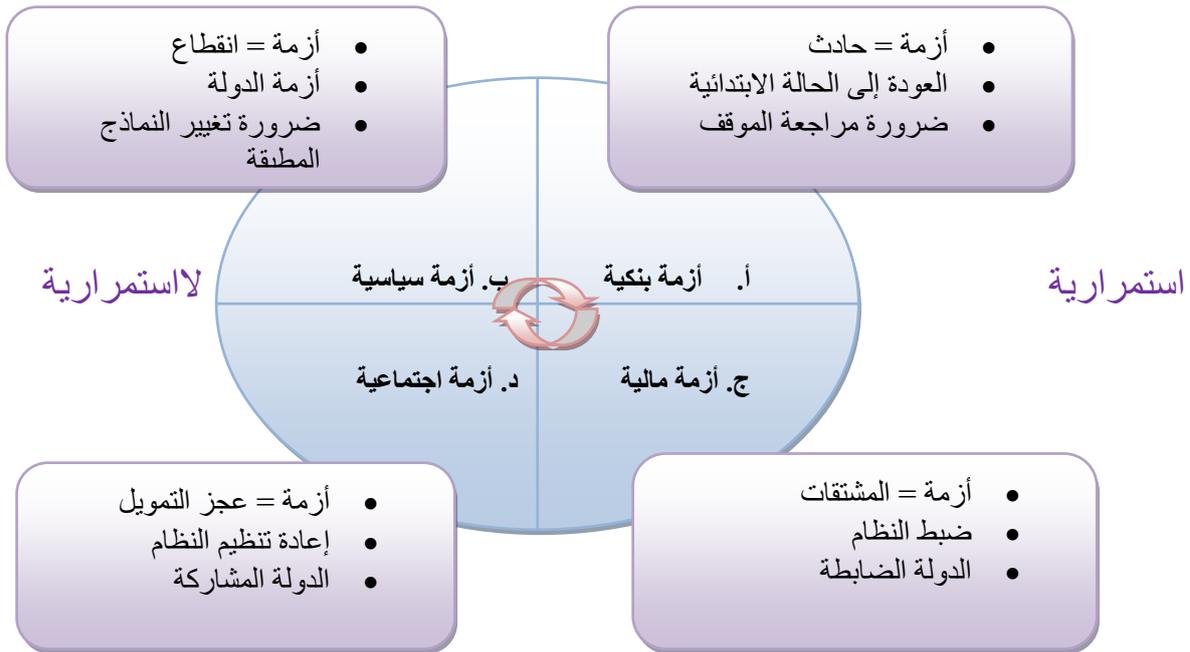
5.3.2. أزمات الديون:

تحدث أزمة الديون عند عجز المقرض عن السداد، أو عند توقع إمكانية التوقف عن السداد، ما يدفع بالبنوك على اللجوء لتصفية القروض القائمة.

و قد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي. ومثال ذلك الأزمة الحالية التي بدأت في اليونان لتعصف بالاقتصاد الأوربي ككل.

الشكل(11-1): أسس تصنيف الأزمات

عدم قابلية التغيير



قابلية التغيير

المصدر: من إعداد الطالبة

4.2. أسباب الأزمات المالية:

تتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضا في حداثها وتأثيرها ومداهها الزمني. فحسب نظرية *Minsk* أن سبب الأزمات المالية هو هشاشة القطاع المالي الذي يؤثر على الاقتصاد ككل. وكتفسير آخر للأزمة المالية ما جاءت به نظرية المباريات للتنسيق بين الأعوان في الأسواق المالية. فيما تستعمل النماذج الرياضية لتحليل أزمات العملة مثل نموذج *Paul Krugman*.

ومع اختلاف صور الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي إلا إن هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة و تأثير تلك الأزمات التي تتسبب في الإحباط الذي يشعر به المستثمرون نظرا لقلّة الخيارات المتاحة للتعامل مع المشكلات الاقتصادية.¹

✓ **أثر العدوى:** أي انتقال الأزمات المالية من دولة وانتشارها في دول أخرى كالتغير في أسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم. حدوث أزمة في أكثر من دولة في ذات الوقت ينتج عنه انتشار العدوى، إضافة إلى المشاكل تعاني منها الاقتصادات التي مستها الأزمة.²

✓ **عدم الموائمة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية:** عدم تناسب المخاطر التي تتحملها المؤسسات مع أصولها، تعرضها لإمكانية التعثر والإفلاس.³

إن العوامل الأساسية التي تؤدي إلى نشوء الأزمات المالية ما يتسبب في انهيارات على المستوى الاقتصادي:⁴

(1) الزيادة في معدلات الفائدة التي تؤثر بصورة كبيرة على الاستثمار من خلال العرض المنخفض للنقود.

¹ . بايرون واين، "الخلل الوظيفي... يقود سياسات أميركا لحل أزمتها"، فايننشال تايمز، ص 32، تاريخ الإطلاع: 2011/09/23
www.alqabas.com.kw

² . Olivier LACOSTE, Comprendre les crises financières, Op-cit, p 92

³ . Olivier LACOSTE, Comprendre les crises financières, Ibid, p 98

⁴ . Frédéric MISHKIN, *Monnaie, banque et marchés financiers*, Op-cit, p 234

- (2) ارتفاع عدم التأكد على مستوى السوق المالي ما ينتج عنه عجز المؤسسات المالية ومنه انهيار الأسواق المالية بسبب عجز المقترضين عن السداد فتنخفض قيمة القروض المقدمة فتؤثر على الاستثمار.
- (3) عامل أسعار الأصول المالية.
- (4) عجز القطاع البنكي يؤثر على الأسواق المالية نظرا للدور الأساسي الذي تلعبه البنوك في الاقتصاد.
- (5) اختلال توازن ميزانية الدولة.

5.2. أثارها و انعكاساتها الاقتصادية:

للازمة تداعياتها على جميع دول العالم و على كافة المستويات. فتداعيات الازمة لا تقتصر على القطاع المالي فقط و انما القطاعات الأخرى أيضا، بسبب تراجع أسواق المال العالمية ما يخلق حالة من الركود الاقتصادي يصعب التكهّن بمدته إذا لم تتمكن الإجراءات من إيقاف التدهور الكبير في الأسواق المالية. وأن أكثر التداعيات ستكون على مستقبل الثقة في المعاملات على مستوى الأسواق المالية.

3. المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية في اسواق المال كأدوات للتحوط ضد المخاطر المالية، من خلال انواعها تسمح بتعدد طرق إدارتها. و لكن في نفس الوقت أصبحت تمثل أداة لنقل هذه المخاطر و مصدر عدم استقرار في الأسواق المالية، و ذلك بسبب سعي المتعاملين بها إلى تعظيم أرباحهم دون إدراك للطرق المثلى لاستعمالها.

1.3. تعريف المشتقات المالية:

إن الأسواق المشتقة تعد ابتكارات ناجحة في أسواق المال ، حيث تستطيع المؤسسات أن تدير مخاطرها المستقبلية وحاجاتها في التمويل ، بالإضافة إلى أن المتعاملون فيها يجدون

أن التعامل أو المتاجرة في المشتقات لأصل ما أكثر جاذبية من المتاجرة في الأصل ذاته، حيث تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل.¹

أنشأت المشتقات المالية في القرن 19 ، نتيجة العرض والطلب على السلع الزراعية وما يترتب عنها من تقلبات في الأسعار. تم التعامل بها على أنها أدوات مالية تشتق قيمتها من أصل آخر، ويسمى هذا الأصل بـ"الأصل الضمني"، الذي يمكن أن يكون: معدن ثمين، سلعة، أوراق مالية كالأسهم والسندات... إلخ ، والتي لها قيمة الخاصة بها. هذه المشتقات ليست بأصول تستقل بقيمتها، وإنما ترتبط حركة سعرها بالأصل الضمني.

و في السوق المالي تلعب المشتقات المالية دور هاما من خلال حجم المعاملات المتزايدة في سوق المشتقات المالية. و فيما يلي بعض التعاريف التي ندرجها لتحديد طبيعة هذه الأدوات المالية:

التعريف الأول: "الأدوات المالية المشتقة نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر هو الأصل الأساسي، أو المرتبط بالأداة كالأسهم أو السندات أو السلع".²

التعريف الثاني: المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات و عملات أجنبية والذهب والسلع..) و تكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري.³

التعريف الثالث: يمكن تعريفها بأنها "أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة ، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، ويمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها".

¹ . مايبير كوهين، الأسواق المالية- الفرص و المخاطر-، مرجع سابق، ص 201

² . أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، القاهرة، 2003، ص 211

³ . Jézabel COUPPEY, Soube YRAN, *Monnaie, banque et finance*, Op-cit , p 47

التعريف الرابع: وكما يمكن تبني تعريف للمشتقات المالية من بين التعريفات التي تناولتها المؤسسات الدولية فيما يتعلق بها: "المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق ببضود خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"¹.

2.3. تداول المشتقات المالية:

تتعدد المشتقات المالية التي قدمتها مبتكرات الهندسة المالية في الفكر المالي الحديث، وتتباين أنواعها بحسب طبيعة تداولها في بيئة الأسواق المالية عموماً. فمنها ما يتم تداولها في أسواق غير منظمة، وأنواع أخرى يتم تداولها في أسواق منظمة، في حين أن هناك أنواعاً تتم ممارستها في كلا النوعين من الأسواق المالية غير المنظمة والمنظمة.²

يتم تبادل المشتقات عموماً في نوعين من الأسواق المالية:

الأسواق المنظمة و الأسواق المفتوحة حيث نجد أن القيمة الإجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات في ارتفاع، إضافة إلى التضاعف السريع لحجم أسواق المشتقات، حيث ارتفعت من أقل من 100 تريليون دولار سنة 1998 لتتجاوز 330 تريليون دولار، أي أنها تضاعفت ثلاث مرات خلال عشر سنوات، هذا النمو في المعاملات المالية في الأسواق المشتقة يتجاوز كل الأدوات المالية الأخرى.³

فألية التعامل بهذه الأدوات في الأسواق المشتقة تنفي عنها أنها أسواق ثانوية، بل على أنها أدوات مالية تشتق قيمتها من أصل آخر، كما أن المخاطر التي تنجر عنها تكون نتيجة لعدم التنبؤ بما سيحدث في المستقبل عند التعامل في الأسواق المشتقة.

و لشرح هذه الآلية لحالة ما، عند قيام مستثمر بشراء ورقة مالية بسعر معين، ولم تكن له سيولة لدفع سعر الورقة في الحال. يقوم المستثمر بوضع عقد بينه وبين البائع حتى لا يبيع تلك الورقة المالية، ولكي يتفادى تغيير سعر تلك الورقة مستقبلياً. وتوجد عدة أدوات

¹. سمير عيد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 58

². J-A COLLOMB, *Finance de marché*, Op-cit, p 75

³. سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2007، ص 31

تستخدمها الأسواق المشتقة بغرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زياداتها. فمن يشتري عاجلا في السوق الحاضرة ويبيع آجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الخيارات إنما يلجأ إلى ذلك لتفادي المخاطر، فإذا ما انخفضت أسعار السلع الأدوات المشتراة في الأسواق الحاضرة فإن ذلك يعني بالضرورة على جانب آخر انخفاض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حينئذ يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن أقل يحقق بذلك كسبا يعوضه ولو بقدر أقل من خسارته في السوق الحاضرة. ثم إن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة.

و حسب جاك كلارك فرانسيس: "إن منتجات المشتقات لها دور أساسي وهو نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى مستثمر آخر أو مجموعة من المستثمرين إلى مجموعة أخرى دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل العقد. و نتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد ينتجون استثمارات معينة أو يقومون بتصفية استثمار ما بسبب ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق وإزعاج أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة قد يقع اختيارهم على استخدام المشتقات".

إن استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر هو السبب الأساسي لابتكارها كأدوات لتغطية المخاطر. ولكن في الواقع نجد أن هذه الأدوات تستخدم في المضاربة أكثر من استخداماتها في إدارة المخاطر. إذن تستخدم المشتقات المالية لغرضين أساسيين:

✓ **المشتقات المالية المستخدمة في المضاربة:** المشتقات المالية بغرض التجارة ترتبط بالأوراق المالية المطروحة للبيع. يتم طرح المنتجات للعملاء لتمكينهم من **تحويل** أو **تعديل** أو **تخفيض المخاطر** الحالية والمستقبلية في حالة التغيرات السلبية، مع توقع الحصول على أرباح من التغيرات الإيجابية في الأسعار أو المعدلات أو المؤشرات. وتعلق موازنة أسعار الصرف بتحديد والاستفادة من الفروقات في الأسعار بين الأسواق أو المنتجات المختلفة بغرض الحصول على أرباح من خلال عملية المضاربة.

✓ **المشتقات المالية المستخدمة في تغطية المخاطر:** تتخذ المؤسسات المالية كافة الإجراءات اللازمة لقياس وإدارة المخاطر التي قد تتعرض لها نتيجة التقلبات في أسعار الصرف

الأجنبي، أسعار العملة، معدلات الفائدة ومختلف المخاطر الأخرى التي قد تصادفها عند مزاوله نشاطها المالي. فتستخدم استراتيجيات تغطية المخاطر لضمان بقاء مستوى الخطر ضمن الحدود المحددة.¹

3.3. أنواع المشتقات المالية المتداولة في السوق المالي:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من المشتقات و التي تتمثل في:²

✓ الخيارات (Les options):

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، خاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي ينوي شراءها أو بيعها في المستقبل، في الأسواق التي قد تكون مستقلة أو جزء من الأسواق الحاضرة.³

و تسمى كذلك عقود أو حقوق الخيار نظرا لأنها تعطي المشتري الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرفين. هذا المبلغ محدد يدفعه مشتري العقد وهو علاوة الصفقة⁴ التي تعرف على أنها ثمن العقد، تعبر عن تعويض متفق عليه يدفع لبائع عقد الخيار في البورصة من قبل المشتري مقابل تمتعه بحق شراء أو حق بيع أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة. كما يعتبر هذا المبلغ غير قابل للإرجاع (irreversible) سواء نفذ المشتري حقه، أو لم ينفذ.⁵

¹ طارق عبد العال، حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 63

² Michel JURA, *Technique financière internationale*, Op-cit , p 208

² G. GODLEWSKI, M ERLI, *Gestion des risques et institutions financières*, Op-cit, p 23

³ موسى مطر، موسى الشقيري، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 111

⁴ عبد العزيز هيكل فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الإحصائية، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، بيروت، 1981، ص 175

⁵ جورج مكرم، معجم المصطلحات المصرفية و مصطلحات البورصة و التأمين و التجارة الدولية، اتحاد المصارف العربية، الطبعة الأولى، 1985، ص 179.

فالاختيار هو " عقد بعوض على حق مجرد"¹، يعطي للمتعامل حق بيع أو شراء أصل معين بسعر معين في مدة معينة أو في تاريخ محدد، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين.²

و يمكن تعريفه على أنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه.³

فيما يلي مختلف أنواع عقود الخيار:⁴

- حسب تاريخ التنفيذ: - حق الاختيار الأوربي.
- حق الاختيار الأمريكي.
- حسب ملكية الأوراق المالية: - الاختيار المغطى.
- الاختيار غير المغطى.

حسب نوع العقد: العقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء (*option Call*) أما العقد المتضمن منح حق البيع يدعى خيار البيع (*option Put*) و سعر تنفيذ العقد في مواعده بسعر التنفيذ (*Prix d'exercice*)، حيث قيمة عقد الخيار (سعر التنفيذ) تتوقف على الورقة المالية الأصلية التي تكون موضع حق الشراء أو البيع.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 65

² وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 502

³ خالد وهيب الراوي، الاستثمار - مفاهيم تحليل إستراتيجية -، دار المسيرة، عمان، 1998، ص 309

⁴ حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6-10 مارس، 2005،

المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص 55

يمكن الإطلاع أيضا على :

- John HULL, *Options, futures et autres actifs dérivés*, éd° Pearson, Paris, 2007, p 22

يمكن تلخيص ما تقدم من تقسيم لعقود الخيارات حسب المخطط التالي:¹

الشكل(1-12): تصنيف عقود الخيارات



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها- مدخل التحليل الأساسي و الفني-، مرجع سابق، ص 309

✓ العقود الآجلة (Les contrats à terme):

العقد الآجل عبارة عن عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع و الآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلاً بسعر متفق عليه، فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود.²

تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء مدة العقد لا يتم تحويل النقود من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.³

¹ . شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 226

² . أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مرجع سابق، ص 219

² . موسى مطر، موسى الشقيري، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 91

³ . أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مرجع سابق، ص 116

✓ **المستقبليات (Les futures):**

كباقي المشتقات فإن العقود المستقبلية عبارة عن اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين بسعر معين، يتم تداولها في البورصة وفق صفة معيارية للعقد، مع توفر آلية تعطي كلا الطرفين ضمانا باحترام العقد.¹

تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه.²

يعد العقد المستقبلي ورقة مالية قابلة للتداول و تتمتع بسيولة عالية، ما يجعلها تستخدم للمضاربة و التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.³

و بالنسبة للأسعار فإنها تتغير في سوق المستقبلات وفقاً لعوامل العرض و الطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات من خلال السماسرة و الذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات، و مع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.⁴

✓ **المبادلات (Les swaps):**

تمثل المبادلات أحد أدوات تغطية المخاطر خاصة تغيرات أسعار الفائدة، حيث تعتبر من أكثرها استعمالاً. عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية أو لاحقة التنفيذ. و على عكس الخيارات فإن المبادلة تلزم المتعامل بالتنفيذ و تتم تسوية الصفقات دورياً (شهرياً، فصلياً، نصف سنوياً...) عكس المستقبلات التي تتم تسويتها يومياً.⁵

1. أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، نفس المرجع، ص 116

2. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 413

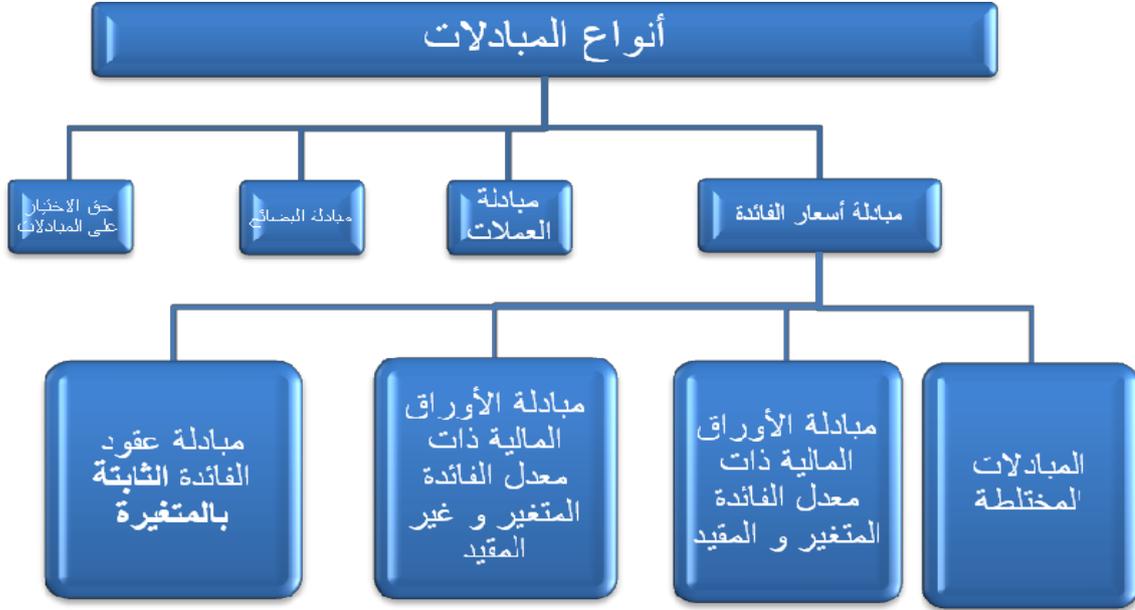
3. أحمد صالح عطية، المراجعة في أسواق المال، نفس المرجع، ص 234

4. مخامرة وجدي، الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبلات، مجلة البنوك في الأردن، العدد3، المجلد19، أبريل2000، ص 70

5. موسى مطر، موسى الشقيري، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 127

يمكن تصنيف عقود المبادلة إلى أربعة أقسام، و ذلك حسب الشكل التالي:

الشكل (1-13): تصنيف عقود المبادلة

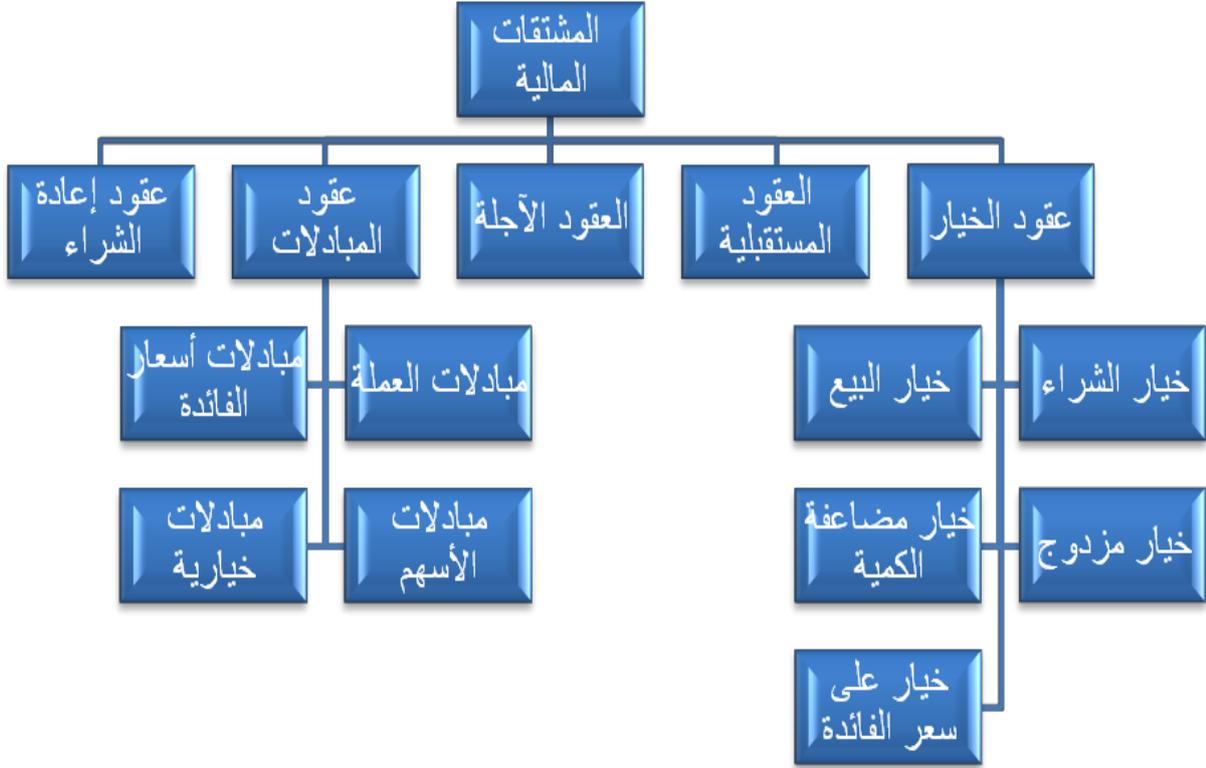


المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها- مدخل التحليل الأساسي

والفني-، مرجع سابق، ص 372

وفيما يلي مخطط يلخص مختلف أنواع المشتقات المالية التي سبق التطرق إليها:

الشكل (14-1): تصنيف المشتقات المالية



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة

أدواتها، مرجع سابق، ص 143

المطلب الثاني: الإطار النظري للخطر المالي:

إن النظريات المعتمدة لتقييم الأصول المالية تطورت بصورة سريعة، نظرا للوسائل المتاحة في عملية الفحص و التحليل على مستوى الأسواق و المؤسسات المالية، و فيما يلي سنحاول استعراض أهم هذه النظريات التي توضح كيفية تحديد المخاطر المالية، فحصها وآلية التعامل معها.

1. الأسس النظرية للخطر المالي:

من الصعب تحليل فلسفة المخاطر، ولكن من خلال الفحص و التحليل العقلاني يمكننا تحديد ميكانيزمات هذه المخاطر وفق مجموعة من الأسس، أهمها:

◀ **الأساس الأول:** تخضع دراسة المخاطر إلى العقلانية في عالم غير متوقع، غير أكيد و غير منظم. حيث يجب الحصر، الملاحظة، الوصف و التقييم، ثم القيام بتصنيف المخاطر و النظم التي تؤخذ بعين الاعتبار.

◀ **الأساس الثاني:** هو أن الخطر عبارة عن حالة قد تكون نتيجة منعكس غير معروف و غير متوقع لمدة زمنية طويلة.

حتى يتم تحديد هذه النظم يجب توفير مجموعة من المبادئ التي تسمح بإعطاء قواعد للحدث الغير أكيد و غير تام المعلومات.¹ و ذلك كون السوق المالي يتأثر بنتائج الاحداث الماضية و يعكس بدقة أحداث المستقبل المتوقعة من خلال النتائج المأمول الوصول إليها، فسعر أي ورقة مالية في لحظة ما يعكس التوقعات المرتقبة في السوق المالي.

إن العديد من الدراسات في إطار المخاطر التي تمس الاقتصاد و خاصة الجانب المالي اهتمت بتطوير أدوات مالية تجمع بين أكثر من مؤشر مالي واحد في نموذج قياسي حتى نتمكن من قياس المخاطر المالية بالمؤسسة المالية أو السوق المالي.

¹ . Jaque BOUYSSOU, *Théorie générale du risque*, éd° Economisa, paris, 1997, p 17

ففي 1921 تطرق Knight Frank Hynemen في كتابين إلى تصنيف المخاطر من منظورين مختلفين، من خلال التفريق بين الخطر و عدم التأكد، باستعمال مصطلحات احتمالية (Objective / Subjective). حيث يعبر النوع الأول عن الخطر القابل للقياس، في حين يعبر النوع الثاني عن الجزء الذي لا يمكن قياسه.

وقد اختلف البعض من النيوكلاسيك مع فكرة Knight بحكم أنها غير متوافقة مع النظرة النيوكلاسيكية للخطر.¹

ومن أشهر الأدوات المالية المستخدمة في ذلك ما يعرف بنموذج زيتا (Z) والذي طوره Haldeman Altman و Narayanan عام 1968. حيث اعتمدت الدراسة على أدوات القياس التالية:²

- (1) مؤشر (Z) كمقياس لاحتمال تعرض المؤسسة المالية لمشاكل أو ضغوط مالية، ويستخدم في إدارة المخاطر المالية، كما يستعمل في تطوير النموذج القياسي للدراسة.
- (2) الانحراف المعياري للمؤشرات السوقية، كمقياس للمخاطر الكلية التي تتعرض لها الأصول، لاختبار العلاقة بين إدارة المخاطر المالية وبين المخاطر الكلية التي يواجهها المستثمرون. إضافة إلى استعمال المعامل بيتا β لقياس هذه المخاطر و التي تم التطرق لها سابقا.

2. النماذج المقترحة لتقييم الأوراق المالية في الأسواق المالية:

لقد تطورت النظريات المعتمدة لتقييم الأوراق المالية، بفضل اقتصاديين و خبراء ماليين، و ذلك بهدف تحقيق أعلى العوائد في ظل أقل المخاطر الممكنة.

و فيما يلي أهم النظريات التي توضح تطور عملية تقييم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي.

¹ . Pierre-Charles PRADIER, *La notion du risque en économie*, éd° La Découverte, Paris, 2006, p 233

² . عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، *الأسواق و المؤسسات المالية*، الدار الجامعية، 2008، الاسكندرية، ص 179

1.2. نموذج السوق:

تعد من أهم النماذج المستعملة لتقدير حجم المردودية و الخطر المرافق للاستثمار في الأوراق المالية، تم وضعه عام 1952/1959 ، حيث يعتمد على مبدأ أساسي، و هو أن التقلبات في أسعار الأوراق المالية تعود لتأثير السوق، ويعتبر أن التغيرات الإجمالية التي تتعرض لها أي ورقة مالية يمكن تقسيمها إلى:

- الجزء الأول لتأثير السوق على الأوراق المالية، و هذا ما يسمى بالخطر النظامي.
- الجزء الثاني يتعلق بخصائص نوعية تعود للورقة المالية في حد ذاتها، متمثلة في المخاطر الذاتية أو الخاصة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر متعلقة بخصائص القطاع أو الصناعة التي ينتمي إليها الورقة المالية، ومخاطر متعلقة بالورقة المالية في حد ذاتها.

2.2. مبدأ Harry MARKOWITZ:

يطرح كتحليل لفكرة خيارات المحفظة المالية، بطريقة تسمح بحل مشاكل المحفظة المالية، و تحديد مردودية الأوراق المالية بفضل التوقع الرياضي (E)، و تحديد معدل المخاطرة بالتباين (V).

ففي السابق كان المستثمر يعتقد أن مجرد زيادة الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة تؤدي إلى التنويع و تقليل المخاطرة.

إلا أن MARKOWITZ أثبت أن هذا التنويع ساذج لا يؤدي إلى تدنية المخاطر، هذا ما دفعه إلى وضع نظرية خاصة بالتنويع الكفاء الذي يقلل المخاطرة المالية، حيث:

✓ معامل الارتباط للاستثمار المكون للمحفظة سالب، أي العلاقة بين العوائد تكون عكسية.

✓ أن يكون توزيع الأموال الإجمالية بين الاستثمارات يتم باستخدام نماذج رياضية.

✓ اختيار استثمارات ذات كفاءة عالية، أي تحقق عائد أكبر من غيرها مع تساوي المخاطرة، وأن تحقق مخاطرة متدنية مقارنة مع غيرها مع تساوي العائد المحقق.

إن نموذج *MARKOWITZ* يسمح بتحديد الحدود الفعالة للاستثمار، وبالتالي تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى.

و ذلك مع افتراض وجود محفظة واحدة من بين جميع البدائل المتاحة، هي الأفضل حيث تحقق أقصى عائد متوقع بدرجة معينة من الخطر.

يسمح هذا النموذج بتحديد المخاطر في الاقتصاد من خلال تقييم الأصول المالية.

3.2. نموذج توازن الأصول المالية:

تم تطوير هذا النموذج بواسطة *SHARPE* عام 1964 استكمالاً لأعمال *MARKOWITZ*، بفضل هذا النموذج الذي يبين العلاقة بين الخطر والعائد، فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، واستخدام العائد المتوقع كمقياس لعائد الورقة المالية. و فكرة التقلبات في أسعار الأوراق المالية الناتجة عن تأثير السوق و عن أسباب مرتبطة بالورقة المالية، و خط السوق. هذه النظرية مرتبطة بعمل السوق المالي، حيث اعتبر أن الحوادث المستقبلية أكيدة.

و تكون معادلة السوق على الشكل التالي:

$$E_M = R_F + r \sigma_M$$

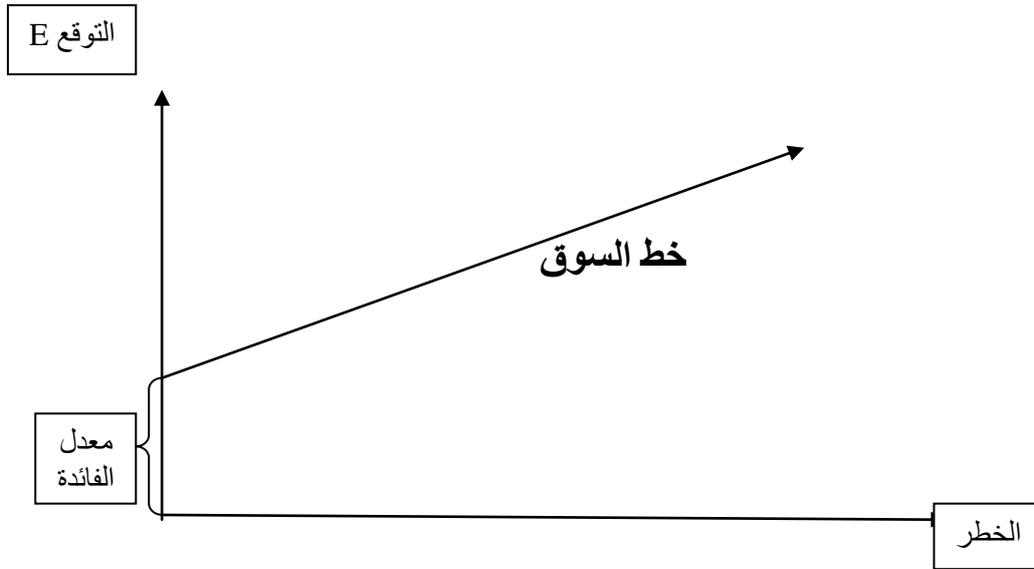
حيث: r : ميل خط السوق المالي

$$r = (E_M - R_F) / \sigma_M$$

M : محفظة السوق

R_F : عائد السوق بدون خطر

الشكل (15-1): معادلة السوق



المصدر: Robert COBBAUT, Théorie financière, Op-cit, 220

- يفترض النموذج أن تحديد أسعار القيم المنقولة يوفر التوازن ما بين العرض والطلب لكل من الأوراق المالية، و بالتالي الوصول إلى التوازن العام في السوق.
- إن المستثمر يختار المحافظ المالية البديلة على أساس العائد و المخاطرة و عليه يقوم بتوزيع العائد المحتمل توزيع طبيعي.
 - إن المستثمر هدفه الحصول على أكبر عائد، فلو اختار بين محافظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد فإنه يختار المحفظة ذات العائد الأكبر
 - الأصول المالية قابلة للتجزئة، أي أن المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الأوراق المالية مهما كان حجمها
 - المستثمرون لهم نفس التنبؤات بالربحية والمخاطرة.
 - السوق مكونة من مستثمرين يهدفون إلى تجنب المخاطرة و تعظيم المنفعة المتوقعة خلال نفس الفترة فيحاول كل مستثمر التقليل من التباين خلال نفس الفترة .
 - المستثمر يستطيع الإقراض و الاقتراض على أساس معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.
 - إن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة.

يتحدد في نموذج تسعير الأصول المالية معدل العائد المطلوب على الورقة المالية بجمع العائد الخالي من الخطر مع بدائل المخاطر المتعددة وفق حساسية الأوراق المالية للتقلبات في العوائد.¹

و قد أدخلت تعديلات لتحسين طرق تطبيق هذا النموذج بواسطة *LINTER* عام 1965 و *FAMA* عام 1968.

كما يستعمل الأدوات التالية:²

✓ **معامل ألفا (α) لجونسون (Jensen)** المعبر عنه بالعلاقة: $\alpha_p = R_p - R_p^E$

و الذي يقيس مردود المحفظة المالية (الموجب أو السالب).

✓ **مؤشر تريثور (*Treynor*)** كمؤشر الفعالية في السوق المالي، يمكن توضيحه

$$\text{بالعبارة: } T_p = (R_p - r_f) / \beta_p$$

يسمح بقياس المردودية للمخاطر النظامية في السوق المالي.

✓ **مؤشر شارب (*Sharpe*)** ، يقيس مردود المحفظة المالية لأصول ذات مخاطر عالية،

$$\text{حسب العلاقة التالية: } S_p = (R_p - r_f) / \sigma_p$$

4.2. نموذج تسعير المراجعة:

يسمح هذا النموذج ب:³

- (1) اختيار مشاريع الاستثمار المالي بمقارنة معدلات عوائد الأوراق المالية.
- (2) استخدام تكاليف رأس المال المؤسسة المالية عند تقييم مشاريع الاستثمار.
- (3) استخدامه كطريقة في تقييم الأوراق المالية (أسهم، أسهم ممتازة) لتحديد أسعارها.

¹ . فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 40

² . Jean-Baptiste FERRARI, Economie du risque- application à la finance et l'assurance-, Op-cit, p 193

³ . زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سابق، ص 398

خاتمة الفصل الأول:

لقد تزايدت أهمية دراسة المخاطر المالية خاصة في ظل عولمة الأسواق المالية كظاهرة عالمية و كونية نجمت عن سبب رئيسي و هو التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية، وانتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات و التكنولوجيا المتطورة، إضافة إلى التنافس بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها و الرغبة في تحقيق أعلى عوائد في ظل أدنى مخاطر ممكنة.

هذا ما أدى بهذه المؤسسات إلى التسابق فيما بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق إلى جانب المنتجات التقليدية، ما نتج عنه تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية... هذا ما دفعنا للتعرض لمختلف الأبعاد النظرية للمخاطر المالية لفهمها من جهة، و تسهيل عملية نقل المخاطر و تحويلها من جهة أخرى و معرفة أساليب المضاربة والتحوط.

الفصل الثاني:

العوامل المؤثرة على سلوك

الأسواق المالية

مقدمة الفصل الثاني

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية
وظائفها

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على سلوك
الأسواق المالية

خاتمة الفصل الثاني

مقدمة الفصل الثاني:

إن أي مؤسسة عند بداية أي نشاط ، فإنها تحتاج إلى تمويل و إمكانيات ذاتية لتحقيق أهدافها من موارد مالية و مادية يفوق إمكانياتها الذاتية، والتي يمكن أن تتحصل عليها بفضل السوق المالي الذي يعتبر المصدر الأساسي للحصول على التمويل. ووجود الأسواق المالية في أي بلد يعكس التطور الحديث الحاصل في اقتصاديات الدول و مدى تقدمها. فهي تهدف إلى تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار و التنمية من خلال تعبئة وتوجيه الموارد المالية، تسهيل التداول، تنويع المخاطر و زيادة الاستثمارات.

هذا وقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي الذي مرت به معظم دول العالم. و بالنظر لما لأسواق المال من دور في تنشيط حركة الاستثمار، نتعرض إلى أهم الخصائص التي تتميز بها هذه الأسواق، و الأركان التي تقوم عليها من خلال تعريفها، تطورها، أهميتها، كفاءتها و أهم الأدوات المستعملة فيها، مع إلقاء الضوء على كيفية إدارة معظم المخاطر المالية فيها.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المطلب الأول: تعريف السوق المالي:

إن الحاجة تدعو إلى وجود مكان متخصص تتم فيه عمليات تبادل الأوراق المالية التي نتجت عن التطورات الاقتصادية و المالية، ما دفع إلى ظهور السوق المالي كمكان يتم من خلاله تبادل و تداول الديون و الأصول النقدية و المالية. لتصبح بذلك الأسواق المالية الأداة الأكثر ربطا بين دول العالم نظرا لنوع العمليات التي تشتمل عليها في كل من أسواق العملات و الأسهم والسندات و القروض وكذا الأوراق المالية...

و السوق المالي بمفهومه العام هو عبارة عن نظام يضم مجموعة من العمليات المالية التي يتم تداولها، و يشتمل على كل المنظمات التي تقوم بدور الوساطة المالية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، من خلال مرحلة أو أكثر، يتم بموجبه الجمع بين طالبي رؤوس الأموال (المستثمرون) و عارضيهها (المدخرون).¹

و يمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية، بتحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي على المدى المتوسط و الطويل، ما يعكس فوائد عدة على المقترضين و المستثمرين.²

فالسوق المالي كجزء من النظام المالي "يعبر عن الوحدات التي من خلالها تتدفق الأموال للنظام المالي وفق آلية مستخدمة في الجمع بين الأعوان الاقتصاديين بتحويل الفوائض المالية من الأعوان ذات فائض مالي إلى الأعوان ذات عجز مالي في حين تقوم المؤسسات

¹ . محمد الصريفي، *البورصات*، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 51

لمزيد من المعلومات يمكن الاطلاع على:

- عاطف وليم اندوراس، *السياسات التمويلية و أسواق الأوراق المالية*، دار الكتاب الحديث، 2005، ص 6

- Frédéric MISHKIN, *Monnaie, Banque et Marché financier*, 8^{ème} éd Pearson, Paris, 2007, p 3

- Alain CHOINEL, Gérard ROUYER, *Marché financier- structure et acteurs*-,5^{ème} éd Collection Bq ITB, p 17

² .H. BOURACHOT, G.RENOUARD, J-L.RETTEL, *100 fiches pour comprendre la bourse et le marché financier*, Op-cit, p 30

المالية بدور الوساطة في عملية التحويل"¹، و ذلك بغرض "تسيير عملية التداول إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال"².

ففي هذا السوق "يتم بيع و شراء الأوراق المالية من أسهم و سندات و غيرها من الأدوات المالية و التي يمكن قرضها و اقتراضها أيضا"³.

و تتعامل الأسواق المالية فيما يسمى بالأوراق المالية (أوراق حكومية أو أوراقا مشاريع خاصة مطروحة للتداول)، بخلاف السوق النقدية التي تتعامل أساسا فيما يسمى بالأوراق التجارية، وتتواجد مؤسسات السوق المالية في البلدان التي يكون فيها النظام البنكي (البنوك) متكاملأ، حيث تشتمل على مصارف الاستثمار، ومصارف الأعمال، والمصارف العقارية والبورصات وشركات التأمين.

و "كأي سوق يتم فيه التفاعل بين العرض و الطلب، فإن الأسعار تتحدد في السوق المالي وفق مستوى العرض و الطلب"⁴.

و بالنظر إلى حجم المعاملات و سرعتها، فقد أدى النمو الحاصل على مستوى وسائل الاتصال و المعلوماتية الحديثة إلى التقليل من أهمية التواجد في السوق المالي بالمعنى الزماني والمكاني، ما سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول و هذا بفضل عولمة النشاط المالي و اندماج أسواق رأس المال.

و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول (1-2) الذي يمثل جدولا مقارنا بين الأسواق المالية والأسواق النقدية:

¹. نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 7
⁴. Michel JURA, *Technique financière internationale*, Op-cit, p 35

³. برايان كويل، *نظرة على الأسواق المالية*، مرجع سابق، ص 7
يمكن الاطلاع أيضا على:

- نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، مرجع سابق، ص 85
⁴. فليح حسن خلف، *الأسواق المالية و النقدية*، جدارا للكتاب العالمي، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص 8

الجدول (1-2): جدول مقارنة الأسواق المالية و لأسواق النقدية

السوق النقدي (Marché monétaire)	السوق المالي (Marché financier)
<p>سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، تتم فيه عملية الإقراض و الاقتراض من المؤسسات المصرفية، فهو سوق التعامل ما بين البنوك، حيث تلجأ البنوك إلى هذه الأسواق لتوفير احتياطي من السيولة (Liquidité) في حسابها المفتوح لدى البنك المركزي لمواجهة عمليات السحب التي يقوم بها الزبائن، إضافة إلى صفقات فيما بينها. يتحدد سعر الفائدة من طرف البنك المركزي وفقا للسياسة النقدية للدولة.</p> <p>أما المؤسسات النقدية فتعرف على أنها وحدات مصرفية اقتصادية. تمثل كجزء من السوق المالي و بالأخص المؤسسات المالية، فهي تقوم بربط العمليات ما بين البنوك، من خلال قبول الودائع و منح القروض...</p>	<p>فيه يتم الإقراض و الاقتراض في الأجل المتوسطة و الطويلة، و يلتقي فيه العرض و الطلب عن طريق الأشخاص و المؤسسات التي تمتلك رؤوس الأموال، يعمل المستثمرون فيه على البحث عن رؤوس أموال جديدة، هذا و يتم التعامل بالأوراق المالية في هذه السوق عبر سوقين أساسيين هما :</p> <p>* السوق الأولي</p> <p>* السوق الثانوي</p> <p>بالنسبة للمؤسسات المالية فهي مؤسسات أعمال (بنوك أو شركات تأمين أو سوق الأوراق المالية (البورصة...)).</p>

المصدر: من إعداد الطالبة

و من هنا فإن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق عامة، فهو لا يشترط وجود حيز مكاني بالرغم من كونه شرطا أساسيا لزيادة كفاءته، إلا أنه يكفي توفر أداة اتصال بين البائع و المشتري لوجود السوق.

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية:

1. وظيفة التمويل:

تهدف الأسواق المالية إلى تحقيق جملة من الأهداف و الوظائف إضافة إلى وظيفتها الأساسية، و المتمثلة في الجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، أين تلعب دورا هاما في تحقيق الفعالية الاقتصادية، لأن تسيير الأموال له وظيفة المفتاح في النمو الاقتصادي. و هذا لما للنشاطات الاقتصادية من دور في السوق المالي من خلال التأثيرات المباشرة على الثروة الفردية أي على المؤسسات، المستهلكين و على التدفقات الاقتصادية.¹

2. التأثير على الاقتصاد:

و يتم هذا التأثير عن طريق:²

- توفير التمويل بمختلف أنواعه (قصير الأجل، متوسط و طويل الأجل).
- الحرص على إقناع المدخرين بإيداع أموالهم مع أقل المخاطر الممكنة.
- إمكانية نقل الملكية بالنسبة للمستثمرين و تداول الأوراق المالية.
- تشجيع العمليات المالية فيما يخص بيع الأصول المالية و شراءها (أي تشجيع عمليات الاستثمار و الادخار).
- تحديد أسعار الأوراق المالية حسب الموقف المالي في المؤسسة.
- التنبؤ بالمستقبل المالي و المتغيرات أو البارامترات المالية على أساس الواقع الاقتصادي الحالي.
- الزيادة في تدفق الأموال و جلب الاستثمارات للسوق المالي المحلي.

¹ . Moez JOUDI, *Bourse des valeurs et marché financier*, 2006, visité le 25/10/2011, www.firmarkets.com

² . محمد الصريفي، *البورصات*، مرجع سابق، ص 63

يمكن الاطلاع على:

- محمود صبح، *التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية*، مرجع سابق، ص 15

- توفير السيولة المالية اللازمة و تنظيم عمليات البيع و الشراء.

كما يؤدي السوق المالي وظائفه بفضل عاملين أساسيين:¹

- ✓ اختيار السلعة (الأوراق المالية التي تتداول على مستوى السوق).
- ✓ انتقال المعلومة و مدى شفافية السوق.

المطلب الثالث: تطور الأسواق المالية و تنظيمها

1. تطور الأسواق المالية:

إن السبب الرئيسي في نشوء و تطور الأسواق المالية هو الحاجة إلى التمويل التي تمد الاقتصاد برؤوس الأموال، التي تعتبر أهم عناصر الإنتاج لقيام النشاط الاقتصادي. هذا ما جعل الأسواق المالية تختلف في تطورها من سوق لأخر حسب المستوى الإداري، التكنولوجي و حجم العمليات المتداولة في السوق...، و ذلك في ظل استقرار اقتصادي و سياسي.

و قد تطورت الأسواق المالية كألية لحشد الموارد المالية و توجيهها نحو الاستثمار بغرض تنشيط العمليات المالية و الرفع من العائدات الممكنة لها، ما أدى إلى ازدهار التعامل في هذه الأسواق خاصة بعد الاندماج على مستوى الأسواق المالية و النقدية من جهة، و بين الأسواق المالية المحلية و الدولية التي تتعاون فيما بينها بصورة متزامنة من جهة أخرى.²

و سمح هذا التطور بتوجيه تركيز هذه الأسواق على تداول الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم و السندات) لما لها من دور في جمع المدخرات الوطنية، و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني بالدرجة الأولى و بذلك الرفع من معدلات رفاهية الأفراد. وذلك بناء على رغبة المستثمرين في الحصول على قاعدة أكبر، و إنشاء محافظ

¹ . Christian OTTAVJ, *Monnaie et financement de l'économie*, éd° HACHETTE LIVRE, Paris, 2010, p229

² . برايان كويل، *نظرة على الأسواق المالية*، مرجع سابق، ص 10

استثمارية لعدد أكبر من الأوراق المالية و الإصدارات الدولية، ما سمح بتطور الأسواق المالية و اتساعها.

بالإضافة إلى " عامل التقدم التكنولوجي و الاتصالات الذي كان له الدور الأهم في نموها إلى جانب البنوك الاستثمارية الكبرى".¹

إن التغيرات في تكنولوجيا سوق رأس المال قد حدثت على مستوى التقنيات، والأدوات المالية المتاحة في السوق المالي، التي تم تدويلها بشكل يزيد من تدفق رؤوس الأموال، و على مستوى تكامل أسواق المال على نطاق عالمي. ففي ظل انتشار تحويلات الأموال إلكترونيا، وتوفر شبكة معلوماتية متطورة أصبحت الأموال قادرة على التدفق من دولة لأخرى بسرعة كبيرة ما أدى إلى زيادة المشاكل الموجودة في السوق و التي يمكن أن تؤثر على أسواق مالية أخرى، كاتجاه جديد للعولمة المالية والتحرير المالي، ما أدى إلى ظهور هشاشة الأنظمة المالية التي أصبحت عرضة للعديد من المخاطر.

و من أهم العوامل التي أدت إلى تطور هذه الأسواق:²

- تراكم مداخيل مالية فردية ووطنية سمحت بزيادة الادخار ما سمح باستخدامها في الأسواق المالية.
- محدودية استخدام الموارد المالية و منه البحث عن مجالات أوسع استثمار أوسع.
- استخدام التكنولوجيا بشكل واسع في ظل استثمارات ضخمة و رأسمال كبير.
- تطور الوساطة المالية، و تخصص الوسطاء في تحويل الأموال حسب عمليات التبادل (بيعا و شراء).
- تطور الأدوات المستخدمة في هذه الأسواق لتحسن ظروف التمويل و الاستثمار.
- تنوع الخدمات و تباينها ما يجعلها دائمة التطور.

¹. برايان كويل، نظرة على الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 67
². فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق، ص 13

- تحفيز المتعاملين لتحسين أدائهم المالي و الحصول على عوائد أكبر بمخاطر أقل وسيولة أكبر.
- تطور التنظيم و القوانين المنظمة لهذه الأسواق بهدف الإسهام في تطورها.
- ترابط الاقتصاديات العالمية بسبب التدويل و العولمة المالية ما سمح بتطور العلاقات الدولية الاقتصادية.
- تركيز تدويل نشاط المؤسسات المالية بالحصول على موارد ضخمة بفضل توسع و تطور عملياتها المالية بسبب التكتلات و الاندماج و التركيز.
- العمل على تحقيق الاستقرار المالي لتقوية و تعزيز التعامل في هذه الأسواق.

ولكن قيام هذه الأسواق المالية بدورها بفاعلية وكفاءة مرهون بقدرتها على تطوير حجم السوق وتدعيم بنيتها المؤسسية والتنظيمية في سبيل تعظيم المنافع وتقليل المخاطر الناجمة عن التحرير المالي، وخاصة تحرير حساب رأس المال واندماج الأسواق المالية العالمية.¹

1.1.1 تطوير حجم السوق:

يعتمد على تنمية جانبي الطلب على الأوراق المالية والعرض في سوق الأوراق المالية.

تنمية جانب الطلب: يعتمد على تقوية الطلب من قبل المؤسسات غير البنكية، وتعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد وكذا تشجيع الطلب الأجنبي والمحافظة على استقرار السوق.

تنمية جانب العرض: يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية من خلال تنويع عرض الأسهم والسندات المطروحة للاكتتاب العام وكذا الأدوات المستحدثة، ومن أهم تلك الأدوات السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات القابلة للبيع، والسندات المصاحبة

¹. حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص126

لحقوق شراء أسهم، وكذا المشتقات المالية، التوريق، وإدراج الأوراق المالية الإسلامية أو الصكوك.

2.1. تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية:

يتطلب أي سوق للأوراق المالية مجموعة من الأنظمة والآليات التي تعمل على تسيير المعاملات في السوق، وتسهم في رفع مستوى كفاءة السوق، وتشكل هذه الآليات مع الهيكل التنظيمي البنية الأساسية للسوق، التي تؤثر في أداء السوق ككل، وترتبط عملية تطوير البنية الأساسية للسوق بالعديد من العوامل منها:¹

- ✓ تحسين التنظيم و الإدارة، و العمل على تحقيق استقرار السوق و تنظيمه.
- ✓ تنمية المؤسسات العاملة في سوق المال لما لها من دور في تنشيط السوق، من خلال الاستثمار في محافظها للأوراق المالية، وكذا ترويج والاكتتاب في الأوراق المالية وإدارة المخاطر والمحافظ المالية. كشرركات الوساطة (شركات الاكتتاب وشركات السمسرة)، شركات الاستثمار، شركات تكوين وإدارة المحافظ ...
- ✓ تعزيز الدور الرقابي للسوق والشفافية من خلال نشر المعلومات، إعداد القوائم المالية وفقا للنظم المحاسبية العالمية، الحد من عمليات التداول المستندة إلى معلومات داخلية، والرقابة على النقد الأجنبي.
- ✓ تطوير نظم التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: إذ يمثل وجود نظام سريع وآمن للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي دعامة أساسية لقيام السوق بوظائفه بكفاءة، ويزيد من درجة سيولته بما يجعل التعامل فيه عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء.

¹. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 266

2. تنظيم السوق المالي:

يسمح السوق المالي بالتفاعل بين الأعوان ذات العجز المالي و الأعوان في حالة الفائض المالي. يتم التوظيف فيه تحت سلطة رقابة و سلطة السوق بفضل الوسطاء الماليين الذين يقدمون التمويل غير المباشر للاقتصاد.¹

كما يضمن النظام الداخلي السير الحسن للعمل في السوق المالي بفضل تنظيم هذا الجهاز ووضع خطط تسيير محكمة، بإنشاء هيئات تقوم بحماية مصالح المستثمرين و المصلحة العامة و كذا الحفاظ على أسواق مالية حرة و مفتوحة.

إلى جانب مصدري الأوراق المالية و المكتتبين نلاحظ أيضا السلطات المالية والوسطاء²:

1.2. السلطة المالية: يعمل السوق المالي بإشراف و مراقبة السلطات التي تم تأسيسها

حسب القانون الداخلي إضافة إلى لجنة العمليات في البورصة ومجلس السوق المالي.

2.2. الوسطاء الماليون: إن التطور الحديث للنظام المالي و ما واكبه من تطور أدوات

الوساطة المالية بين المتعاملين في هذه الأسواق، سمح بالتمييز بين نوعين أساسيين

من التمويل في النظام المالي:³

✓ تمويل السوق.

✓ التمويل البنكي.

في حين يقوم الوسيط الذي يعتبر أداة اتصال بين العميل و السمسار المقيد لديه، يحصل

على حصة من العمولة مقابل خدماته. و هو مسؤول عن كافة العمليات المعقودة أو التي تتم

بواسطته.⁴

¹ . J-L BAILLY, G CAIRE, A FIGLIUZZI, V LELIEVRE, *Economie monétaire et financière*, Op-cit , p191

² .Christian OCTTAVJ, *monnaie et financement de l'économie*, Op-cit , p 216

³ .Robert COBBAUT, *Théorie financière*, 4^{ème} éd° ECONOMICA, Paris, 1997, p 20

⁴ .J-L BAILLY, G CAIRE, A FIGLIUZZI, V LELIEVRE, *Economie monétaire et financière*, Opcit, p192

3. أشكال أداء السوق المالي:

إن طريقة تمويل السوق المالي تستهدف تحويل الأرصدة المالية من القادرين على الادخار إلى المقترضين. بفضل ترتيبات لخلق و تبادل الحقوق بالنسبة لأي أصول مالية بين المتعاملين فيه، حيث تساهم الصناعة المالية تعكس صورة أداء السوق المالي الذي يعكس بدوره قوة النظام المالي. و عليه فإن عملية التمويل في النظام المالي تأخذ الأشكال التالية:¹

1.3. التمويل المباشر: يتم التعامل مباشرة بين المدخرين القادرين على التمويل والمستثمرين المستعدين للاستثمار، دون وساطة. إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة (أسهم، سندات و وثائق أخرى) لصالح المقرض.

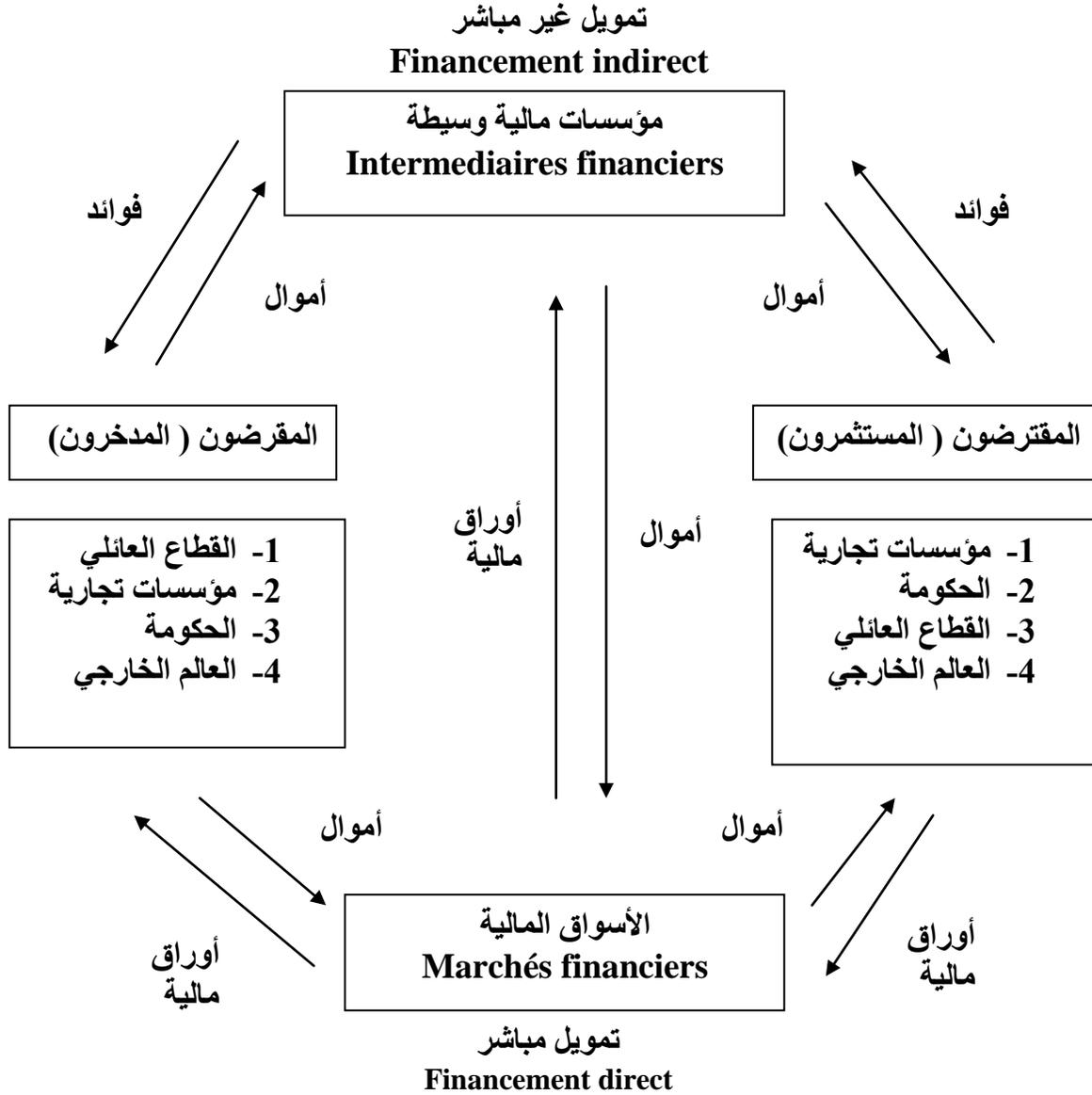
و تدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية لأنها تنتقل من صاحب الالتزام إلى صاحب الحق.

2.3. التمويل غير المباشر: يتم من خلال المؤسسات المالية الوسيطة التي تشمل مؤسسات اقتصادية تعمل على تسهيل عملية الالتقاء المرن ما بين المدخرين والمقترضين². و التي قد يتجاوز دورها الوساطة المالية المحلية إلى الوساطة المالية العالمية، كالبنوك التجارية، شركات التأمين، الائتمان، شركات التمويل، الصناديق المشتركة... هذه الوساطة تفوق مجرد التوسط بين السماسرة الذين يعملون كوكلاء للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، الذين يقومون بالمقابلة بين رغبات البائعين و بين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة، بل بإصدار أصول مالية غير مباشرة باتجاه وحدات الفائض المالي، و قبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز المالي. كما تعتبر الأصول المالية غير المباشرة أكثر سيولة من الأصول المالية المباشرة، إضافة إلى قدرة حائزها على سهولة تداولها، هذا ما يخفض من درجة مخاطرتها مقارنة مع الأصول المالية المباشرة التي تعتبر أقل سيولة منها.

¹ . محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات، أوراق، بورصات-، مرجع سابق، ص 39
² . أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 27

فيما يلي الشكل (1-2) الذي يبين مختلف أشكال التمويل:

الشكل (1-2): أشكال التمويل



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 39- 41، بتصرف

يتضح من الشكل السابق وجود قطاعين رئيسيين المقرضين، و المقرضين حيث يمثل

القطاع العائلي الدور الأول ضمن قطاع المقرضين، بينما تحتل المؤسسات التجارية الدور الأول ضمن قطاع المقرضين. و يتم تدفق الأموال إلى قطاع المقرضين وفق الطريقتين السابقتين (طريقة التمويل المباشر و طريقة التمويل غير المباشر).

4. وسائل و أدوات النظام المالي:

1.4. تصنيف الأصول المالية:

على اعتبار أن الأصول المالية لا تمثل ملكية مباشرة من قبل الأفراد، و إنما تعبر من مطالب غير مباشرة لملكية الأصول الحقيقية، من هنا يمكن تقسيم الأصول المالية حسب طبيعتها إلى:

❖ أصول ملموسة تعتمد قيمة الأصل الملموس في خصائصه المادية.

❖ أصول غير ملموسة تمثل حقوق قانونية تترتب عنها منفعة معينة.

و التي من خصائصها العامة:

- ✓ التجانس الكبير في وحداتها على خلاف الأصول الحقيقية.
- ✓ وجود أسواق متطورة للتعامل بها.
- ✓ تعطي صاحبها حق المطالبة بالدخل الناتج عنها عند أجل الاستحقاق.
- ✓ السيولة: لها قابلية عالية من التسييل عند الحاجة للسيولة في الاقتصاد.
- ✓ الخطر و عدم التأكد، حيث درجة مخاطرها تعتبر أعلى من مخاطر الأصول الحقيقية.

هذه الخصائص سمحت بتعدد أنواع الأدوات المالية و التي نقسمها إلى:

أولاً/أدوات الملكية: والتي تتمثل في:

■ **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في الشركة، سواء في أرباحها أو في أصولها عند تصفيتها. ويحصل حملة الأسهم العادية على النصيب من التوزيعات على شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويًا من قبل مجلس الإدارة.¹

■ **الأسهم الممتازة:** يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة، تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات. فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري، واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة. مثل السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعاءها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة.²

وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية يرتبط أجله بوجود واستمرار الشركة.

ثانياً/ أدوات الدين (السندات): تمثل صكوك دين لمالكها، إضافة إلى أنها تعتبر أداة تمويل مباشرة، على شكل قروض مجزأة إلى وحدات قياسية. تتميز بسرعة السيولة لحاملها في السوق المالي. كما أنها تسمح بتحقيق مكاسب جراء عملية التداول كعوائد ثابتة. حسب الجهة المصدرة لها نميز نوعين من السندات:³

■ أدوات الدين الحكومية

■ أدوات الدين غير الحكومية

¹ . موسى مطر، موسى الشقيري، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 212

² . محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات، أوراق، بورصات-، مرجع سابق، ص 100

³ . عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 70

ثالثا/ المشتقات : تعتبر كأدوات مالية حديثة الابتكار، و قد تم التطرق إليها فيما سبق، و هي تنقسم هي الأخرى إلى :

■ الخيارات

■ المستقبلات

■ العقود الآجلة

■ المبادلات

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية و وظائفها

المطلب الأول: أنواع السوق المالي مكوناته:

1. مكونات الأسواق المالية:

سوق الأوراق المالية يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية، أين نميز نوعين من السوق المالي هما:¹

1.1. أسواق حاضرة:

فيها يتم تداول الأوراق المالية من خلال أسواق منظمة أي داخل مكان محدد و معروف يطلق عليه لفظ البورصة، أو خارج هذا المكان و هو ما يعرف بالأسواق غير المنظمة.² حيث يتم التعامل بأوراق مالية متوسطة أو طويلة الأجل من أسهم وسندات، وهنا "تنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة و ذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة، أو جزء منها حسب العقد المبرم بين البائع و المشتري تتيح لصاحبها جزء من ملكية المشروع

¹. فليح حسن خلفه *الأسواق المالية و النقدية*، مرجع سابق، ص 38
². برايان كويل، *نظرة على الأسواق المالية*، مرجع سابق، ص 8

أجزاء من أرباحه أو الاثنيين معا".¹ أي أن التعامل فيها يتم بصورة فورية بين البائع و المشتري (في الحال).

تنقسم هذه الأسواق بدورها إلى:

✓ أسواق أولية منظمة يتم فيها إصدار الأوراق المالية الجديدة، أي المطروحة للبيع لأول مرة.

✓ أسواق ثانوية منظمة تشمل البورصات أين تتداول هذه الأوراق.

2.1. أسواق أجل:

تجمع كلا من " أسواق الخيارات، المبادلات، المستقبلات، والعقود المستقبلية أو كما تسمى الأسواق المشتقة"² ، و التي تتعامل أيضا في الأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، و ليس وقت عقد الاتفاق بالبيع أو الشراء أو الاثنيين معا.³ بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة المالية على أن يتسلمها في تاريخ لاحق. و الغرض من وجود هذه الأسواق هو تجنب مخاطر تغير السعر.⁴

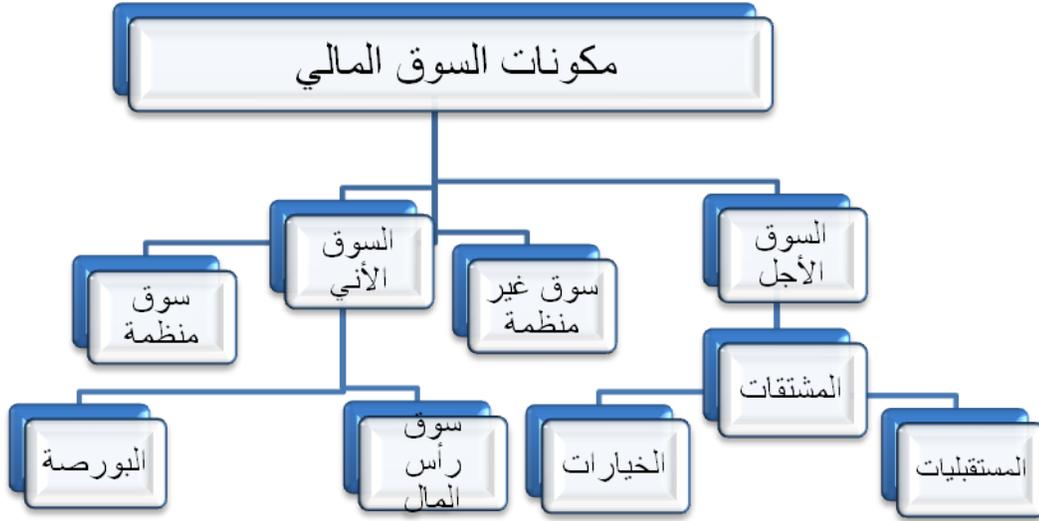
¹ . عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تحريرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008 ، ص39

² .Jézabel COUPPEY, SOUBE YRAN, *Monnaie, banque et finance*, éd° PUF, Paris 2010, p 47

³ . محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 190، بتصريف

⁴ . فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق، ص 51

الشكل (2-2): مكونات السوق المالي



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، 2009، ص 243

2. أنواع الأسواق المالية:

تمثل الأسواق المالية وسيلة أساسية للاختيار الأمثل لمصادر التمويل بين الأعوان الاقتصاديين، يمكن تصنيفها حسب الخصائص الأساسية المميزة لها إلى:¹

- ✓ أسواق النقود و أسواق رأس المال (Marchés des capitaux et Marchés monétaires)
- ✓ سوق الدين و سوق الأموال الخاصة (Marchés des dettes et Marchés des fonds propres).
- ✓ الأسواق المنظمة و غير المنظمة (Marchés organisés et Marchés de gré à gré).
- ✓ الأسواق المالية الأولية و الثانوية (Marché primaires et marchés secondaires).

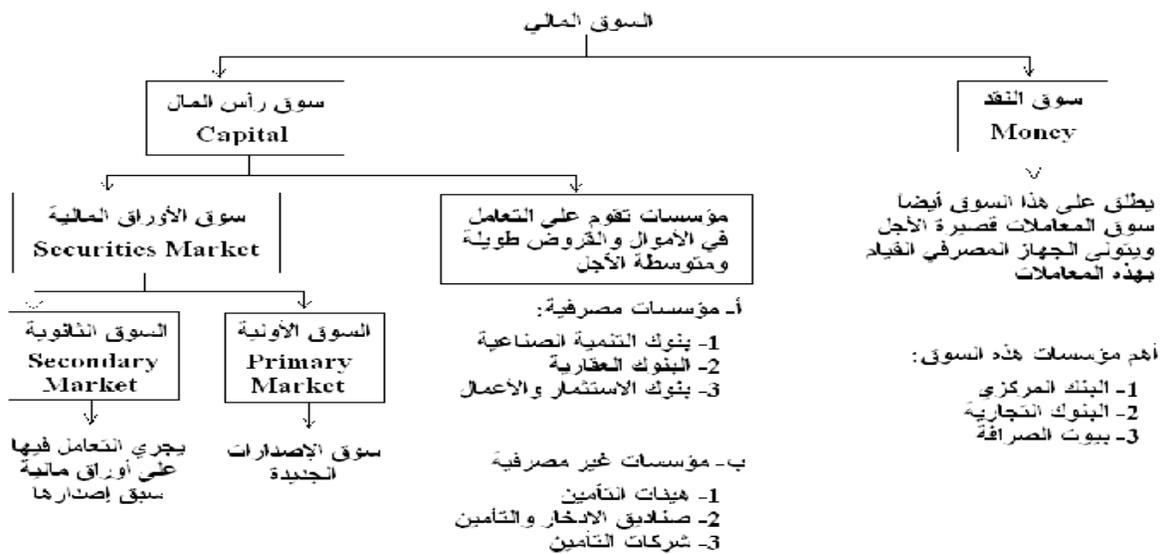
¹ محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في الأعمال و المال، مرجع سابق، ص 355 لمزيد من المعلومات أنظر:

- Frédéric MISHKIN, *Monnaie, Banque et Marché financier*, Op-cit , p 33
 - Nicolas BARVAROUX, *Un panorama des différent marchés des capitaux*, Revue Cahier Français n° 361, mars-avril 2011, *comprendre les marchés financiers*, éd° la documentation française, p 31

فالتصنيف الأول يميز بين أسواق رأس المال و التي "تمثل مكان التقاء العارضين و الطالبين على رؤوس الأموال في حيز مكاني محدد ومنظم أي مجال التعامل بالأموال متوسطة و طويلة الأجل.¹ تعمل فيها بنوك الاستثمار، و التأمين وصناديق الادخار أين تتداول الأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات...)"².

أما **أسواق النقود**، و التي "تمثل الأسواق التي تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل أي أقل من ثلاثة أشهر. تتميز هذه الأوراق المالية كونها ذات درجة سيولة عالية (ودائع، أذون خزينة، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية...)"³.

الشكل(2-3): تصنيف الأسواق المالية - أسواق رأس المال و أسواق النقود-



المصدر: زياد رمضان، الاستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سابق، ص 83

أما بالنسبة للأسواق غير المنظمة والأسواق المنظمة فيمكن أن نحددها كما يلي:⁴

¹ عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، مرجع سابق، ص 103

² H. BOURACHOT, G.RENOUARD, J-L.RETTEL, 100 fiches pour comprendre la bourse et le marché financier, Op-cit, p 31.

³ Jézabel COUPPEY, Soube YRAN, Monnaie, banque et finance, Op-cit, P 14.

⁴ محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، ص 17

الأسواق غير المنظمة "تعبّر عن حالة الأسواق التي تتعامل في عقود شخصية تقوم على المفاوضة (La négociation) والاتفاق بين الأطراف أصحاب المصلحة بشكل مباشر".¹ فهي أسواق "تخضع للمفاوضة في تحديد كافة بنودها بشكل شخصي ومباشر في آن واحد وفقا لاحتياجات الأطراف الراغبة فيها، وبالتالي يقتصر دور أعمال الوساطة في هذه الأسواق على التوفيق بين طرفي التعاقد"²، كما أن صفقات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد مخصص لهذا الغرض، ما يجعلها أسواقا غير مركزية. وهكذا فإن هذه الأسواق غير خاضعة للأنظمة واللوائح التي تحكم تعاملاتها بشكل منظم ومقنن، ولا توجد جهة أو هيئة مسؤولة عن تنظيم أعمالها والرقابة على تداولاتها، ما يجعلها مصدرا لعديد من المخاطر المالية، إذ إن أحد أهم ملامح هذه النوعية من الأسواق عدم الوضوح والشفافية في تقديم البيانات والمعلومات المرتبطة بتحديد القيمة العادلة للعقود، وانخفاض السيولة بسبب التعامل على العقود بشكل شخصي بين أطراف العقد.

وعلى العكس نجد **الأسواق المنظمة** التي "تخضع للأنظمة واللوائح والتشريعات التي تحكم تعاملاتها التي تصدر عن الجهات الرسمية المختصة ما يجعلها قادرة على تحقيق أهدافها في بيئة سوق المال، يتم التعامل فيها بعقود نمطية وليست شخصية كما هو الحال في الأسواق غير المنظمة، فهي عقود لا يجري تفصيلها بشكل شخصي ومباشر بين طرفي العقد، وإنما يتم تداول الصفقات المرتبطة بتعاملاتها من خلال طرف آخر ثالث يقوم بعملية الوساطة بين طرفي العقد".³ كما تكون هذه الأسواق موحدة في كافة شروطها من حيث حجم العقد، وشروط وتواريخ التسليم، ومواصفات الأصل محل التعاقد، ومكان التسليم، وكيفية التسليم، باستثناء السعر الذي يتم التفاوض عليه وتحديده وفقا لظروف السوق.⁴

¹ منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 505

² محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، مرجع سابق، ص 18

³ . Jean-François FAYE, *Comment gérer les risques financiers ?*, Op-cit, p 79

⁴ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 95

تحقق هذه الأسواق ميزة التعامل في مكان واحد محدد تلتقي فيه كافة أوامر البيع والشراء على العقود المقيدة، وذلك عن طريق الوسطاء الماليين، كما أن ورود كافة أوامر البيع والشراء في مكان واحد يؤدي إلى وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين، ما يسمح بتوفر مستوى عالٍ من السيولة.¹

أما باستعمال قدرة السوق على الإصدار كمعيار في التصنيف² فنميز نوعين من الأسواق: أسواق مالية أولية و أسواق مالية ثانوية.³

1.2. الأسواق المالية الأولية (أسواق الإصدار):

هي جزء من السوق المالية "أين يتم شراء و بيع الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية التي تطرح للتداول"⁴، لهذا تعرف بسوق الإصدارات حيث تقوم الدولة بإصدار قرض عام عن طريق السندات، و بعد عمليات الاكتتاب في الأوراق المالية عن طريق البنوك مقابل فائدة معينة يتحدد سعرها حسب العرض والطلب، و هو غالبا أعلى من سعر الفائدة في الأوراق النقدية الذي يحدده البنك المركزي، ثم تنقل هذه السندات والأسهم كمرحلة ثانية إلى سوق ثانوية.⁵

ففي السوق الأولي يكون بائع الورقة المالية هو مصدرها، و يتم الاكتتاب فيها لأول مرة بطريقة مباشرة بين مصدر الورقة و أول مكتب عليها بخلق الأوراق المالية. ما يسمح بنشوء علاقة بين المدخرين و المستثمرين، بوساطة أو من دون وساطة.⁶ تكمن وظيفتها الأساسية في الجمع بين الادخار و الاستثمارات.

¹ . منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، مرجع سابق، ص 493

² . Frédéric MISHKIN, *Monnaie, Banque et Marché financier*, Op-cit, p 34

³ . Christian OTTAVI, *Monnaie et financement de l'économie*, Op-cit, p 214

⁴ . J-L BAILLY, G CAIRE, A FIGLIUZZI, V LELIEVRE, *Economie monétaire et financière*, p 188

⁵ . Gilles JACOUD, *A quoi servent les MF ?*, Revue Cahier Français n° 361, p3

⁶ . محمد الصريفي، البورصات، مرجع سابق، ص 12

أما أهميتها فتظهر في توفير التمويل للاستثمار في الاقتصاد أي السماح بتكوين رأس المال المادي (الاستثمار العيني)، و المساهمة الفعلية للأسواق المالية تظهر في الأسواق المالية الأولية غير المنظمة التي لا يتم التعامل من خلالها في مكان محدد ومنظم.¹

2.2. الأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول):

هي أسواق يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي، بإعادة بيع و شراء الأوراق المالية أي التعامل بإصدارات سابقة. تشتمل على البورصة المالية أو بورصة القيم المنقولة، لأنها تخضع لنظم و إجراءات و لوائح تنظم عمل هذه السوق في إطار السوق المنظمة، تكمن أهميتها في كونها تتضمن مختلف العمليات المالية و الاستثمارات العينية، فهي تلعب دورا هاما في تعبئة الادخار و التحفيز على استخدام الأموال بإعادة استثمارها من خلال التمويل الذي توفره الوحدات الاقتصادية الإنتاجية.²

توفر هذه الأسواق السيولة للاقتصاد بفضل طريقتين:

تداول القيم المنقولة على المدى الطويل، و تباع بسرعة كبيرة على مستوى السوق الثانوي. تتم الصفقة بين البائع و المشتري في السوق بعد التفاوض (Le marché de gré à gré).

يسمح بنمو المؤسسات من خلال توفير السيولة للسوق.³

تتكون الأسواق الثانوية من:⁴

- أسواق منظمة (البورصات).
- أسواق موازية (خارج الكونتور).

¹. عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تحريرها، مرجع سابق، ص39

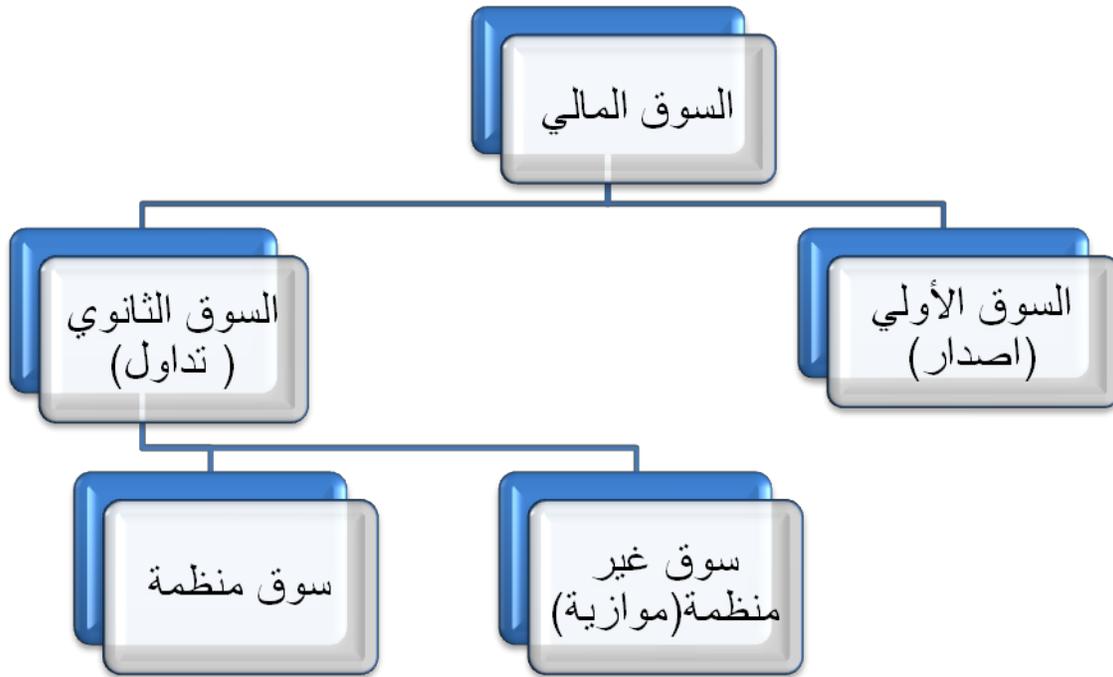
². عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تحريرها، نفس المرجع، ص42

³. Michel PRADA, *La revue nationale de l'autorité des marchés financiers*, Mars 2004, www.amf-france.org, visite le : 15/09/2011

⁴. H. BOURACHOT, G.RENOUARD, J-L.RETTEL, *100 fiches pour comprendre la bourse et le marché financier*, Op-cit , p 126

يمكن تصنيف الأسواق المالية وفق المخطط التالي:

الشكل (2-4): تصنيف السوق المالي



المصدر: من إعداد الطالبة حسب المعلومات المتاحة

هذا بالإضافة إلى الأسواق الثلاثة و الرابعة.¹

¹ منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، مرجع سابق، ص 508
يمكن الاطلاع أيضا على:

- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 109

1.3. العلاقة بين الأسواق المالية الأولية و الثانوية:

يتوقف إصدار الأوراق المالية في السوق المالي على حجم عمليات التداول في السوق الثانوي إضافة إلى توفر السيولة التي تعتبر مشكلة للمستثمرين و الوسطاء دون أن تؤثر على مصدري الأوراق المالية. يتم حسبها السماح بإصدارات جديدة أولاً في السوق الثانوي كونها قد تتعرض لنقص في دعم المستثمرين للإصدارات الجديدة.¹

توجد علاقة قوية بين الأسواق الأولية و الثانوية من خلال التعبير عن كفاءة السوق المالي.

إن الاستثمار المالي في الأسواق المالية الثانوية لا يمثل تمويلاً مباشراً لعملية الاستثمار المادي أو العيني الحقيقي، حيث يتم توفيره في الأسواق الأولية. إلا أن الأسواق الثانوية تقود إلى فاعلية و كفاءة الأسواق الأولية، رغم أن الاستثمار في الأسواق الثانوية يمثل الاستثمار المالي فقط يتضمن انتقال ملكية أصل مالي من جهة لأخرى، و بالتالي لا يتضمن أي استثمار حقيقي كما هو الحال بالنسبة للأسواق الأولية.

كما توفر الأسواق الثانوية السيولة للأسواق الأولية إضافة إلى السوق الثالثة و الرابعة التي تتكون من وسطاء ماليين و سماسرة غير أعضاء في السوق المنظمة.²

ثم "إن أسعار الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق الأولى تتحدد من خلال السوق المالي الثانوي عن طريق محددات العرض و الطلب".³

¹. برايان كويل، نظرة على الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 106

². عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تحريرها، مرجع سابق، ص 48

³. خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة، عمان، 2000، ص 44

فيما يلي جدول للمقارنة بين الأسواق المالية الأولية و الأسواق المالية الثانوية:

الجدول(2-2): جدول مقارنة للأسواق الأولية و الأسواق الثانوية

<p>Marché primaire = السوق الأولي</p> <p>Marché financier = السوق المالي</p> <p>إصدار القيم المنقولة الجديدة Emission de nouvelles valeurs mobilières</p>	<p>Marché secondaire = السوق الثانوي</p> <p>Bourse = البورصة</p> <p>مبادلة و تسعير الأوراق المالية أو القيم المنقولة (التداول) Echange et cotation des valeurs mobilières déjà émises</p>
---	---

المصدر: من إعداد الطالبة حسب المعلومات المتاحة

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية و أهميتها الاقتصادية

1. كفاءة السوق المالي:

حسب مفهوم الكفاءة، الذي يعبر عن استجابة الأوراق المالية في السوق المالي لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يمكنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للورقة.¹ حيث "تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً تبعاً للمعلومات المتاحة في السوق".²

فيعكس سعر الورقة المعلومات المتاحة في السوق المتعلقة بالمؤسسة و محيطها، كما يعكس أيضاً توقعات المستثمرين فيما يخص العوائد المستقبلية و المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، و هذا مع إمكانية عدم تطابق التوقعات و التقديرات المستقبلية مع واقع السوق.

¹. وسام ملاك، البورصات و الأسواق العالمية، ج 2، مرجع سابق، ص 136 ، بتصرف
². محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، دار الكتاب العالمي، الإسكندرية، 2007، ص 329

والسوق المالي الكفاء هو السوق الذي يحقق أحسن استغلال للموارد المتاحة، أو تخصيصا فعالا (Allocation Efficient) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.¹

فالسوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات، فإذا ظهرت معلومات جديدة عن إحدى المؤسسات المتداول أسهمها يتحرك سعر السهم بسرعة وبرشد من حيث الحجم والاتجاه ليعكس هذه المعلومات الجديدة.

و يعتمد ذلك على عاملين أساسيين:

✓ كفاءة التسعير (efficience des prix): أو الكفاءة الخارجية، نعني بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، ما يوفر على المتعاملين تكاليف عالية و ما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة، كما تؤثر المعلومة على سعر الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

✓ كفاءة التشغيل (efficience opérationnelle): أو الكفاءة الداخلية، و التي تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، اقتراب سعر البيع من سعر الشراء. فكلما قل التشتت بين سعر البيع وسعر الشراء كان هناك كفاءة تشغيلية، وكلما كُبر التشتت بين سعر البيع وسعر الشراء كان هناك عدم كفاءة تشغيلية.

و هذا ما يظهر أن كفاءة التسعير تعتمد بنسبة كبيرة على كفاءة التشغيل.

تحدد الكفاءة بعاملين:

(1) مدى توفر المعلومات الخاصة بالأوراق المالية وتوفرها لجميع المستثمرين وفي

الوقت المناسب.

(2) الشخص القائم على العملية التخصصية لفهم، إدراك وتفسير المعلومات.

¹ . Sandra RIGOT, « Marchés efficients et intrinsèquement instable ? », Revue : Cahier Français, n° 361, Mars-Avril 2011, « Comprendre Les Marché Financiers », éd° La documentation française, p 13

حيث أن نظرية الكفاءة لا توضح كفاءة المعلومة وإنما أثر المعلومة، حيث يمكن أن تكون المعلومة غير صحيحة و رغم ذلك تؤثر في اتخاذ القرار في السوق المالي.¹

هذا و يلعب السوق المالي الكفاء دورين أساسيين في الاقتصاد، دور مباشر و آخر غير مباشر :

■ **الدور المباشر:** عند قيام المستثمر بشراء أوراق مالية فهذا يعني أنه يتربح عوائد مستقبلية من خلال إتاحة فرص استثمار، ما يؤدي إلى إصدار حجم أكبر من الأوراق المالية وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار و انخفاض متوسط تكلفة الأموال .

■ **الدور غير المباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تم إصدارها بمثابة مؤشر أمان للمقترضين في السوق المالي أو المؤسسة المالية، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية و عادةً ما يكون بسعر فائدة معقول.

في ظل هذا يتفاوت مستوى فاعلية السوق المالي حسب تفاوت الإمكانيات و التسهيلات المتاحة لكل منها مع وجود مؤشرين لقياس كفاءة السوق المالي:

■ **كفاءة داخلية:** انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي أي تكاليف المعاملات المالية.

■ **كفاءة خارجية:** سرعة تكيف و استجابة الأسعار السائدة فيه للمعلومات الجديدة.²

¹ .Philippe HERLIN, *Finance le nouveau paradigme*, éd d'organisation, Paris, 2010, p 33

² .محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري و التطبيقي-، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، 2009، ص 163

2. أهمية السوق المالي:

يعتبر دور أسواق المال ذو أهمية بالغة في تطوير الاقتصاد والإسراع بمعدلات التنمية، كما يكتسي أهمية كبيرة في توفير الاحتياطات التمويلية في ظل توجه الدول إلى التحرير الاقتصادي والتحرير المالي و ذلك بفضل تحويل الفوائض المالية.¹ حيث تولي معظم الدول حالياً اهتماماً كبيراً بأسواق الأوراق المالية، نظراً للدور الفعال الذي تلعبه في تأمين السيولة و جلب الاستثمارات الأجنبية، إذ تساهم هذه الأخيرة في إنجاز المشاريع و المخططات الاقتصادية العمومية و الخاصة، و هي بذلك تساهم بشكل فعال في التنمية الاقتصادية. من هنا يظهر أن للأسواق المالية أهمية مالية و أخرى اقتصادية كما يلي:

1.2. الأهمية المالية:

تقوم عملية التمويل الاقتصادي أساساً على التوظيف الأمثل للأموال المحلية والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة في الاقتصاد . و لجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مرتفعة مقابل الحصول عليها، لأن المستثمرين غالباً ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بهذا فإن الاستثمار في السوق المالي يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح، و تستفيد المؤسسة المتدخلة في السوق أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل. و عليه فإن السوق المالي يؤدي دوراً مزدوجاً بفضل حصول المستثمر على فوائد من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

■ **بالنسبة للمستثمر** الذي يقوم بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة (الادخار)، في إطار سعيه للحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن

¹. فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سابق، ص 20 ، بتصرف

طريق " الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية"، أو بفعل " المضاربة" الناتجة عن تقلبات الأسعار في سوق الأوراق المالية.¹

ما يسمح بتحقيق التوازن في السوق من ناحية العرض و الطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة و الاحتياجات الخاصة.

■ بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية حتى تحصل على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل مشاريعها و احتياجاتها فإنها تقبل على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بسوق الأوراق المالية، لأن حجم المعاملات يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها.

و منه فإن القيد بسوق الأوراق المالية يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة المؤسسة و كفاءتها و ضمان لربحيتها ما يلزمها على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها و وضعيتها المالية، و هذا ما يمنح المتعاملين الاطمئنان و الثقة.

و إلى جانب التمويل طويل الأجل الذي يوفره سوق الأوراق المالية للمؤسسات فهي تعمل أيضاً على تخفيض التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأوراق المالية التي تلجأ إليها المؤسسات باعتبارها مصدراً للتمويل و وسيلة لتنويع المخاطر.²

¹. رسمية قرياقص، ، الأسواق و المؤسسات المالية، مرجع سابق، ص 43

². رسمية قرياقص، ، الأسواق و المؤسسات المالية، نفس المرجع ، ص 47

الأهمية الاقتصادية:

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأعوان التي لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني عجزاً في الأموال. هذه الأسواق تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الجوانب الذي تقوم به، فهي أداة غير محدودة في الاقتصاد الوطني كونها تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي نفس الوقت تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً و تحولات جديدة.

فقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع حاجات المتعاملين لتصبح بذلك ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأعوان الاقتصاديين. كما تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات التي تزداد بازدياد الحريات المتاحة.

كما أن للأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد ، وتحويله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو المؤسسات. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل الاستثمارات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها.

إلى جانب ذلك الدور الاقتصادي الذي يلعبه السوق المالي بفضل جلب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في الاستثمارات المحلية، فتعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، ما يخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة، و يظهر هذا في انتعاش الاقتصاد و التسريع من وتيرة التنمية المحلية لتحقيق الرفاهية الفردية.

و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي، تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية و دول الخليج العربية التي تشهد أسواقها المالية ديناميكية كبيرة و تطورا هائلا في معاملاتها¹.

و كلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق الدعم و توطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة .
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كميات مناسبة من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للاقتصاد، ودعم الاستثمارات
- رفع درجة الوعي لدى الأفراد بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني .
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الاستثمارات ما يؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف ومنه تحقيق مستويات أفضل للمداخيل الفردية أو الوطنية².

¹. فريد النجار، *البورصات و الهندسة المالية*، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 16.

². فليح حسن خلف، *الأسواق المالية و النقدية*، مرجع سابق، ص 25.

المطلب الثالث: المؤشرات في البورصة

1. مؤشرات سوق الأوراق المالية:

إن معرفة مستوى أداء استثمار ما في البورصة و اتجاه تطوره يستلزم وجود معيار أو أساس يتم من خلاله المقارنة و القياس. ما يسمح باتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أعلى العوائد بأقل المخاطر ممكنة، و هذا عن طريق معدل الأسعار أو مؤشر السوق الذي يعبر عن قيمة كافة الأسهم في وقت معين، حيث يعد من أهم الأدوات التي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية صعودا و هبوطا، و تختلف هذه المؤشرات حسب الأسس التي تبنى عليها.¹

تعتبر المؤشرات المالية على مدى صحة التكهّنات و التوقعات بالنسبة لأوراق مالية ما في السوق. و تسمح مؤشرات سوق الأوراق المالية بتحديد مستوى الأسعار في السوق المالي، حيث يقوم كل منها على عينة من أسهم المؤسسات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال، و يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال.²

تنقسم المؤشرات في السوق المالي بصفة عامة إلى نوعين:

✓ **مؤشرات عامة:** تهتم بحالة السوق ككل، أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعنية. مثل مؤشرات داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 ستاندرد أند بور (S&P500).

✓ **مؤشرات قطاعية:** تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة

¹. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 62

². Jean-Baptiste FERRARI, *Economie du risque- application à la finance et à l'assurance*-, éd° Bréal, Paris, 2002, p 190

مثل مؤشر داوجونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

● **مؤشرات الأسواق:** إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات المتوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة.

يمكن للمؤشرات في سوق مالي كفاء قياس حالة السوق، حيث تكون بذلك عاكسة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، و تسمح بتقييم فعالية السوق و بمقارنة المردودية، كما يمكن أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية على مستوى السوق.¹

عندما تكون حركة مؤشرات أسعار الأوراق المالية المتوقعة تتجه نحو الصعود أو إذا زاد معدل العائد الذي يحققه المؤشر مقارنة بالعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، يكون السوق صعودياً، أما إذا كانت حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو تراجع معدل العائد الذي يحققه السوق وفقاً للمؤشر بالنسبة للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، يكون السوق نزولياً.²

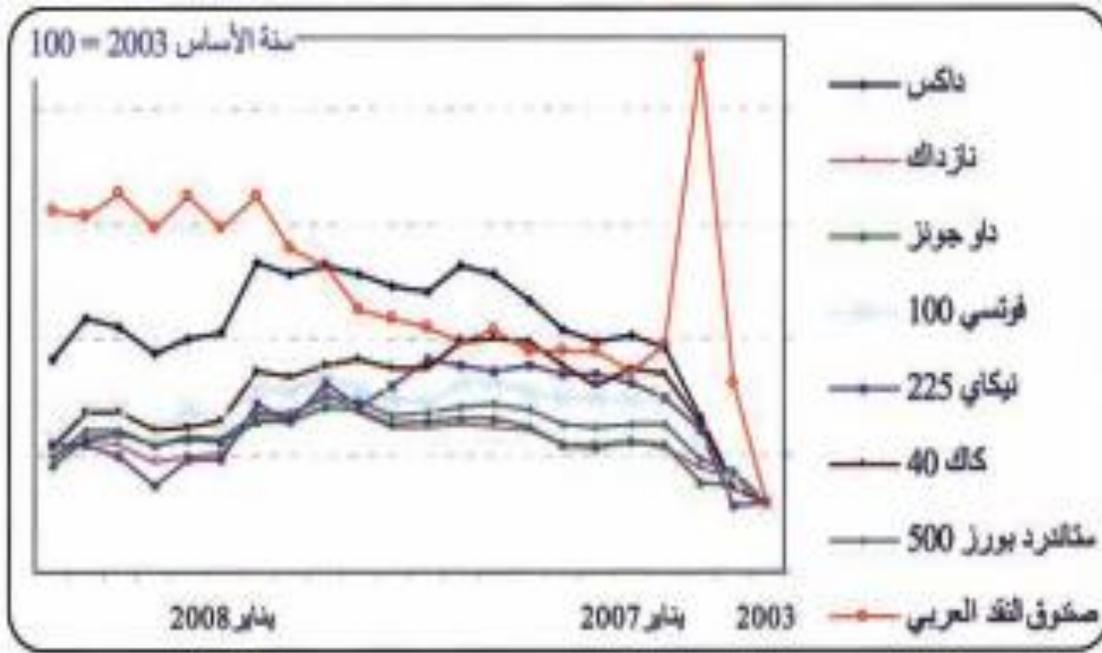
تحسب المؤشرات المالية استناداً إلى أساس عملية الرأسملة المرجحة في السوق المالي و التي تعني تطور الأسعار لكل ورقة مالية مرجحة و حصة الورقة بالرأسملة الكلية للمؤشر.³

¹ . M. REBEREAU, E. VERGNAUD, *Les indices économiques et les marchés financiers*, éd° DUNOD, Paris, p 133

² . John HULL, *Gestion des risques et institutions financières*, Op-cit, p 23

³ . J-L BAILLY, G CAIRE, A FIGLIUZZI, V LELIEVRE, *Economie monétaire et financière*, Op-cit , p 195

الشكل (2-5): أداء مؤشرات الأسواق المالية الدولية



المصدر: إبراهيم عكوم، ندوة انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، جدة، فيفري 2009، ص 06

و نظرا للدور الذي تلعبه في الأسواق المالية، فإن للمؤشرات المالية استخدامات عديدة تهتم الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، حيث تستخدم في:

1. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية، حيث يمكن للمستثمر المقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق بحكم أنه يعكس محفظة جيدة التنوع أو خالية من المخاطر، بدون اللجوء إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة .
2. تستخدم المؤشرات في تقدير مخاطر المحفظة بقياس المخاطر النظامية للمحفظة المالية من خلال العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة و معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

3. مراقبة أداء المسيرين من خلال استخدام أساليب متقدمة في التنويع لتحقيق عوائد أعلى من متوسط عوائد السوق .

4. التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق بمعرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات المالية بفضل التحليل الأساسي ما يسمح بتوقع حال السوق المالي في المستقبل، و منه تحديد اتجاه حركة الأسعار في السوق.

و من أهم مؤشرات البورصات العالمية نذكر ما يلي:

مؤشر داو جونز (Dow Jones) : يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول سترتبت سنة 1884م وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896 ثم إلى 20 سهم في 1916م وفي عام 1928م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين.

مؤشر ستاندر اند بور (S&P500): يمتاز بكونه أشمل من مؤشر داو جونز كما أنه موزون على أساس القيمة. يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس اتجاه الأسعار بصدق.

مؤشر فالويلين (Value Line) 1400: أنشئ هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات. وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.

مؤشر فاينانشل تايمز (FT-SE100): أنشئ هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983م في بورصة لندن ، يمكن حسابه بسرعة، يتكون من 100 سهم.

- **مؤشر كاك (CAC40):** وهو الأكثر شهرة واستعمالا بحيث يغطي 40 مؤسسة سنة الأساس (1991) يسمح بتوفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين بالنظر للعينة التي تكون المؤشر.
- **مؤشر نيكاي:** يوجد في بورصتي طوكيو وأوساكا اليابانية حيث يحاول كل منها أن يعكس وضعية تلك البورصات واتجاهاتها. ويتكون مؤشر نيكاي الذي أنشئ سنة 1950م من 225 شركة يابانية كبيرة.
- **مؤشر فاذا و داكس: (Fas and Dox)** يتكون المؤشر Fas من أسهم حيث وصلت قيمته في 30 جانفي 1990 إلى 761.48 نقطة أما المؤشر Dox فيتكون من 300 سهم وهو شبيه بمؤشر كاك 40.

الجدول (2-3): المؤشرات المالية في السوق المالي الأمريكي

مؤشر	آخر	Chng.	%.Chng
مؤشر داو جونز الصناعي	12294	+124.35	%. +1.02
مؤشر ناسداك المركب	2619	+19.19	%. +0.74
S & P 500 مؤشر	1265	+11.33	%. +0.90
مؤشر داو جونز العالمي الحقيقي USD	1803	.48 +1	%. +0.70
متوسط مؤشر داو جونز المساعدة	462.94	+3.28	%. +0.71
مؤشر بورصة نيويورك المركب	751	91 +57	%. +0.78
مؤشر بورصة نيويورك أميكس المؤشر المركب	2266	+19.43	%. +0.87
مؤشر روسل 2000 (ناسداك)	747.98	+2.47	%. +0.33
الذهب -- الإلكترونية (كومكس)	1609	-1.90	%. -0.12
CBOE 30 سنة سندات الخزنة مؤشر الربح	30.64	+0.83	%. +2.78
ملاحظة CBOE الخزينة 10 سنة مؤشر الربح	20.30	+0.7	%. +4.05

المصدر: نظرة عامة على الأسواق الأمريكية، تاريخ الإطلاع: 2011/12/23
www.marketwatch.com/investing/currencies/

أما بناء المؤشرات المالية فيتعلق **بالعينة**، و التي تمثل مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. حيث تكون ملائمة من ثلاثة جوانب: الحجم والانتساع والمصدر.

✓ **الحجم**: كلما كان عدد الأوراق المالية المكونة للمؤشر أكبر، كلما كان المؤشر ممثلاً لواقع السوق.

✓ **الانتساع**: ينبغي للعينة أن تضم مختلف القطاعات المشاركة في السوق. والمؤشر الذي يقيس حالة السوق ينبغي أن يتضمن أسهماً لمؤسسات من قطاعات الاقتصاد الوطني.

✓ **المصدر**: أي السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية

المطلب الأول: كيفية تأثير المخاطر المالية على الأسواق المالية

إن السوق المالي يتأثر بنتائج الأحداث الماضية و يعكس بدقة أحداث المستقبل المتوقعة من خلال النتائج المأمول الوصول إليها، فسعر أي ورقة مالية في لحظة ما يعكس التوقعات المرتقبة في السوق المالي.

فالسوق المالي في سلوكه صعودا أو هبوطا يؤثر بشكل عام على تطور أسعار الأوراق المالية حيث يخضع لفرضيتين أساسيتين تتمثلان في:

■ التغيرات التي تتعرض لها أي من الأوراق المالية المتداولة هي مرتبطة بنسبة أو بأخرى بالتغيرات و التقلبات الموجودة في السوق المالي بشكل إجمالي.

■ بعض الأوراق المالية هي حساسة أكثر من غيرها من الأوراق المتداولة، تجاه التقلبات والتغيرات التي تحدث في السوق المالي.

1. مؤشرات تطور السوق المالي:

لتحديد درجة تطور السوق المالي يمكن أن نعتد على ثلاثة ابعاد أساسية:

✓ الخصائص الخاصة بحجم السوق و سيولته ، و التي تضم مؤشرين أساسيين :

● نسبة رأس مال السوق.

● عدد الشركات المدرجة في السوق.

✓ الخصائص الدالة على على درجة تقدم السوق من خلال تطبيق القواعد القانونية من تدفق للمعلومات و افصاح و شفافية.

✓ الخصائص المتعلقة بقدرة السوق على تسعير الأصول المالية، و الحفاظ على استقرار العوائد المالية بفضل كفاءة السوق في تقدير الخطر.

2. مؤشرات اندماج السوق و تسعير الأصول المالية:

لقد قدم Robert KORAJCZYK في 1996 مؤشرا لقياس درجة اندماج الأسواق المالية من خلال قياس انحراف عوائد الأصول المالية بتلك الأسواق عن عوائد الأصول المالية المحددة، وفقا لنموذج توازني تم تكوينه في ظل افتراض التوازن التام.

و الاندماج في السوق يشير إلى القدرة على تنويع الخطر من خلال الاستثمار في محفظة مالية تتصف بالتنوع الدولي، ما يمكن أن يؤثر على قرارات الاستثمار. فالعوائق أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحد من قدرة المستثمرين على تنويع المخاطر، و من ثم التقليل من درجة اندماج أسواق رأس المال.

يتم قياس مقدرة الأفراد على تنويع الخطر دوليا باستخدام أسلوب تقدير درجة الاندماج الدولي للأسواق المالية، و قد استخدم KORAJCZYK نموذج تسعير المراجعة المتعدد العوامل والذي يقوم على بتسعير المخاطر العامة التي تواجه الاستثمارات المالية (المخاطر المنتظمة) حيث يطلب عنها علاوة مخاطر، أما المخاطر غير المنتظمة فممكنه التخلص منها عن طريق التنويع.¹

3. عدم استقرار الأسواق المالية:

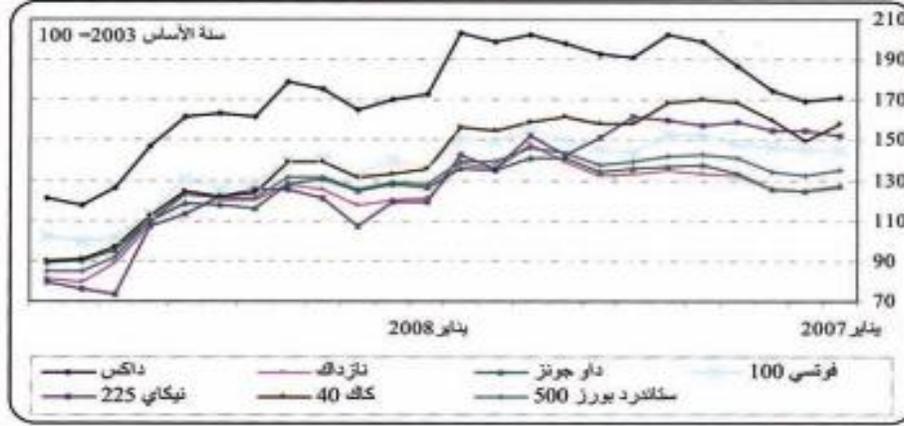
إن توازن السوق المالي يعني استقرار الأسعار لكل أصل مالي، أين يكون الطلب مساو للعرض، و فق قانون أسعار موحد (*la loi de l'unicité du prix*)². فيما تشير درجة تذبذب السوق المالي إلى وجود تقلبات على مستوى أسعار الأصول المالية، أي عدم استقرارها و منه عدم استقرار السوق. و يمكن قياس درجة عدم الاستقرار من خلال تباين العوائد الشهرية. و عادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في أسعار السوق مؤشرا لتطوره و تنميته.

¹. وليم عاطف أندوراس، *العمليات المالية و التمويل*، مرجع سابق، ص 221

². Robert COBBAUT, *Théorie financière*, Op-cit, p 74

و قد شهدت الأسواق المالية أداء جيدا حتى بداية 2007، أين انتشرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة لتمس الدول الأوروبية، ثم آسيا و باقي دول العالم، و قد تزامن الانخفاض في المؤشرات المالية الأوروبية مع انخفاض المؤشرات المالية الأمريكية، كما يوضح الشكل (2-6).

الشكل (2-6): هبوط مؤشرات أداء المالية الدولية ما قبل عام 2007



المصدر: إبراهيم عكوم، ندوة انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، جدة، فيفري 2009، ص 08

يمكن للأسواق المالية أن تساهم في الاستقرار المالي عن طريق:

1.2. المساهمة في تحقيق استقرار أسعار الصرف:

إن وجود أسواق مالية نشطة و ذات كفاءة، يساهم في زيادة المعروض من النقد الأجنبي، وبالتالي التخفيف من الضغوط التي تتعرض لها أسعار صرف عملات الدول مقابل العملات الأجنبية، وهو ما يضمن مزيدا من تدفقات النقد الأجنبي بين الدول.

هذا بالإضافة إلى أن وجود مثل هذه الأسواق، في مالية الدول النامية يعمل على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية، المباشرة منها وغير المباشرة . ما يسمح بدفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال ضخ مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة للاستثمار في تكوين المحافظ المالية و منه المشاركة في الأنشطة الاقتصادية.

2.2. إيجاد آلية مناسبة لتحديد أسعار الفائدة:

يساهم سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الفائدة ، ويتم ذلك باستخدام البنك المركزي لسياسة السوق المفتوح وهي إحدى الأدوات الهامة للتحكم في السياسة النقدية، التي بموجبها يقوم البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية، وذلك للتأثير على السيولة النقدية وهيكل أسعار الفائدة.

و هذا ما يبرز العلاقة القوية بين السياسات النقدية، ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال. و التي تتمثل في وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من ناحية وبين كل من أسعار الفائدة و مستوي النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى . ويعزى ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدي في الأسواق المالية.

3.2. زيادة درجة السيولة في الأسواق المالية:

توفر أسواق الأوراق المالية السيولة من خلال عدة طرق بفضل المؤسسات المالية، المؤسسات الوسيطة... و التي توفر في نفس الوقت التمويل عن طريق عملية تحويل خصومها إلى نقدية، كما توفر أسواق الأوراق المالية السيولة عن طريق مساعدة المستثمرين ببيع أوراقهم المالية إلى مستثمرين آخرين لتدعيم عملية التنمية في الدول النامية.¹

ثم إن توفر أسواق أوراق مالية نشطة يعني تمتع الأسهم المتداولة فيها بسيولة عالية، ودرجة أقل من المخاطر، وهو ما يشجع الأعوان الاقتصادية المحلية والأجنبية على تقديم الفوائض المالية المتاحة لاستثمارها بأسواق المال في شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات. و ذلك لتحقيق عوائد مناسبة وفي حدود مخاطر مقبولة. وبالطبع فإن توفر هذه السيولة والتمويل طويل الأجل، سوف يشجع المستثمرين في كافة القطاعات الاقتصادية على الإنتاج وتحقيق معدلات عالية من الأرباح.

¹. مايبير كوهين، الأسواق و المؤسسات المالية- الفرص و المخاطر-، مرجع سابق، ص 71

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية

يمكن أن نحدد مختلف العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية وفق عاملين أساسيين:

■ **عوامل أساسية:** و التي يكون مصدرها خارج السوق المالي، وتنعكس أثارها على سلوك السوق، حيث تتعلق بمختلف التطورات الاقتصادية و مستويات النشاط الاقتصادي ككل. وبهذا تكون هذه العوامل خارجة عن السوق المالي إذ أنها لا تنشأ داخله بل يمكن أن توقعها فتؤثر على سلوك السوق. و هذه العوامل تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

■ **عوامل فنية:** تنشأ داخل السوق، وتتعلق بطبيعة العمليات التي تتم فيه، حسب طريقة تعامل المستثمرين فيه و العمليات التي يمارسونها.

تتمثل مختلف العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية في:

4. السياسة المالية:

يقصد بها وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، و يظهر تأثيرها من خلال السياسات المتبعة في التمويل، مثلا التخفيض من الضرائب التي تعتبر من سياسات الدول في تحقيق الموارد المالية، هذا التخفيض يحفز عامل الاستثمار ما يدفع بالمؤسسات إلى التوسع في نشاطاتها، ما يؤدي إلى الرفع من الإنتاج، و منه زيادة حجم الأرباح المحققة. و هذا ما ينعكس على أسهم هذه المؤسسات في السوق المالي.¹

و يحدث العكس إذا ما تم رفع معدلات الضرائب، ما يعني انخفاض أرباح المؤسسات و منه انخفاض أسعار أسهمها في السوق المالي.

¹. منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص288

5. السياسة النقدية:

يقصد بالسياسة النقدية مدى قدرة الحكومة في السيطرة على الكتلة النقدية المعروضة في الاقتصاد، من أرصدة الودائع الجارية في البنوك إضافة إلى النقدية المتوفرة لدى الأفراد. إن العلاقة بين السياسة النقدية و مستوى أسعار الأسهم تكمن في المتغيرات المؤثرة فيها، مثال ذلك عرض النقود كمتغير من متغيرات السياسة النقدية، فارتفاع عرض النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في السوق، و هذا ما يسمح بتشجيع الاستثمار ، الذي يؤثر بدوره على متغيرات كلية أخرى كإخفاض معدلات البطالة و ارتفاع معدلات الناتج الخام، و منه التأثير ايجابيا على مستويات الأرباح المحققة من طرف المؤسسات ، ما ينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها بالارتفاع.¹

فيما يمكن أن تؤدي الزيادة في عرض النقود إلى التأثير سلبا على مستوى أسعار الأسهم بارتفاع معدل التضخم، ومنه الارتفاع عوائد الاستثمار.²

6. سعر الصرف:

لأسعار الصرف تأثير هام على أوضاع الأسواق المالية، حيث أن انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى شراء أوراق مالية، ذات عوائد بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة المحلية المنخفضة.³

¹ . Brian KEELEY, Patrick LOVE, *De la crise à la reprise- Causes, déroulement et conséquences de la Grande Récession-*, Op-cit, p 49

² منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 291

³ . مصطفى رشدي شبيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1992، ص 514

الجدول(2-4): تطور سعر الصرف

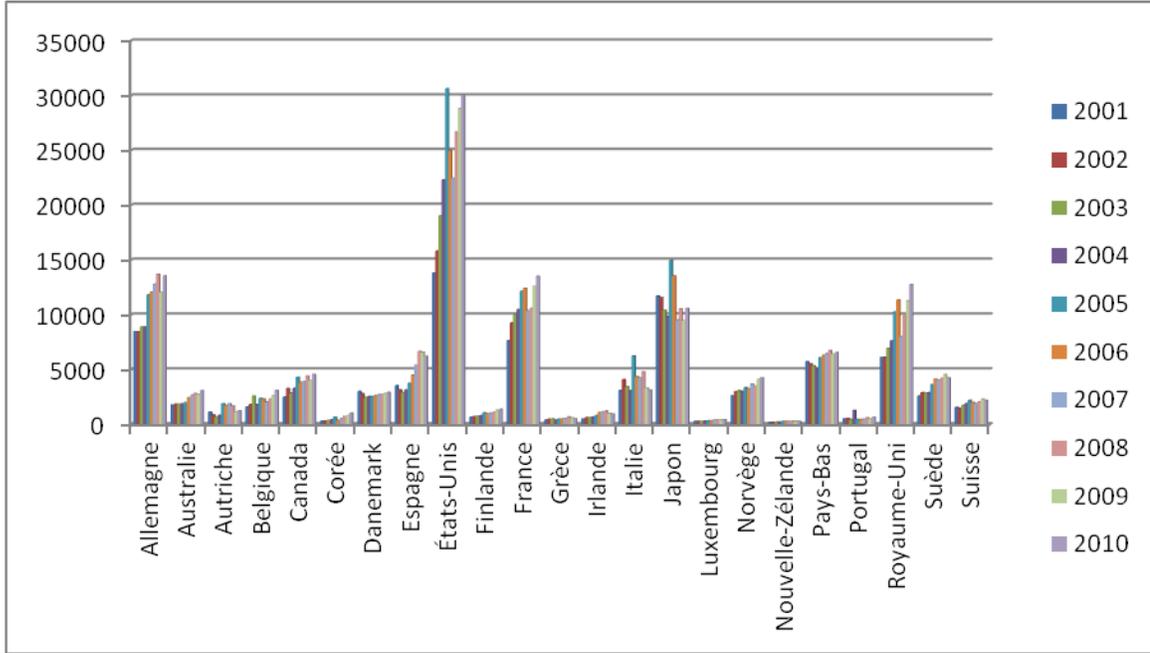
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
8470,76	8469,49	8896,79	8899,84	11827,01	12074,73	12804,9	13686,02	12079,2	13545,5	ألمانيا
1771,81	1850,76	1865,91	1892,68	2014,09	2446,65	2660,76	2808,91	2761,61	3077,44	استراليا
1114,73	857,64	686,17	826,09	1883,83	1739,33	1887,29	1671,5	1141,78	1251,7	النمسا
1583,91	1823,2	2579,45	1812,18	2374,07	2313,96	2045,88	2329,29	2609,6	3112,7	بلجيكا
2497,99	3276,06	2865,94	3303,64	4304,17	3847,84	3911,89	4423,15	4000,07	4570,09	كندا
322,27	318,81	384,59	415,33	655,84	369,34	540,25	722,69	816,04	1031,49	كوريا
3016,95	2809,41	2452,69	2543	2562,61	2637,08	2714,57	2721,35	2809,88	2935,36	الدنمارك
3528,42	3168,5	2906,96	3157,71	3748,8	4504,46	5386,34	6669,52	6584,11	6231,88	اسبانيا
13820,53	15814,48	19010,09	22320,3	30620,62	24981,01	22467,05	26679,1	28831,3	30048,8	الولايات المتحدة المركية
656,35	732,19	742,38	817,72	1080,57	979,21	1026,37	1136,66	1290,18	1377,2	فنلندا
7636,34	9262,41	10026,38	10485,4	12157,34	12429,41	10368,5	10586,1	12601,6	13522,8	فرنسا
397,04	499,93	526,28	411,64	479,2	508,03	534,27	687,69	607,27	516,74	اليونان
496,55	626,61	643,72	692,42	799,29	1083,97	1147,39	1230,47	1005,78	956,95	ايرلندا
3093,68	4080,96	3443,82	3087,34	6254,12	4349,26	4239,71	4793,62	3297,49	3128,76	ايطاليا
11723,88	11567,9	10409,75	9862,1	14959,78	13539,87	9541,87	10541,19	9456,93	10582,7	اليابان
286,19	281,35	292,31	317,38	330,05	347,25	396,73	399,16	414,73	417,01	لوكسمبورغ
2615,81	2979,98	3091,53	3006,35	3360,9	3251,73	3677,87	3494,6	4081,23	4230,99	النرويج
204,12	199,91	212,72	229,72	272,73	273,29	286,56	319,66	309,28	288,4	نيوزلندا
5719,31	5507,8	5350,5	5111,99	6069,94	6295,11	6470,37	6740,47	6426,08	6577,19	هولندا
506,2	557,18	447,02	1279,85	456,46	462,18	489,27	600,18	512,7	674,86	البرتغال
6099,44	6130,63	6942,72	7617,76	10256,09	11371,08	8025,54	10066,5	11282,6	12779,7	المملكة المتحدة
2604,35	2912,87	2841,54	2906,89	3619,09	4132,03	4048,24	4219,28	4548,23	4231,67	السويد
1552,48	1474,19	1745,38	1906,96	2189,27	2005,21	1916,77	2067,27	2310,07	2209,88	سويسرا

المصدر: www.ocde.org

الجدول أعلاه يسمح بالحصول على الشكل البياني التالي، و الذي يبين تطور سعر

الصرف خلال الفترة ما بين 2001 حتى 2010.

الشكل (2-7): تطور سعر الصرف



المصدر: من اعداد الطلبة

7. التضخم:

يعكس التضخم انخفاض القدرة الشرائية، حيث أن ارتفاع الأسعار (التضخم) غير ملائم لارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية.

8. سعر الفائدة:

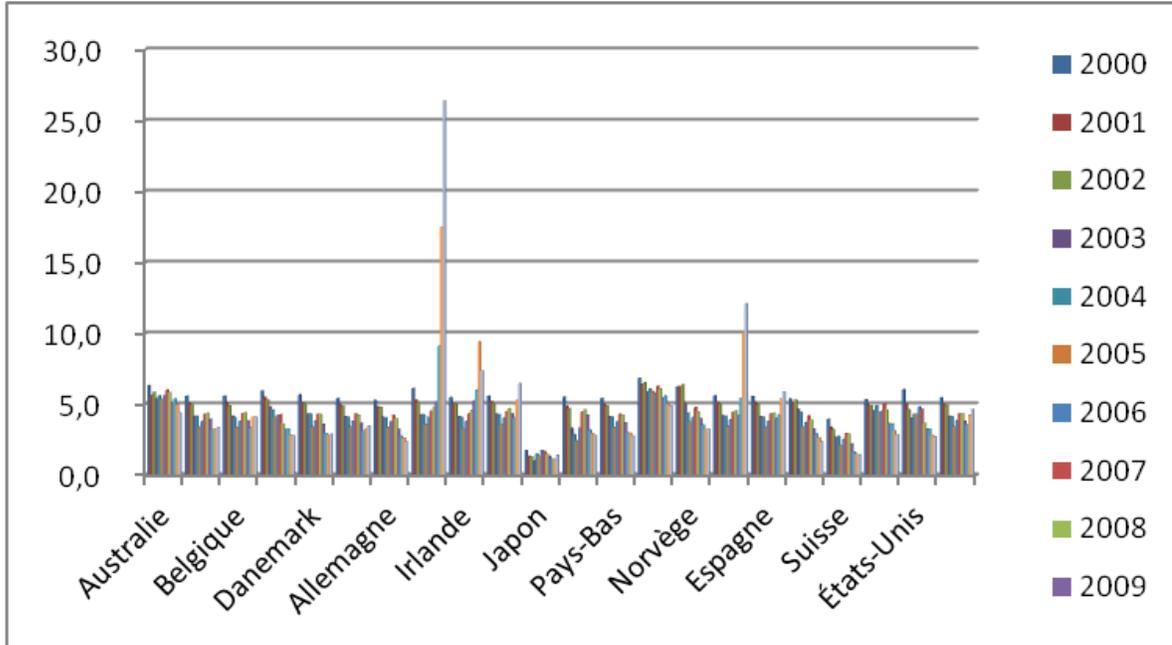
إن تقييم الأوراق المالية التي تمثل أصولاً مالية في لحظة ما، يكون على أساس سعر الفائدة السائد في السوق المالي، والذي يعبر عن سعر النقود. فكلما كانت معدلات الفائدة مرتفعة كلما أثر ذلك على انهيار أسعار الأوراق المالية، هذا ما يدفع بالمستثمرين بالتفضيل بين العديد من أشكال التوظيف ذات العوائد الثابتة و المنخفضة المعروفة سابقاً دون تحمل أي مخاطر، و بين تحمل مخاطر و الحصول على عوائد مرتفعة و متغيرة.

الجدول(2-5): تطور معدل الفائدة من 2000 إلى 2012

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
6,3	5,6	5,8	5,4	5,6	5,3	5,6	6,0	5,8	5,0	5,4	4,9	4,4	استراليا
5,6	5,1	5,0	4,2	4,2	3,4	3,8	4,3	4,4	3,9	3,2	3,3	3,4	النمسا
5,6	5,1	4,9	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4	3,8	3,3	4,1	4,1	بلجيكا
5,9	5,5	5,3	4,8	4,6	4,1	4,2	4,3	3,6	3,2	3,2	2,8	2,8	كندا
5,7	5,1	5,1	4,3	4,3	3,4	3,8	4,3	4,3	3,6	2,9	2,8	2,9	الدنمارك
5,4	4,9	4,9	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,2	3,6	3,1	3,3	3,5	فرنسا
5,3	4,8	4,8	4,1	4,0	3,4	3,8	4,2	4,0	3,2	2,7	2,6	2,4	ألمانيا
6,1	5,3	5,1	4,3	4,3	3,6	4,1	4,5	4,8	5,2	9,1	17,5	###	اليونان
5,5	5,0	5,0	4,1	4,1	3,3	3,8	4,3	4,6	5,2	6,0	9,4	7,4	ايرلندا
5,6	5,2	5,0	4,3	4,3	3,6	4,0	4,5	4,7	4,3	4,0	5,3	6,5	إيطاليا
1,7	1,3	1,3	1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	1,5	1,3	1,1	1,1	1,4	اليابان
5,5	4,9	4,7	3,3	2,8	2,4	3,3	4,5	4,6	4,2	3,2	2,9	2,8	لوكسمبورغ
5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,2	3,7	3,0	3,0	2,7	هولندا
6,9	6,4	6,5	5,9	6,1	5,9	5,8	6,3	6,1	5,5	5,6	5,0	4,9	نيوزيلندا
6,2	6,2	6,4	5,0	4,4	3,7	4,1	4,8	4,5	4,0	3,5	3,2	3,3	النرويج
5,6	5,2	5,0	4,2	4,1	3,4	3,9	4,4	4,5	4,2	5,4	10,1	###	البرتغال
5,5	5,1	5,0	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4	4,0	4,3	5,4	5,9	اسبانيا
5,4	5,1	5,3	4,6	4,4	3,4	3,7	4,2	3,9	3,2	2,9	2,6	2,4	السويد
3,9	3,4	3,2	2,7	2,7	2,1	2,5	2,9	2,9	2,2	1,6	1,5	1,4	سويسرا
5,3	4,9	4,9	4,5	4,9	4,4	4,5	5,0	4,6	3,6	3,6	3,1	2,8	المملكة المتحدة
6,0	5,0	4,6	4,0	4,3	4,3	4,8	4,6	3,7	3,3	3,2	2,8	2,7	الولايات المتحدة الأمريكية
5,4	5,0	4,9	4,2	4,1	3,4	3,8	4,3	4,3	3,8	3,6	4,2	4,6	منطقة الأورو

المصدر: www.ocde.org

الشكل (2-8): تطور معدل الفائدة من 2000 إلى 2012



المصدر: من اعداد الطالبة

6. حجم الإنتاج الوطني:

إن حجم الإنتاج قد يكون له التأثير الايجابي أو السلبي على أسعار الأسهم، فالزيادة غير المتوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل مستقبلا ما يزيد من حركة التعامل بالأسهم، و بالتالي ارتفاع أسعارها. ويحدث العكس عندما يتعرض الاقتصاد إلى أزمات ما يؤثر على حجم المعاملات في السوق المالي و على عوائد الأوراق المالية.

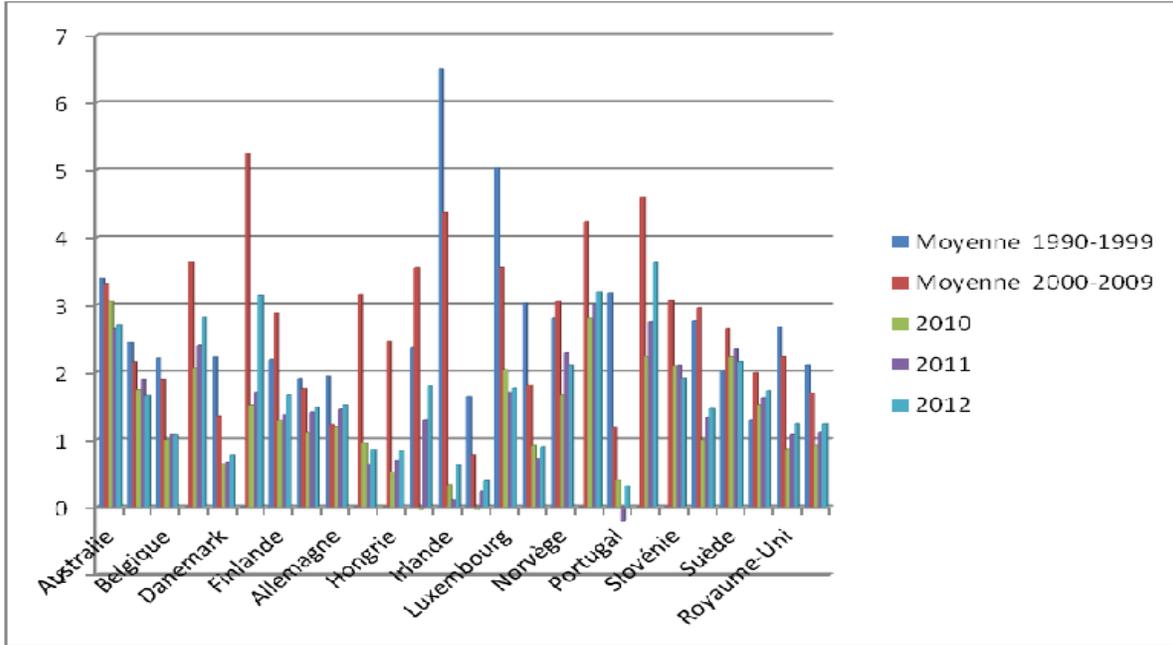
الجدول (2-6): نمو الناتج الداخلي الخام للدول الأوروبية من 1990 إلى 2012

البلد	2012	2011	2010	Moyenne 2000-2009	Moyenne 1990-1999
استراليا	2,700469723	2,644099448	3,04807237	3,301936706	3,387132147
النمسا	1,653333661	1,887470384	1,741807958	2,156464542	2,439560316
بلجيكا	1,075116609	1,078768608	0,997118955	1,884065882	2,201934163
الشيك	2,81463545	2,399049041	2,063547693	3,631958151	..
الدنمارك	0,769595086	0,664668343	0,637855297	1,344486041	2,219140013
استونيا	3,13917737	1,704828635	1,514408389	5,244736893	..
فلندا	1,659553866	1,373281034	1,288026682	2,882566413	2,185582717
فرنسا	1,477927531	1,410612102	1,104215412	1,753620932	1,895972921
ألمانيا	1,51678618	1,451377539	1,194888502	1,218039649	1,942260583
اليونان	0,852605741	0,636564925	0,944845695	3,149819574	..
المجر	0,827866724	0,684311879	0,514460595	2,461270452	..
ايسلندا	1,79273623	1,296254548	-0,045066368	3,555926098	2,370599491
ايرلندا	0,619329002	0,108185452	0,333400752	4,363546555	6,49674744
ايطاليا	0,387798794	0,235980153	-0,039532563	0,772484431	1,638167229
لوكسمبورغ	1,758945492	1,699128992	2,038003967	3,558401763	5,036595888
هولندا	0,892373603	0,708182526	0,911554225	1,809830002	3,023403854
النرويج	2,097930084	2,286661176	1,661675376	3,048484208	2,807899959
بولندا	3,18273831	3,01174752	2,806626034	4,232105571	..
البرتغال	0,311633848	-0,2101485	0,399928307	1,187100563	3,168772735
سلوفينيا	1,903859757	2,09663018	2,086550405	3,060487609	..
اسبانيا	1,457974972	1,327776289	0,995874817	2,951553811	2,755877042
السويد	2,158570581	2,338401179	2,221618136	2,642588305	2,03073043
سويسرا	1,730573382	1,620882003	1,518933335	1,986441559	1,295671267
المملكة المتحدة	1,233603709	1,083005009	0,862989506	2,225627056	2,67591812
الاتحاد الأوروبي	1,229404203	1,109825911	0,911374688	1,692857068	2,098900899

المصدر: www.ocde.org

اعتمادا على الجدول السابق يمكن تقديم الشكل البياني التالي الذي يسمح بإظهار نسبة التطور في PIB من 1990 إلى 2012 بالنسبة لأغلب الدول الأوروبية و منطقة الأورو ككل.

الشكل (2-9): نمو الناتج الداخلي الخام للدول الأوروبية



المصدر: من اعداد الطالبة

فبالنسبة للمنطقة الأوروبية نلاحظ أن نسبة نمو الناتج الداخلي الخام تتجاوز 2% خلال الفترة ما بين 1999-1990 ، لينخفض إلى 1.6 % خلال الفترة ما بين 2009-2000 ، و هذا الانخفاض إلى تأثير مختلف الأزمات التي شهدتها العالم خلال هذه الفترة من الفقاعة التكنولوجية و أزمة جنوب شرق آسيا، و أزمة المكسيك... و وصولا إلى أزمة الرهن العقاري. ما كان له التأثير المباشر على تطور PIB، و يواصل انخفاضه سنة 2010 إلى 0.9%، ليعود للارتفاع مع نهاية 2011، والزوال التدريجي لأثار أزمة الديون السيادية ليصل إلى 1.1%، لتبلغ نسبة نموه خلال هذه السنة الجارية 2012 حوالي 1.2% .

المطلب الثاني: إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية

1. تعريف إدارة المخاطر:

إن إدارة المخاطر كعلم يقوم على التحليل الواقعي للظواهر الاقتصادية، و كفن من فنون صياغة النماذج القياسية. فهو عبارة عن المنهج أو المدخل العلمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر المحتملة التي يمكن أن تطرأ على الاستثمار من خلال تصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها تقليل إمكانية حدوث الخسارة أو تقليل الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى أدنى حد ممكن، وتقوم إدارة المخاطر بتحديد وقياس وإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية وذلك بغرض الحيلة والحذر، والسيطرة عليها بتحبيدها أو تقليل أثرها ما أمكن ذلك. إذن إدارة المخاطر تمثل عملية قياس و تقييم للمخاطر و تطوير استراتيجيات لإدارتها. تتضمن هذه الاستراتيجيات نقل المخاطر إلى جهة أخرى و تجنبها و تقليل آثارها السلبية و قبول بعض أوكل نتائج خطر معين.¹

فأي حدث أو ظرف محتمل يمكن أن يكون له تأثيرات سلبية على المؤسسة من حيث وجودها أو مصادرها. و قد يكون هناك تأثير على المجتمع و البيئة المحيطة أيضاً، ما يدفع بالمسيرين إلى صياغة خطط مسبقة لكل خطر محتمل يمكن أن يمس المؤسسة وذلك للتعامل مع نتائجه الممكنة .

تتناول إدارة المخاطر المالية العلاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار وبين المخاطر التي تصاحب هذا الاستثمار و الهدف من ذلك هو سعي المستثمر لتوظيف هذه العلاقة عن طريق تعظيم قيمة الاستثمار و تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل أدنى المخاطر.

حيث تنطوي إدارة الأصول و الخصوم ورأس المال على مخاطر خاصة بالمؤسسة ذاتها، لذلك يتطلب الأمر تقييم العائد و المخاطر المصاحبة لمختلف الأدوات المالية.

¹ .نادية الصالح، إستراتيجية إدارة المخاطر، تاريخ الإطلاع: 2012/02/03 www.ksu.edu.sa/sites/Colleges/Arabic

و كما أن الهدف الأساسي من الإدارة المخاطر المالية هو متابعة هذه المخاطر المالية والتأكد من مراقبتها، و ذلك حتى يتم التعرف علي أسبابها ما يسمح بتحديد الوسائل المناسبة واللازمة من سياسات مالية للحد منها، و يتم ذلك من خلال التحوط و مراقبة الأخطار.

وبشكل عام ، يمكن توضيح ما يعنيه مصطلح إدارة المخاطر المالية (*Management des risques financiers*) من خلال بعض التعاريف كما يلي :

لقد عرف B. ERIK إدارة الخطر 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"¹.

كما أوضح أن عملية إدارة الخطر تتضمن ثلاث مراحل أساسية، هي:

✓ تعريف الخطر *Identification*.

✓ قياس الخطر *Mesurement*.

✓ إدارة الخطر *Management* :في هذه المرحلة يمكن أن تتبع المؤسسة أحد ثلاث استراتيجيات: الاحتفاظ بالخطر *Retention*، تخفيض الخطر *Reduction*، أو تحويل

الخطر *Transference*.

فيما يرى كل من C-A. Williams, M-L Smith & P-C Young في كتاب "إدارة المخاطر والتأمين" أن "إدارة المخاطر المالية تتضمن 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 فعالية وكفاءة (*Performance*). كما أن إدارة المخاطر بالمؤسسة عبارة عن تطبيق لنظرية التمويل والإدارة المالية على أنها ممارسات يجب تقييمها في ضوء تأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة"².

¹ . B Erik, *The credit risk of financial instruments*, Macmillan Business, London ,1993, p 19

² . C.A William, M.L Smith, P.C Young, *Risk management and insurance*, éd° McGraw – Hill, USA, 1995, p 24

فيما يشير *J-B FINARD* إلى أن المؤسسة من خلال الإدارة المالية تسعى إلى ثلاثة أهداف رئيسية هي¹:

- ◆ الوقاية من الخسائر
- ◆ تعظيم درجة الاستقرار في الأرباح
- ◆ تدنيّة تكلفة إدارة الخسائر المالية المحتملة

أما *E-F BRIGHAM & J-F HOUSTON* في كتاب "أساسيات الإدارة المالية" (1996) فيرى أن "إدارة المخاطر عبارة عن مجموعة من الأنشطة تستهدف تدنيّة الخسائر المحتملة من وقوع المخاطر، و التي تدرج تحت ثلاثة مراحل رئيسية"²، هي:

- 1- تحديد وتعريف المخاطر.
- 2- قياس التأثير المحتمل لكل خطر .
- 3- تحديد كيفية التعامل مع الخطر موضوع الاهتمام .

أما *C.R HAMILTON* (1998) فأشار إلى "إدارة الخطر نشاط يمارس بشكل يومي، سواء على مستوى الأفراد أو المنظمات، لأن أي قرار ترتبط نتائجه بالمستقبل، وطالما أن المستقبل غير مؤكد فلا بد من الاعتماد بشكل ما على مبادئ إدارة المخاطر" ، و التي لخصها في:³

- 1- تجميع المعلومات عن الأصول الخطرة بالمؤسسة.
- 2- تحديد التهديدات المتوقعة لكل أصل مالي.
- 3- تحديد أماكن الخطر التي يمكن أن تؤثر في الأصل .
- 4- تحديد الخسائر الممكنة عند وقوع الخطر في المؤسسة.
- 5- تحديد الأساليب والأدوات البديلة لتدنيّة أو تجنب الخسائر.
- 6- تحديد الأساليب والأدوات المتبعة في إدارة المخاطر.

¹ . J.B Finard, *A framework for Corporate Financial Risk Management*, In The Book of Derivatives risk and responsibility, USA, 1996, p 73

² .E.F Brigham, J.F Houston, *Fundamentals of Financial management*, The Dryden Press, USA, 1998, p753

³ . C.R Hamilton, *New trends in Risk Management , Information Systems Security*, 1998, Vol:7, n°1, p70

ويرى J.D CUMMINS (1998) أن "مفهوم إدارة المخاطر المالية يشير إلى تلك القرارات التي تستهدف تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعائد والخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية"¹.

ويشير C.PENNY (1999) إلى أن "إدارة المخاطر المالية أصبحت تمثل مجالاً متخصصاً يتضمن المقاييس والإجراءات التي تربط بين كل من العائد والخطر المرتبط به".

ويعرف PENNY إدارة المخاطر المالية على أنها "استخدام أساليب التحليل المالي وكذلك الأدوات المالية المختلفة من أجل السيطرة على مخاطر معينة وتدنية آثارها غير المرغوبة على المؤسسة"².

أما D. BORGSDORF & D. PLISZKA فقد تناولوا مفهوم إدارة المخاطر من خلال مناقشة جوانب الشبه وجوانب الاختلاف فيما بين إدارة الخطر وبين المفهوم العام للإدارة. و أظهرت علاقة التكامل بين الوظيفتين من خلال صعوبة تحقق الفعالية في أحدهما دون أن تمارس الأخرى بشكل فعال. فقداً تعريفاً لإدارة المخاطر على أنها "مجموعة الأنشطة الخاصة بالتخطيط والتنظيم والقيادة والرقابة لموارد المنظمة من أجل تدنية الآثار المحتملة للمخاطر التي تتعرض لها تلك الموارد"³.

ويرى D. MCNAMEE (2000) أن ممارسة إدارة المخاطر بشكل فعال تتطلب تحقيق التكامل فيما بين ثلاثة عناصر:

- ✓ دراسة وفهم أعمال وأنشطة المؤسسة.
- ✓ إدراك النتائج " أو التأثيرات " المحتملة التي يمكن أن تتولد عن المخاطر.

¹. J.D Cummins, *The Rise of Risk Management*, Economic Review , Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998, Vol. 83, n°1, p 31.

². C Penny, *Financial risk management sources*, Inconstant , 1999, Vol: 22 , n° 6 , p 16

³. D Bergsdorf, D Pliszka, *Manager your risk or risk your management* , Public Management, USA, 1999, Vol: 81, n° 11, p 6

✓ الفهم الجيد للإطار العام لنموذج الخطر.

ويؤكد T.A STEWART في "إدارة المخاطر في القرن 20": "أن إدارة الخطر لا تعني 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"¹.

من كل هذه التعاريف المتاحة و أخرى يمكننا أن نحدد نقطتين أساسيتين يشملها كل تعريف منها، و هما:

✓ **الأولى:** أن 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 .

✓ **الثانية:** أن النظام المتكامل لإدارة المخاطر المالية يعتمد على ثلاث مراحل رئيسية:

■ تحديد المخاطر التي يمكن التعرض لها.

■ قياس مستوى الخطر والخسائر المحتملة من حدوثه.

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

كما أن التركيز الأساسي لإدارة المخاطر الجيدة هو التعرف على وضعية المؤسسة ومعالجة الأخطار المكتشفة، و الهدف من ذلك هو إضافة أقصى قيمة مضافة لكل أنشطة المؤسسة. و عليه فإن إدارة المخاطر تساعد على فهم الجوانب الايجابية والسلبية المحتملة لكل العوامل التي قد تؤثر على المؤسسة، حيث تزيد من احتمال النجاح وتخفيض كلا من احتمال الفشل وعدم التأكد من تحقيق الأهداف العامة للمؤسسة.²

¹. T.A Stewart, *Management risk in the 21st century*, Fortune, 2000, Vol: 144, n° 03, p 202

². أستون كارتر، *استراتيجية إدارة المخاطر*، لندن، تاريخ الزيارة: 2012/02/03، www.methodologyplan.htm

و إلى جانب تأثيرات إدارة المخاطر، تلعب الإدارة المالية دورا هاما إذ تمثل نظاما متكاملا وشاملا لتهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع ودراسة المخاطر المحتملة، تحديدها وقياسها وتحديد مقدار آثارها المحتملة على أعمال المؤسسة المالية، وأصولها وإيراداتها. ووضع الخطط المناسبة لما يمكن القيام به لتجنب هذه المخاطر أولكبحها، والسيطرة عليها وضبطها للتخفيف من آثارها إن لم يمكن القضاء على مصادرها.¹

و إدارة المخاطر هي أحد معايير المرتكزات الأساسية لبازل2 في جانب إدارة المخاطر البنكية.

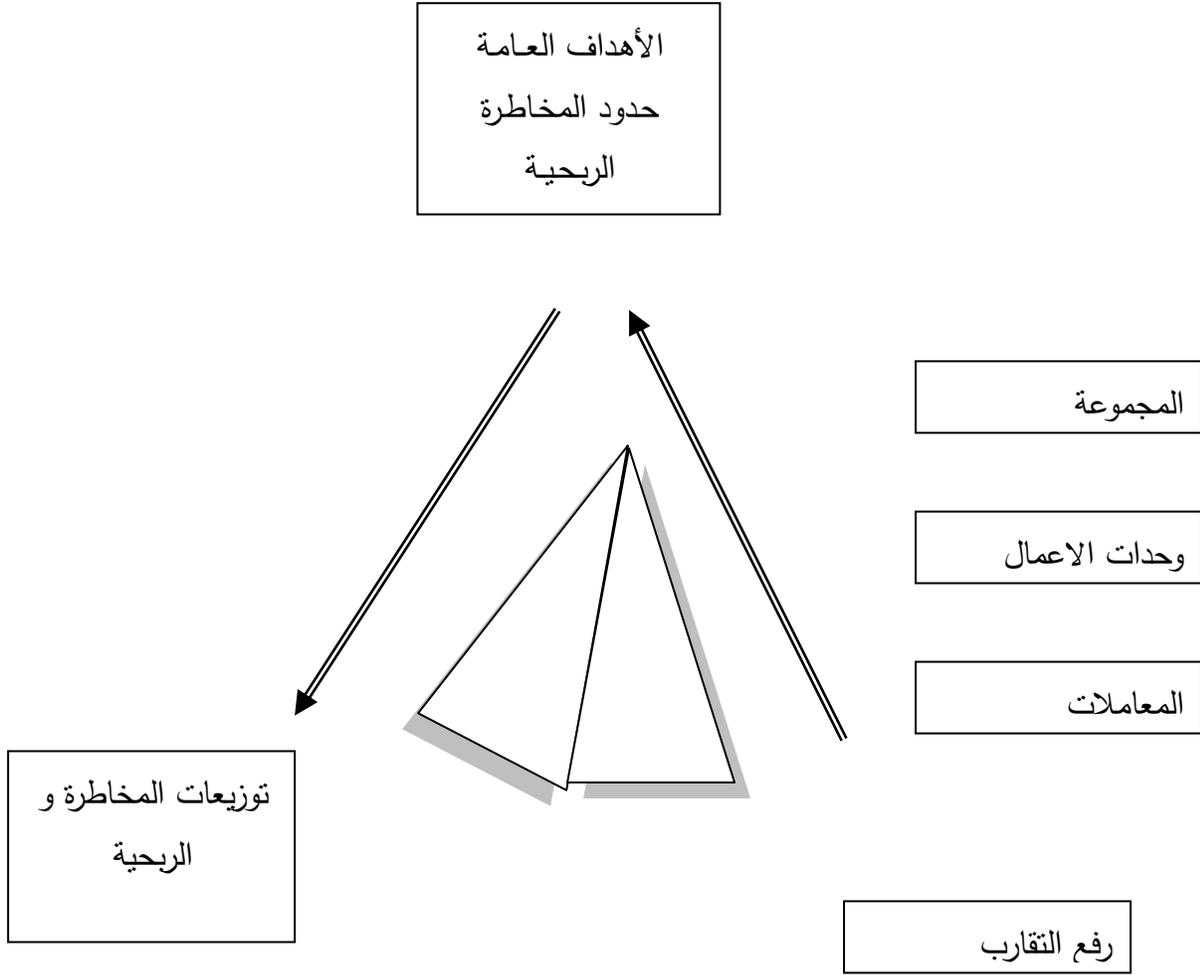
و في ذلك يعتمد المسيرون الماليون على عدة مبادئ لإنشاء إدارة للمخاطر ذات فعالية عالية، و أهمها:

- أن تقوم إدارة المخاطر على أسس تنظيمية واسعة وشاملة بواسطة الإدارة العليا والتصديق عليها بواسطة مجلس الإدارة.
- أن يكون للمؤسسة المالية إطار عملي لإدارة المخاطر وتخصص لها اعتمادات مالية وبشرية مع ضرورة مصادقة ومباركة إطار العمل الذي تقوم به هذه الإدارة.
- تكامل إدارة المخاطر حيث لا يجب تقييم المخاطر بمعزل عن بعضها البعض.
- قياس وتقييم وتحليل كل المخاطر نوعا وكما على أسس متكررة وعملياتا 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 على نحو مناسب.²

¹. محمد سهيل الدروبي، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، 2007، تاريخ الزيارة: 2012/02/03، www.kantakji.com

². Jonathan BERK, Peter DE MARZO, *Finance*, éd° Pearson, Paris, 2008, p 195

الشكل (2-10): هرم إدارة المخاطر



المصدر: طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 237

2. خطوات إدارة المخاطر:

ثم إن إدارة المخاطر كطريقة تستخدم أساليب التحليل المالي، فإنها تتطلب عددا من الخطوات نجملها فيما يلي:

- (1) **تحديد المخاطر:** تحديد المخاطر يتم بالتعرض إلى مختلف المخاطر ذات الأهمية. والتعرف إلى مصدر مسبب الخطر أو المسبب بحد ذاته، ما يسمح بالبحث في نتائجه.
- (2) **التعرف على المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية:** و التي يتم التعرف عليها عن طريق:

- التحديد المعتمد على الأهداف
- التحديد المعتمد على عملية تحليل السيناريو لخلق سيناريوهات مختلفة كبداية لتحقيق الهدف المسطر.
- التحديد المعتمد على التصنيف عن طريق تفصيل جميع المصادر المحتملة للمخاطر.

- (3) **المراقبة:** قدرة الإدارة على مراقبة تلك المخاطر حسب معايير مناسبة واتخاذ القرار الأمثل لتعظيم العائد ورفع الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة المالية مقابل التحكم في المخاطر.¹
- (4) **التقييم:** يتم تقييم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية من حيث شدتها في إحداث الخسائر واحتمالية حدوثها، ويعتمد بشكل أساسي على تحديد مختلف أوجه النشاط التي تحمل المخاطر، والعمل على قياسها، وكذلك التأكد من سلامة الرقابة الداخلية والعمليات التنظيمية والإدارية.² صعوبة تقييم المخاطر تكمن في تحديد معدل حدوثها حيث أن المعلومات الإحصائية عن الحوادث السابقة ليست دائما متوفرة. وكذلك يصعب تقييم شدة النتائج في حالة الأصول غير المادية.
- (5) **القدرة على قياس تلك المخاطر بصفة مستمرة من خلال الأنظمة المعلوماتية المناسبة.**

¹ .Zvi BODIE, *Finance*, Op-cit, p 297

² . G. GODLEWSKI, M. ERLI, *Gestion des risques et institutions financières*, Op-cit , p 47

6) مراجعة المؤسسة لكافة المخاطر المحتملة.

يوضح الشكل التالي كيفية الرقابة بالمخاطر:

الشكل(2-11): إجراءات الرقابة بالمخاطر



بهدف التحقق من

كفاية رأس المال و تناسبه مع المخاطر

المصدر: سامح مظهر، محمد نجيب القاضي، ص 82

3. أقسام إدارة المخاطر:

إن تصنيف المخاطر على أساس المصدر المسبب تقليدياً كان أو حديثاً، يسمح بإمكانية تقسيم إدارة المخاطر إلى قسمين:¹

1.3. إدارة المخاطر التقليدية (المخاطر الملموسة):

في الواقع فإن إدارة المخاطر التقليدية تركز على المخاطر الناتجة عن أسباب مادية أو قانونية (كالحوادث الطبيعية أو الحرائق، الحوادث، الدعاوى القضائية) و كذلك إدارة المخاطر المالية التي تركز على تلك المخاطر التي يمكن إدارتها باستخدام أدوات المقايضة المالية.

¹. أستون كارتر، إستراتيجية إدارة المخاطر، لندن، تاريخ الزيارة: 2012/02/03، www.metholodegyplan.htm

2- إدارة المخاطر الحديثة (المخاطر غير الملموسة):

تعرف إدارة المخاطر غير الملموسة نوعا جديدا من المخاطر و هي تلك التي تكون احتمالية حدوثها أكيدة ولكن يتم تجاهلها من قبل المؤسسة، و ذلك بسبب الافتقار لمقدرة التعرف عليها كمخاطر المعرفة التي تحدث عند تطبيق معرفة ناقصة، و مخاطر العلاقات. إن هذه المخاطر جميعها تقل بشكل مباشر من إنتاجية العمال في المعرفة وتقل فعالية الإنفاق و الربح و الخدمة و النوعية و السمعة و نوعية المكاسب.

4. أدوات إدارة المخاطر المالية:

يمكن تحديد ثلاثة استراتيجيات رئيسية لإدارة المخاطر المالية وهي :

1.4. إستراتيجية ترك الموقف مفتوح: ويقصد بها الاحتفاظ بمستوى الخطر على ما هو عليه، و يمكن أن تعتمد المؤسسة هذه الإستراتيجية عندما يكون مستوى الخطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، و تتضمن هذه الإستراتيجية سياسة قبول الخطر التي يمكن أن تتبعها المؤسسة فلا تتخذ إجراءات لمواجهتها.¹

2.4. إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة: أي تحديد مستويات الخطر التي يمكن تحملها، إذ لا يمكن للمؤسسة أن تتحمل أكثر منها. فتقوم المؤسسة بمواجهة هذه المخاطر باتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنيها حتى هذا المستوى المقبول. ويندرج تحت هذه الإستراتيجية عدة سياسات تخفيض الخطر كالتنويع والتغيير في مستوى الرافعة التشغيلية والمالية.²

3.4. إستراتيجية تغطية كل الخطر: تعني تحييد مصدر الخطر بالنسبة للمؤسسة ، أي تدنية الخطر إلى مستوى الصفر، و تتبع المؤسسة في هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر بالكامل كالتغطية الكاملة أو التأمين ضد الخطر باستخدام أدوات الهندسة المالية، تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين.

¹ G-P RANSON, D CHESNEAU, *Trésorerie, risques de marchés et gouvernement d'entreprise*, Op-cit, p20

² J-P LOUISOT, S GAULTIER-GAILLARD, *Diagnostic des risques*, Op-cit, p 237

5. أساليب التعامل مع المخاطر

في إدارة المخاطر تختلف أساليب و سياسات المؤسسات من إن أهم الأساليب المتبعة في التعامل مع المخاطرة من طرف المؤسسات تتمثل في اللجوء إلى:

1.5. تجنب المخاطرة: عدم رغبة الأفراد و المؤسسات في تحمل خطر أكبر، يعني الرضى بالعوائد الممكنة في ظل أقل المخاطر و التي تعتبر قليلة نوعا ما. بحكم أنه كل ما زادت المخاطر ارتفعت العوائد الممكنة.¹

على الرغم من أن تجنب الخطر يقلل من احتمال وقوعه، إلا أنه يحرم المستثمر من عدة فرص بسبب الخوف من الخسارة، إضافة إلى صعوبة تجنب بعض الأخطار. هذا ما تجنب المخاطر أسلوبا سلبيا في التعامل معها، فالتطور الاقتصادي يتوقف على طريقة التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية، ما يجعل هذا الأسلوب غير مناسب في التعامل مع كثير من الأخطار.²

2.5. تقليل المخاطرة: بالنسبة لهذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية في سياستها لتقليل المخاطر تقوم بتحديد التهديدات التي قد تواجهها و مختلف المخاطر التي قد تسبب لها خسارة بهدف حصرها ، و لتتمكن من تدنيته، منها مخاطر العجز عن السداد في حال تقديمها لقروض، معدلات الفائدة....³

3.5. نقل المخاطرة: تعتمد المؤسسات شراء التأمين كوسيلة لنقل المخاطرة، إذ تتحمل شركات التأمين المخاطر نيابة عن المؤسسات التي لا ترغب في تحمل هذه المخاطرة مقابل ثمن.

يمكن للمؤسسات الجمع بين قبول بعض المخاطر و تحويل بعضها أي أن هذه الإستراتيجية تجمع بين التجنب و النقل، و هذا ما يعرف **باقتسام المخاطرة**، أو اعتماد مبدأ **التحوط** الذي يعبر عن نقل المخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح التي يجنيها التأمين.⁴

¹ . سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها" ، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص315

² . عبد العزيز فهمي هيك، "مقدمة في التأمين" ، دار النهضة العربية، بيروت، 19 ، ص747

³ . مايير كوهين، الأسواق و المؤسسات المالية- الفرص و المخاطر-، مرجع سابق، ص 201

⁴ . Zvi BODIE, *Finance*, Op-cit, p 304

6. كيفية إدارة بعض أنواع المخاطر المالية:

نظرا للتغيرات و التطورات الحاصلة في مجال المالية و تغير البيئة الاقتصادية بسبب ارتفاع حدة المنافسة والتطور التكنولوجي وزيادة حجم المعاملات المالية أدى إلى تنوع المخاطر المالية و تفاوت درجة خطورتها من مؤسسة مالية إلى أخرى و منه تعدد و سائل و أدوات إدارة هذه المخاطر مع ضرورة وجود متابعة وتفهم كامل من جانب الجهات الرقابية لهذه التطورات، والحاجة إلى مؤسسات مالية ذات أحجام كبيرة .

1.6. إدارة مخاطر الائتمان:

أصبحت المؤسسات المالية اليوم تواجه مخاطر متنوعة و ذلك أن إدارة مجمل المخاطر المحتملة من العوامل المساعدة على نجاح المؤسسة وضمان استمرارها في السوق المالي بعوائد مرضية ومخاطر متدنية. أهم المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات المالية هي المخاطر الائتمانية الناتجة من المعاملات المصرفية مع العملاء والمؤسسات والتي تصنف إلى أنواع مختلفة يمكن قياسها بمؤشرات متطورة تسمح للمؤسسة بتحديد بدقة والتنبؤ بها مستقبلا وهو ما يساعدها على التحكم فيها أو التقليل منها في حال عجزها في التغلب عليها .

1.1.6. قياس مخاطر الائتمان:

و يمكن قياس مخاطر الائتمان 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، و من أهم المؤشرات:

- ✓ 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 الاقتصادي 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 انتظام سدادها، وتحديد أسباب تعثر الديون الغير المنتظمة.
- يعد تقييم سياسات المؤسسة و تطبيقاتها والإجراءات الخاصة بمنح الائتمان والاستثمار وإدارة المحافظ من الأهمية البالغة، إذ يتأكد المسير المالي من عملية الإقراض والاستثمار التي تعتمد على المعايير الإدارية في المؤسسة، وإدارة العملية الائتمانية لتحديد كيفية اتخاذ القرار الائتماني على مختلف المستويات. هذه السياسة تتضمن المعايير والتوجيهات العامة التي يتعين على أجهزة الائتمان الالتزام بها لتجنب المخاطر الائتمانية.¹

¹ . Patrice FONTAINE, Carole GRESSE, *Gestion des risques internationaux*, Op-cit, p 394

2.1.6. تحليل مخاطر الائتمان:

عموماً تركز إدارة الائتمان على طريقتين يتم من خلالهما تحليل الائتمان لتحديد درجة المخاطر قصد الحد أو التقليل منها إلى أدنى مستوياتها وهما:

- (1) **الطريقة التمييزية:** التي تقوم على فكرة تقويم العملاء بأخذ فكرة عامة عن شخصيتهم وحالتهم الاجتماعية ومدى مصداقيتهم، وتحديد الهدف من طلب الائتمان، ونوع النشاط الممول وطبيعة الضمان المقدم وتركز إدارة الائتمان على دراسة إمكانية العميل ورغبته في سداد قيمة القرض مع الفوائد في تاريخ الاستحقاق وذلك بالوقوف على الملاءة المالية له.
- (2) **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.

وإن تحليل المخاطر والتنبؤ بها مسبقاً 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:

- الاختيارية: أي اختيار عدد على الأقل من الديون ذات المخاطر المعدومة.
- وضع حد للمخاطر: وهذا حسب نوع وصنف القرض.
- التنوع: وهذا بتجنب تمركز القروض لعملاء محددين.

3.1.6. تقييم مخاطر الائتمان:

من خلال تحليل مخاطر الائتمان، يمكن تقييم هذه المخاطر في المؤسسة المالية أو البنوك بفضل طريقتين:

(1) **طريقة النسب المالية:** تعتمد البنوك هذه الطريقة قبل منح القروض، إذ تقوم بتحليل المركز المالي الحالي والمستقبلي للمؤسسة المقترضة، ومستوى ربحيتها، ومدى قدرتها على توليد تدفقات نقدية تكفي لتسيير عملياتها وأداء التزاماتها المستقبلية، عن طريق الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية في صورة مختصرة تعكس أهم المناصب المالية كالنسب المالية المطبقة في قروض الاستغلال وقروض الاستثمار.

النسب الخاصة بقروض الاستغلال: ويعتمدها البنك في طلبات تمويل نشاطات الاستغلال، ومن بينها:

✓نسب التوازن المالي: ويتم حساب رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل و الخزينة.

✓نسب الدوران: وتتكون من ثلاثة نسب هي: دوران المخزون، سرعة دوران الزبائن وسرعة دوران المورد.
✓نسبة السيولة العامة.

النسب الخاصة بقروض الاستثمار: عندما يقوم البنك بمنح القروض لتمويل الاستثمارات يقوم بحساب نسب هذه القروض، ومن أهم هذه النسب:¹

- ✓ التمويل الذاتي.
- ✓ التمويل الذاتي/ديون الاستثمار لأجل.
- ✓ نسبة المديونية.
- ✓ التقييم المالي للمشروع الاستثماري، وذلك بحساب صافي القيمة الحالية VAN، ومعدل العائد الداخلي TRI...

¹ .Eric LAMARQUE, *Gestion bancaire*, PEARSON, paris, 2002, p 66

(2) طريقة التنقيط أو القرض التنقيطي: هي "طريقة معتمدة من طرف البنوك لتوقع

حجم خطر عدم الدفع، تعتمد على التحاليل الإحصائية، وتسمح بإعطاء نقطة أو وزن لكل مقترض ليحدد الخطر بالنسبة للبنك".¹

تستعملها المؤسسات المالية لكي تتمكن من "تقدير الملاءمة المالية" لزبائنه قبل منحهم القرض أو للتنبؤ المسبق لحالات العجز التي يمكن أن تصيب المنظمات التي يتعامل معها.²

2.6. إدارة مخاطر البلد:

من الضروري امتلاك البنوك لكافة السياسات والإجراءات اللازمة للتعرف على والتحذير من مخاطر الدول، وخاصة في مجال الإقراض الدولي وأنشطة الاستثمار وكذلك الاحتفاظ بالاحتياطات المناسبة ضد مثل هذه المخاطر.³

3.6. إدارة مخاطر السوق:

على المؤسسة المالية الالتزام 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 يقوم البنك خلالها بالتصرف في الأصول المالية، وتتناسب هذه المدة مع نوعية الأصول.⁴

¹ .O. HASSID, *La gestion des risques*, Op-cit, p 81

² . George L. HEAD, Stephen HORN, *Les fondements de la gestion des risques*, éd° Carm Institute, Paris, 2004, p 81

³ .Laurence BILLARD, *Analyse des marchés et des risque-pays et stratégie de développement international de l'entreprise*, Op-cit, p 23

⁴ . J-A COLLOMB, *Finance de marché*, Op-cit, p 140

4.6. إدارة مخاطر سعر الفائدة:

الهدف من تغطية مخاطر معدلات الفائدة هو "التقليل من عدم تقييم ممتلكات المؤسسة، و انخفاض المداخل بسبب التغيرات غير المقبولة في معدلات الفائدة"¹. وكما ان "اختيار الوسيلة المناسبة للتغطية يتعلق بالفعالية المرجوة منها و التكاليف المترتبة عنها"². تستوجب هذه العملية ضرورة توفر النظام الذي يمكن المؤسسة من السيطرة على مخاطر سعر الفائدة، و الذي يجب أن تتوفر الإجراءات والمقاييس والرقابة الشاملة على مثل هذه المخاطر بفضل الحصول على معلومات كافية و في الوقت المناسب لتقييم مستوى مخاطر سعر الفائدة، بالأخذ بعين الاعتبار فترة الاستحقاق ونوع العملة في كل عملية. نميز نوعين من تقنيات تغطية مخاطر معدلات الفائدة: تغطية مغلقة، و تغطية عملياتية³.

5.6. إدارة مخاطر السيولة:

تستخدم نسبة السيولة في الحكم على مخاطر السيولة التي تتعرض لها أي مؤسسة مالية، والغرض من إدارة السيولة هو القدرة على مقابلة كافة الالتزامات والمعاملات التي تقوم بها المؤسسة، وعلى ذلك يجب أن يشتمل النظام القوي لإدارة السيولة على عدة عناصر منها:⁴

- ✓ نظام إدارة معلومات جيد.
- ✓ سيطرة مركزية على السيولة.
- ✓ تحليل صافي التمويلات المطلوبة في ضوء السيناريوهات المختلفة والبديلة.
- ✓ تنوع مصادر التمويل.

ويجب على المراقبين أن يكونوا على علم بأسلوب إدارة البنك لأصوله والتزاماته، وكذلك البنوك خارج الميزانية مع التحقق من أن هذا الأسلوب يوفر السيولة الكافية للبنك لمواجهة كافة التزاماته التعاقدية.

¹ . Patrice FONTAINE, Carole GRESSE, *Gestion des risques internationaux*, Op-cit, p 263

² . Patrice FONTAINE, Carole GRESSE, *Gestion des risques internationaux*, Ibid, p 331

³ . بريان كويل، *الحماية من مخاطر العملة*، مرجع سابق، ص 25

⁴ . Yves SIMON, *Encyclopédie des marchés financiers*, éd° ECONOMICA, Paris, 1997, p 1726

6.6. إدارة مخاطر التشغيل:

هذا النوع من المخاطر يؤدي إلى خسائر مباشرة و غير مباشرة في المؤسسة كونه يقع بسبب أخطاء المراقبة الداخلية، سوء الحوكمة، ...¹ هذا ما يؤدي إلى ضرورة توفير نظام للمراقبة الداخلية يكون شاملا ومناسبا لطبيعة وحجم نشاط المؤسسة للتحقق من أن الصفقات تتم في سياق السياسات والاسراتيجيات الموضوعية، وأن يطبق هذا النظام بفاعلية، للرفع من كفاءة العاملين في إطار التكوين، ومتابعة إجراءات أداء العمل لقياس نسبة الأخطاء اليومية، و المعرفة الدقيقة بإمكانيات العميل و قدرته على الوفاء بالتزاماته اتجاه المؤسسة ما يضمن مستوى أعلى من المعاملات في القطاع المالي.²

7.6. إدارة مخاطر الصرف:

تكون المؤسسة في وضعية خطرة مقابل سعر الصرف عند تعاملها بعملة أجنبية مختلفة عن عملتها المحلية (العملة المرجعية) حيث توجد إكثانان:³

1.7.6. إمكانية التغطية:

تسمح للمؤسسة بالتغطية ضد خطر سعر الصرف بالمعرفة الحالية ، أي المعلومات المتاحة حاليا و التأكد من حيازة التدفقات من العملة الأجنبية في المستقبل ، حيث تنبؤات أسعار الصرف الآنية تتم من خلال اقتراح وسائل التغطية.

2.7.6. إمكانية عدم التغطية:

هي نتيجة لقرار بعدم التغطية، ويتوقف عدم اتخاذ المؤسسة لإجراء التغطية على:

✓ تنبؤات الأسعار الآنية في المستقبل تختلف عن أسعار الصرف الآجلة المضمونة، ما يدفع

إلى التنبؤ بأسعار الصرف الآنية في المستقبل و القيام بالتحكيم لتفادي الخطر دون تغطيته.

✓ التغيرات في أسعار الصرف تؤثر على معدل التضخم بين بلدين، و بما أن نظرية تعادل

القوى الشرائية غير محققة في الواقع فإنه يمكن تغطية خطر الصرف الحقيقي.

¹ .Olivier HASSID, *La gestion des risques*, Op-cit, p 88

² .P-C PRADRES, *La notion de risque en économie*, Op-cit, p 46

³ .Patrice FONTAINE, Carole GRESSE, *Gestion des risques internationaux*, Op-cit, p 169

إن الهدف الرئيسي من تغطية خطر سعر الصرف هو حمايته ضد المتغيرات الغير متوقعة في سعر الصرف.¹
و فيما يلي جدول يبين أهم المؤشرات المالية التي يتم اعتمادها في قياس مختلف المخاطر المالية:

الجدول (2-7): أهم المؤشرات المستخدمة في قياس المخاطر المالية

نوع المخاطر	المؤشرات المستخدمة في القياس
المخاطر الائتمانية	<ul style="list-style-type: none"> • صافي أعباء القروض / إجمالي القروض • مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها / إجمالي القروض • مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها / القروض المستحقة
مخاطر السيولة	<ul style="list-style-type: none"> • الودائع الأساسية / إجمالي الأصول • الودائع المتقلبة / إجمالي الأصول • الأصول الحساسة – الخصوم الحساسة
مخاطر أسعار الصرف	<ul style="list-style-type: none"> • المركز المفتوح في كل عملة / القاعدة الرأسمالية • إجمالي المراكز المفتوحة / القاعدة الرأسمالية
مخاطر التشغيل	<ul style="list-style-type: none"> • إجمالي الأصول / عدد العاملين • مصروفات العمالة / عدد العاملين
مخاطر رأس المال	<ul style="list-style-type: none"> • حقوق المساهمين / إجمالي الأصول • الشريحة الأولى من رأس المال / الأصول المرجحة بأوزان المخاطرة • القاعدة الرأسمالية / الأصول المرجحة بأوزان المخاطرة

المصدر: طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 239

¹ .Michel JURA, *Technique financière internationale*, Op-cit, p 193

خاتمة الفصل الثاني:

من الواضح أن الأسواق المالية من أهم مكونات الاقتصاد في أي دولة، لما لها من دور بالغ الأهمية في التطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية منها، حيث يضم السوق المالي الدولي عددا محدودا نسبيا من المراكز المالية الدولية الكبيرة التي تتم بواسطتها أغلبية العمليات المالية في العالم.

و في ظل المستجدات الراهنة المتميزة بالعولمة و ما أحدثته من تغيرات على اقتصاديات الدول، و ما لها من دور في تطور الأسواق المالية و تأثيرها على المعاملات المالية التي تنطوي على المخاطر، أدى هذا إلى دراسة مختلف الوسائل الممكنة لإدارة المخاطر، و مختلف العوامل المؤثرة على سلوكها.

الفصل الثالث:

العلاقة بين تدويل الخطر المالي

وسلوك الأسواق المالية

مقدمة الفصل الثالث

المبحث الأول: بعض الدراسات المتعلقة بارتباط
واستقلالية تدويل المخاطر المالية والأسواق المالية

المبحث الثاني: تأثير التدويل الخطر المالي على
الأسواق المالية و توجهات بعض المؤشرات المالية
في ضوء الأزمات المالية

المبحث الثالث: دراسة تطبيقية حول سلوك المؤشرات
المالية جراء الأزمات المالية

خاتمة الفصل الثالث

مقدمة الفصل الثالث:

إن حالات الإخفاق و الانهيار التي عاشها و يعيشها الاقتصاد، و التي كانت السبب في حالة القلق و الارتياب التي تعاني منها مختلف الأسواق المالية منذ الأزمة العالمية الكبرى للعقد الثالث من القرن الماضي، و ذلك بسبب الخطر المحتمل لعدم الاستقرار على الاقتصاد ككل وعلى الأسواق في حد ذاتها، و الذي امتد إلى يومنا هذا.

و قد شهد الاقتصاد العالمي موجة التحرير المالي بكل جوانبها في إطار العولمة المالية و ما خلفته من تأثيرات جمة على مكونات الأنظمة المالية في دول العالم. والتي تعني في النهاية إزالة كل القيود التي تقف عائقا أمام تحركات رؤوس الأموال، وإلى جانب الثورة التكنولوجية والمعلوماتية بكل أبعادها، تحول الاقتصاد العالمي بالفعل إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف، وأصبح سوقا واحدا يتسع فيه مجال المنافسة بين الفاعلين في هذا السوق. حيث يحاول جميع المتعاملين الاقتصاديين توحيد سلوك التعامل، و يسعى إلى استغلال الفرص لتعظيم العوائد وتذنية المخاطر المحتمل مواجهتها، و مواجهة التحديات في إطار إزالة القيود بكل أشكالها وتحرير المعاملات الاقتصادية على اختلاف أنواعها.

المبحث الأول: بعض الدراسات المتعلقة بارتباط و استقلالية تدويل المخاطر المالية والأسواق المالية

المطلب الأول: مفاهيم أساسية لتدويل الخطر المالي

إن أهمية وجود قطاع مالي مستقر و كفاء لتحقيق الاستقرار المالي و النمو الاقتصادي المستدام يتطلب اصلاح الانظمة المالية و العمل على تحريرها من القيود والعوائق التنظيمية و الجغرافية.

و هنا يظهر دور التدويل الذي يلعب دورا حاسما في تحرير انتقال مكونات رؤوس الأموال و ما صاحبها من اضطرابات ووقوع الاقتصاد في أزمات محتملة. فيتحدد مفهوم التدويل المالي وآثاره على الأسواق المالية والاقتصاد عامة، من خلال تزايد الاعتماد المتبادل و عولمة الأسواق المالية، وتحركات الأسعار والتغيرات في حجم و نوعية الإنتاج و انتقال رؤوس الأموال.

1. مفهوم التدويل:

إن التدويل في الاقتصاد يشير إلى التداخل الاقتصادي الدولي، حيث يكون الاقتصاد الدولي كليا مع امكانية وجود تكامل، تداخل أو اعتماد متبادل بين مكوناته.

أما مفهوم تدويل الخطر المالي فقد نتج عن موجهة التحرر المالي والانفتاح الاقتصادي على العالم الخارجي، أو ما سمي بأزمات العولمة أو مخلفاتها. فمشكل تدويل الخطر المالي هو أحد انعكاسات العولمة المالية والمصرفية على الأنظمة المالية في الدول بسبب الأزمات المالية، أو عن آثارها التي تحولت في فترة وجيزة إلى أزمات اقتصادية عالمية عصفت بجميع الدول والمنظمات والمؤسسات على اختلاف نشاطها أو حتى موقعها.

يعتبر مفهوم التدويل من المفاهيم التي ترتبط بالعلاقات الدولية، و التي تستخدم في العديد من الدراسات والبحوث خاصة الأجنبية منها.

هذا ما يوضح أن "التدويل من آثار التحرير المالي، حسب بعض الاقتصاديين فإن تتابع الأزمات المالية يأتي في إطار التنظيم المالي، الذي يتطور أحيانا بصفة جد متسارعة، ما يؤثر على المتغيرات الاقتصادية بصفة متباينة"¹. و كما يشرح نمو الأسواق المالية بمعدلات سريعة نظرا لعولمتها، و منه زيادة تداول الأوراق المالية الأجنبية التي تعكس نمو الاستثمارات الأجنبية.² وهذا ما يربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي.

2. أسباب التدويل:

إن العوامل الأساسية التي تتسبب في ظاهرة التدويل، و خاصة انتقال المخاطر المالية بين الدول، في إطار السياسات الاقتصادية، تقودنا إلى تحديد مختلف الأسباب كتبرير لإشكالية انتقال الأزمات جراء المعاملات الدولية، والتي تمس دولا دون أخرى. يمكن شرح ذلك عن طريق ثلاث عوامل رئيسية:³

1.2 العامل الأول: يعتبر من أهم العوامل التي تسمح بتدويل المخاطر المالية لما له من آثار وانعكاسات على الاقتصاد، يتمثل في عدم القدرة في التحكم بالأسواق المالية ما يعني احتمال الفشل في تحقيق المكاسب بالنسبة للمستثمرين، و عدم القدرة بالتنبؤ بالحالة المستقبلية لهذه الأسواق بسبب ارتفاع عدم التأكد. و هذا ما يتولد عنه الانهيارات المفاجئة و غير المتوقعة في النظام المالي و النقدي، إلى جانب الخروج عن الإطار الدولي لسياسة التحرير المالي، وفتح الأسواق المالية للمنافسة الخارجية.

¹. Alan Greenspan, *Comprendre les crises financières*, éd° Eyrolles Pratique ,Paris, P 70

². نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، مرجع سابق، 287

³. Olivier LACOSTE, *Comprendre les crises financières*, Ibid, p 85

2.2. العامل الثاني: تعميم المضاربة و اللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة، و الدور الذي يلعبه المستثمرون في السوق المالي، حيث تتسبب المؤسسات المضاربة في سوق الأسهم و السندات في زيادة تغير و تقلب أسعار هذه الأوراق المالية (حيث يهدفون إلى إخراج استثماراتهم أو إعادة شرائها بعد انخفاض أسعارها في الأسواق الدولية). و ذلك من خلال المساهمة في تدفق رؤوس الأموال المحلية نحو الخارج ما يؤثر على سوق الصرف، مع إمكانية حدوث عجز في السيولة ما يخلق مشاكل مالية على المستوى المحلي.

3.2. العامل الثالث: بحكم أن المخاطر المالية تمثل احتمالات وقوع خسائر فإنها تمهد للوقوع في أزمات، و التي تكون قابلة للانتشار بسبب طبيعتها المعدية، و ربطها بالأسواق الدولية. كما يمكن تبريرها على انها عامل نفسي يتأثر بها السوق المالي، فحسب *C. Klindleberger* في **"التاريخ العالمي للمضاربة المالية"** : " أن انخفاض الأسعار في الأزمات السابقة 24 أكتوبر 1929 و 19 أكتوبر 1987 كانت لحظية على كل الأسواق المالية أكثر سرعة من أي حالة تحكيم يمكن شرحها، حيث تغيرت معطيات الدخل، التدفقات رؤوس الأموال، و حركة النقود"¹.

هذا ما يجعل من تدويل المخاطر المالية رد فعل تلقائي للظروف السائدة في السوق المالي التي تتحكم فيها وسائل المراقبة و الإجراءات اللازم اتخاذها لمواجهة هذه المشاكل، في ظل غياب الضوابط الأخلاقية غالبا.

3. دوافعه و آلياته:

لقد ميز *R. FRISCH*، من خلال تفسيراته بين دوافع و آليات انتشار الأزمات فأوضح أن الدوافع تتمثل في الأسباب الخارجية المحفزة للأزمات، أما الآليات فشرحها على أنها تمثل دائما

¹.Olivier LACOSTE, *Comprendre les crises financières*, Ibid, p 91

أسباب داخلية تزيد أو تخفض من عمق الأزمة الاقتصادية مثل أزمة الائتمان و أزمة الديون...
و التي تلاحظ بعد كل ركود اقتصادي.¹

هذه المخاطر التي تهدد الاقتصاد العالمي من مخاطر الديون السيادية و هشاشة النظام المالي، و استمرار النمو الاقتصادي و ارتفاع البطالة و اتخاذ الإجراءات الجماعية في إطار استعادة الثقة و الاستقرار المالي و انتعاش النمو الاقتصادي.

أما المراحل التي مرت بها ظاهرة التدويل فتعدد حسب تطور العلاقات الدولية ودرجة الانفتاح على باقي الدول، كما تم تحديدها في تطور العولمة المالية.

4. حركة رأس المال العالمي وأثرها في الأسواق المالية:

يقدر الخبراء الماليون أن حجم التدفقات الرأسمالية العالمية سنوياً هو 100.000 مليار دولار يتجه منها 4% لتمويل التجارة الدولية، و 16% للاستثمارات الإنتاجية المباشرة في قطاعات الزراعة والصناعة والخدمات. بينما تتجه بقية الأموال للتوظيفات المالية في الأسواق المختلفة عبر الأسهم والسندات، أو المضاربة على أسعار صرف العملات.² ويتم حالياً تبادل ما بين 1000 إلى 1500 مليار دولار يومياً في هذه الأسواق. و هذا وفقاً لفرض أساسي و هو أن رؤوس الأموال تنتقل من الدول ذات معدلات فائدة منخفضة إلى الدول ذات معدلات فائدة مرتفعة.³

وتعتبر بعض الأسواق المالية العربية جاذبة للاستثمارات الخارجية بسبب العلاقة ما بين التضخم والخطر وسعر الفائدة. حيث يبدو أن مفهوم الخطر قليل كون معدلات الفائدة فيها منخفضة والعائدات الاستثمارية مرتفعة بالمقارنة مع غيرها من الأسواق الدولية.⁴

¹ . محمد طاقة، المأزق الفكري للنظام الرأسمالي و الأزمة الاقتصادية العالمية، المؤتمر العلمي المشترك بين جامعة الإسراء/ الأردن، جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية/ العراق، 29/28 أبريل 2009

² . صندوق النقد الدولي، التمويل والتنمية، العدد 423، القاهرة، 2003، ص86

³ . Richard E. CAVES, Jeffrey A. TRANKEL, Ronald W. JONES, Commerce et paiement internationaux, éd° de Boek, Paris, 2003, p 511

⁴ . خالد وهب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص10

إضافة إلى ذلك فإن معظم هذه الأسواق التي تتميز بمؤشرات مرتفعة لمقياس ترينور (*Le Ratio de TRENOR*) الخاص بتنوع المخاطر، حيث إن مكونات الصناديق ملائمة للدول النامية مقارنة مع الدول المتقدمة¹، وقد ثبت عمليا ارتفاع قيم أصولها بنسب تجاوزت المعدلات الوسطية للصناديق المماثلة في الأسواق المالية الدولية الرئيسية.

هذه الظروف أصبحت تساعد في ارتفاع حصة الأسواق المالية من حركة رأس المال العالمي، و هذا ما يسهم في ارتفاع مستوى الأرباح فيها، لكن هذه الأرباح لا تعكس دائما نموا اقتصاديا حقيقيا، ما يتسبب في وقوع الأزمات.

¹. عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص ، مذكرات في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص394

الجدول التالي يبين حركة رأس المال العالمي لـ 20 دولة إضافة إلى دول الاتحاد الأوروبي.

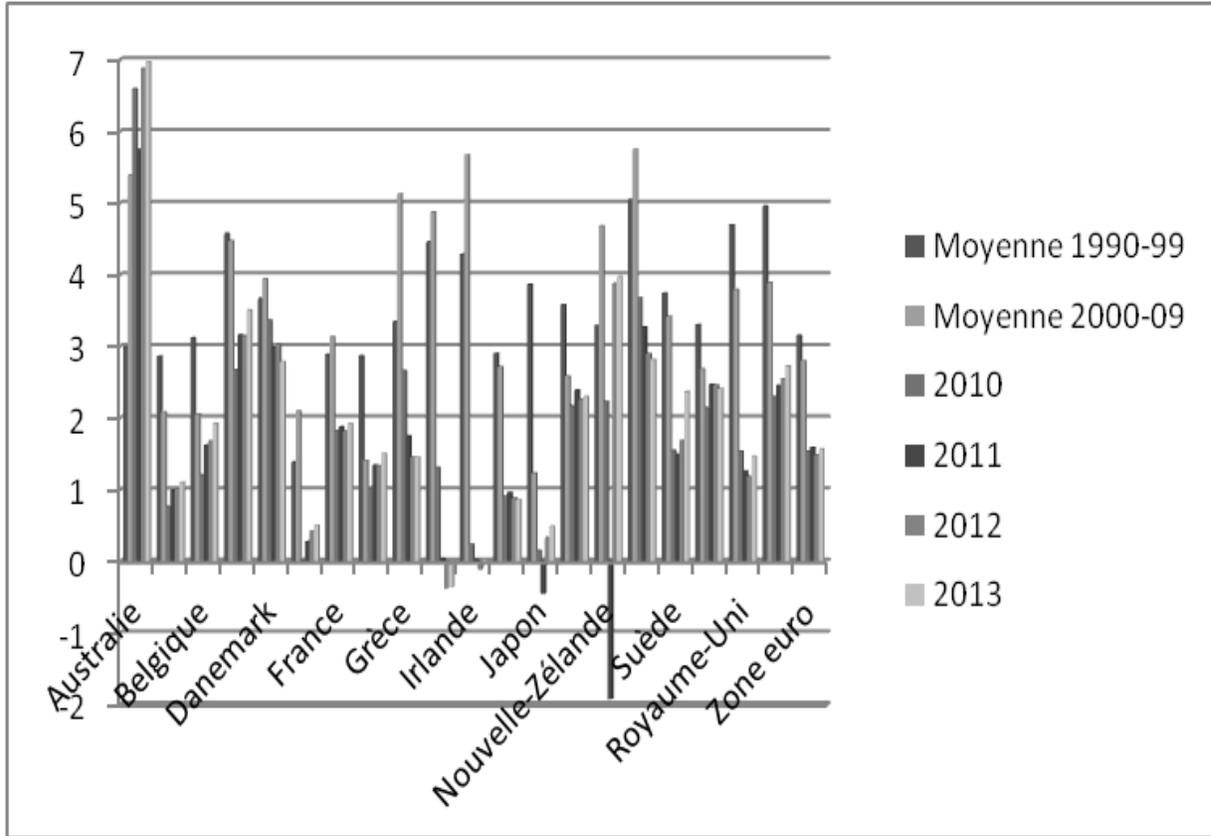
الجدول(1-3): مخزون رأس المال العالمي من 1990 إلى 2012

متوسط 1990-99	متوسط 2000-09	2010	2011	2012	
2,990297377	5,390863376	6,596633838	5,748759122	6,879478041	استراليا
2,865785218	2,089222665	0,767980995	0,991639495	1,011612799	النمسا
3,122607168	2,054196788	1,204484483	1,62135123	1,679830772	بلجيكا
4,575212757	4,474517071	2,677751577	3,160992344	3,147482334	كندا
3,668531025	3,941313254	3,366804411	2,983119255	3,028472773	الدنمارك
1,38741143	2,098494984	0,007917015	0,273890263	0,41933028	فنلندا
2,890219334	3,135567501	1,819041178	1,87695146	1,813698482	فرنسا
2,870634274	1,409953015	1,009007751	1,34529378	1,339163543	ألمانيا
3,345551698	5,129893936	2,663369098	1,748438778	1,453944611	اليونان
4,460059738	4,873976001	1,309069533	0,041519249	-0,376400525	المجر
4,284223424	5,673085235	0,23408976	0,020488844	-0,113173863	ايرلندا
2,904460324	2,715790162	0,911050172	0,963176203	0,879836506	إيطاليا
3,865226629	1,231018757	0,149165512	-0,450876213	0,331099746	اليابان
3,583006675	2,587056202	2,171688197	2,388415707	2,261827112	هولندا
3,293020398	4,68186115	2,227612986	-1,917980745	3,877492465	نيوزيلندا
5,047993877	5,745931473	3,675418539	3,270548701	2,897752347	اسبانيا
3,745543681	3,419508844	1,550025038	1,489682706	1,684625601	السويد
3,303397667	2,688955358	2,142391762	2,4655122	2,46038478	سويسرا
4,695838581	3,795768234	1,536186176	1,257933731	1,187738165	المملكة المتحدة
4,960171171	3,891912443	2,298840976	2,453416486	2,545287569	الولايات المتحدة الأمريكية
3,15397158	2,798626334	1,536096347	1,589522095	1,486896849	الاتحاد الوري

المصدر: www.ocde.org

من خلال البيانات التي يقدمها الجدول اعلاه يمكننا الحصول على الرسم البياني التالي:

الشكل(3-1): رسم بياني لمخزون رأس المال العالمي من 1990 إلى 2012



من خلال الرسم البياني نلاحظ أن قيمة مخزون رأس المال المعاملات بين دول العالم متباينة، أين نجد أن الاتحاد الأوروبي مثلا قد بلغت قيمة لها 3.1% أعلى مستوى لها ما بين 1999-1990 ، ثم لتتناقص تدريجيا حتى 2.7% ما بين 2009-2000 بفعل تأثير مختلف الأزمات التي شهدتها العالم. ثم لتشهد انخفاضا حادا 1.4% مع بداية بواذر أزمة الرهن الديون السيادية في 2010 و 2011. مع احتمال أن يستعيد الاقتصاد عافيته تدريجيا و ذلك مع نهاية 2012 و بداية 2013 حيث يتوقع ان يرتفع مخزون الدول الأوروبية من رؤوس الأموال إلى أكثر من 1.5%.

التحويل و الاستقرار المالي:

إن عدم الاستقرار المالي يترجم على مستوى الأسواق المالية باختلال التوافق بين التدفقات العينية و التدفقات المالية الحاصلة في الاقتصادات العالمية، فدرجة الترابط و الاعتماد المتبادل و المتنامي بصورة هائلة بين الأسواق المالية والاقتصادات الدولية يتطلب أكثر صرامة في التعامل بالأصول المالية و تدفقاتها على المستوى العالمي، و هذا ما يؤثر بصورة غير مباشرة على المعاملات المالية و التنمية العالمية.

كما "أن عدم استقرار الأسعار السلعية و أسعار الصرف و معدلات الفائدة يؤدي بدرجة كبيرة للتقلبات الحاصلة في الدول المتقدمة، إذ تحتاج إلى موجودات من الاحتياط اللازمة، و بكميات جوهرية لمواجهة هذه الظروف"¹ خاصة في ظل تداعيات الأزمات المتتالية التي مست ولا تزال الاقتصادات العالمية.

و قد ازدادت المخاطر التي يتم تحملها في السوق المالي بشكل ملحوظ، خاصة في ظل تداعيات الأزمات، وهذا عائد الى ثلاثة أسباب رئيسية:

1. على الرغم من استمرار رؤية الانتعاش العالمي متعدد السرعات، كقوة موجهة، فقد ازدادت المخاطر أيضا.

2. وجود قلق يحيط بعدم الاستقرار في النشاط البنكي وخاصة منح القروض، وجهود التعديل في دعم المحيط الأوروبي وهذا ما أدى الى الضغط والقلق المتعلقان بالعدوى المحتملة. إضافة إلى المخاطر السياسية الهائلة، والتي تتعلق بالتعديلات المالية متوسطة المدى في بعض الدول المتقدمة مثل اليابان والولايات المتحدة الأمريكية.

3. عدم تجاهل التراجع الأخير في التعرض للمخاطر، وتأخيرات أسعار الفائدة المتدنية التي تدفع المستثمرين الى مجالات أكثر مخاطرة. ونتيجة لهذا التوجه، فمن المحتمل أن

¹ . غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2006، ص 34

يكون قد بدأ تكون عدم التوازن المالي المستقبلي وهذا صحيح بشكل خاص بالنسبة للأسواق الناشئة.

و في إطار البحوث المتواصلة لتحديد عوامل عدم الاستقرار المالي، العديد من الأعمال المتقدمة التي تعمل على البناء المسبق لمرحلة عدم الاستقرار، و التي تعتبر مرحلة أساسية لتحديد عوامل عدم الاستقرار المالي. هذا ما يسمح كمرحلة ثانية من تحديد المتغيرات التي تشرح مختلف الحالات (وجود أزمة او عدمه)، بالمرور من الحالة الطبيعية إلى حالة الأزمة، بفضل مرونة النماذج، بهدف تحليل و شرح حالات الأزمة و تأثيرها على الاستقرار.¹

المطلب الثاني: الدراسات النظرية و القياسية لتقييم العلاقة بين المخاطر المالية والأسواق المالية

1. أهم الدراسات المتعلقة بالتدويل و الأسواق المالية

إن التطرق إلى دراسة أي فكرة لمخاطر المالية فإنها تتعلق بعامل من عوامل عدم اليقين في أي وضع اقتصادي، و ذلك في إطار السعي لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة، أو لاختيار الإستراتيجية التي تحقق الأهداف المطلوبة، مع الأخذ بعين الاعتبار عدم اليقين والعشوائية.

كما أن "سوق الأوراق المالية يخضع إلى فرضية السير العشوائي التي تصف حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغيراته المستقبلية حيث يحتمل أن تتغير قيمته الحالية انخفاضا أو ارتفاعا"²، التي تناولها Louis BACHELIER عام 1900 في أطروحة الدكتوراه "نظرية المضاربة" (la théorie de la speculation).³

¹ . « La régulation financière en débat », Revue : Comprendre les marchés financiers, Cahier français, n° 361, p 71

² . عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 152

³ . Louis Bachelier, "Théorie de la Spéculation -théorie mathématique du jeu-" Editions Jacques Gabay, Gauthier-Villars, Paris, 1900, p 21

حيث اقترح BACHELIER أن الأسواق المالية تتبع "الحركة العشوائية" في سيرها، ما ينتج عنه صعوبة التنبؤ بحركتها. ناقش استخدام الحركة البراونية¹ لتقييم خيارات الأسهم ، كما يعتبر أول من استخدم الرياضيات المتقدمة في الدراسة المالية، حيث التغير في قيمة متغير ليست لها علاقة بالتغيرات في المستقبل أو الماضي. ويمكن تقدير الإحصاءات بقدر كبير من الدقة، و حساب الاحتمالات، ما جعل من نظرية الحركة البراونية تطبق على نطاق واسع في الأسواق المالية.

فلقد أسفرت دراساته للتغيرات المتتالية للأسعار إلى أنها تفتقد إلى وجود أي ترابط بينها، بما يؤكد على عدم وجود نمط لحركة تلك الأسعار، وقد علق على ذلك بالقول "أن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة"²، حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره. بل وأضاف "أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع، تعد في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد"³.

وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ، والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ، أو بعبارة أخرى أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.⁴ وهو ما توصل إليه Maurice KENDALL في 1953 في بحثه "التحليل الاقتصادي"، وهو أن الأسعار تتحرك عشوائياً.⁵

¹. الحركة البراونية: وهي الحركة العشوائية لجزيئات صغيرة معلقة في السوائل، قدمها روبرت براوننغ في عام 1827 باعتبارها حركة عشوائية من حبوب اللقاح المعلقة في السائل، و تم تطبيقها على أسواق الأوراق المالية.

². Louis Bachelier، "Théorie de la Spéculation -théorie mathématique du jeu- "، Ibid، p 143

³. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 515

⁴. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، نفس المرجع، ص 516

⁵. Kendall, M. G.، "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices"، Journal of the Royal Statistical Society، 1953، p11

و من بين أهم التطبيقات التي تم استخدامها في "تحليل السلاسل الزمنية للمعطيات الاقتصادية"، و التي تسمح بتحليل سلوك الأسواق المالية و تطور مؤشراتنا عبر الزمن، نذكر:

✓ فقد حاول KENDALL في 1953 دراسة توقع اتجاه الأسهم في الأسواق المالية التي يمكن ان تنخفض عند توقع ارتفاعها في حين قد ترتفع عند توقع انخفاضها، ما يميزها بالعشوائية في إطار استقلالية المتغيرات. و هذا ما دفع بالاقتصاديين إلى تفسيرها على أنها الأداء السليم أو ما يعرف بفعالية السوق.¹

✓ بعد هذه الدراسة ظهر عدد قليل من الدراسات حتى 1960، أين طرح Eugene. F. FAMA. فرضية كفاءة السوق التي تنص على أن الأسواق المالية تتسم بالكفاءة، وأن الأسعار تعكس بالفعل جميع المعلومات المعروفة المتعلقة بالسوق، وقام بضبط الأسعار التي تتحول إلى معلومات جديدة. وهي مقالة نشرت في ماي 1997 في « *the journal of finance* » بعنوان: "*Efficient Capital Market Review Of Theory and Empirical Work*".

حيث بينت الدراسة النظرية و التطبيقية لنموذج كفاءة الأسواق المالية، وجود ثلاثة نماذج لكفاءة الأسواق المالية، الأول المستوى الضعيف، الثاني المستوى الشبه القوي، والأخير المستوى القوي. و أوضح نوع المعلومة لكل مستوى التي تتوافق معه حسب دقتها و سرعة انتقالها.²

✓ ثم جاءت دراسة Fama في 1965 التي قامت على دراسة كفاءة السوق على النموذج الضعيف. وقام الباحث باستخدام اختبار الارتباط الذاتي والاختبار المتكرر " *Serial auto correlation* " *and Runs test* على عينة من الشركات الأمريكية. وقد استنتج الباحث من دراسته أن أسعار الأسهم تسلك سلوكا عشوائيا ولا يوجد ارتباط بين تلك البيانات المستخدمة في الدراسة.

¹ . Robert GOFFIN, Principes de finance moderne, 4^{eme} éd ECONOMICA, Paris, 2004, p 127

² . Robert GOFFIN, Principes de finance moderne, Ibid, p 127

✓ و في دراسة قدمها القضاة في 1997 "اختبار فرضية السير العشوائي في سوق عمان للأوراق المالية"، حيث قام بدراسة أسعار الأسهم اليومية وذلك لعينة من قطاع الصناعة مكونة من 32 شركة وذلك من الفترة من عام 1992-1994. وقد قام باستخدام اختبارين إحصائيين هما: اختبار الارتباط الذاتي والاختبار المتكرر. وقد خلصت نتائج اختبار الارتباط الذاتي إلى عدم وجود ارتباط حيث اتبعت نوعا من السلوك العشوائي.

✓ أما دراسة Blasco في 1997 "فرضية السير العشوائي في السوق الاسباني للأوراق المالية 1980-1992" اختبرت فيما إذا كانت أسعار المؤشر وأسعار الأسهم في سوق مدريد للأوراق المالية تتبع فرضية السير العشوائي من خلال تطبيق اختباري Ljung-Box و BDS و اختبار جذر الوحدة Unit Root واستنتج من خلال تلك الدراسة أن أسعار الأسهم لا تتبع المسار العشوائي.

✓ أما دراسة Cheung Coutts في 2001 "النموذج الضعيف لكفاءة السوق لأسعار الأسهم" اختبرت هذه الدراسة اتباع مؤشر سوق هونج كونج للمسار العشوائي في سلوكه من خلال تطبيق اختبار لنسبة الاختلاف Variance ratio. وقد خلصت تلك الدراسة إلى أن مؤشر سوق هونج كونج يتبع المسار العشوائي في سلوكه.

✓ دراسة Moustafa في 2004 "اختبار النموذج الضعيف لسوق الأسهم الاماراتي" قام الباحث باختبار النموذج على 43 سهم في السوق الاماراتي من سنة 2001-2003 وذلك باستخدام الاختبار المتكرر Run Test. وقد تبين من النتائج الأسهم تسير وفق فرضية السير العشوائي.

✓ وفي دراسة أجريت على عينة من دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا (MENA) قام بها Lagoarde و Lucey في 2005 وذلك للتنبؤ بمؤشر السوق باستخدام تقنية جذر الوحدة ونسبة التباين من سنة 1998-2004. وقد توصل الباحث الى أن عينة الدراسة لا تتبع فرضية السير العشوائي.

✓ دراسة محمد بن بوزيان المتعلقة "اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء على المستوى الضعيف في ظل الأزمة المالية العالمية، دراسة قياسية خلال الفترة 2007-2010" في مداخلته ضمن الملتقى الدولي الثاني تحت عنوان "متطلبات التنمية في أعقاب إفrazات الأزمة المالية العالمية" 2010، حيث توصل الباحث إلى أن هناك جذر وحدوي بسلسلة مؤشر الدار البيضاء و هي تتبع الحركة العشوائية، ومنه يمكن القول أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف.

و على الرغم من أن هذه الدراسات و أخرجت لاختبار صحة فرضية أن الأسهم تتبع العشوائية في حركتها، قد توصلت إلى نتيجة موحدة ، وهي صحة هذه الفرضية أي انه أنه لا يمكن التنبؤ بحركة الأسعار في الأسواق المالية. إلا أنه توجد بعض الدراسات التي بينت بعض الاستثناءات في ذلك.

✓ في دراسة لسوق السهم الأمريكية، اتضح أن ارتفاع أسعار الأسهم بشكل غير مبرر خلال فترة ما بين شهر ديسمبر و جانفي، و اتخذت الظاهرة شكلا منتظما أمكن التنبؤ به، سمي أثر جانفي (January effect).¹ وهذا ما ينفي فرضية العشوائية.

2. العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق:

إن الفرض الأساسي الذي يقوم مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإن كل منهم يقوم بتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، و بما أن هذه المعلومات لا تكون محددة الوقت فإنها ترد في نمط عشوائي أو غير منظم. هذا ما يعني استحالة توقع اتجاه حركة الأسعار في السوق.

وقدم Brealty and Myrers في 1988 تحليلا منطقيا لحركة الأسعار في السوق الكفاء. ففيه تعكس الأسعار الحالية المعلومات المتاحة، ولا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار إلا بورود معلومات

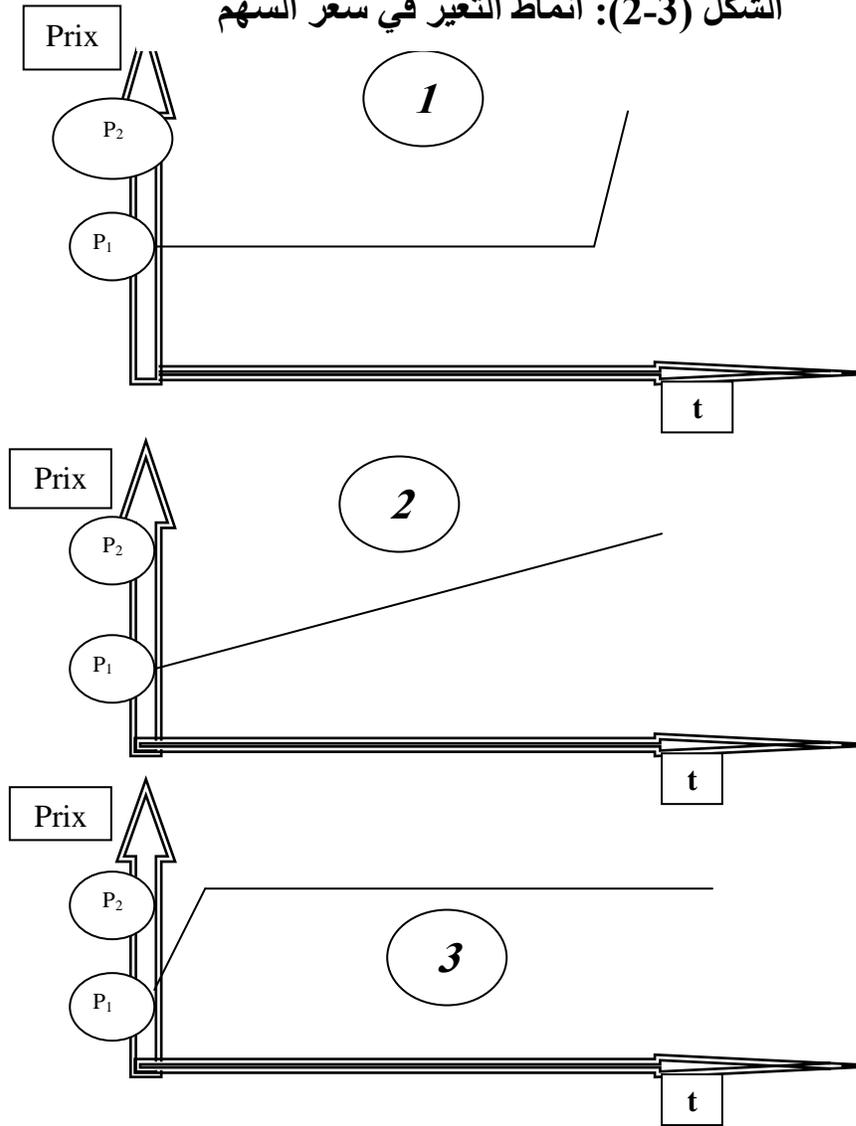
¹ . عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 154

جديدة، ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة، إذ كان من الممكن التنبؤ بها مقدماً، فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتماد على طبيعة المعلومة الجديدة التي سترد إلى السوق والتي لا يعلم عنها شيئاً سواء كانت في صالح المستثمر أو ليست كذلك.¹

ويقدم Frank في 1985 مثالا يكشف بطريقة غير مباشرة عن أن حركة أسعار الأسهم لا بد وأن تكون عشوائية في السوق المالي، حيث أن التغيرات في أسعار الأسهم اليوم تعكس المعلومات المتاحة أو المحتملة في الغد. وفقاً للمخطط الذي يبين أنماط التغير في أسعار الأسهم.

¹ Realy-Myres، "Principles of Corporate Finance"، Op-cit، P:286

الشكل (2-3): أنماط التغير في سعر السهم



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأسواق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 522

يوضح الشكلان 1 و 2 تطور الأسعار في ظل إمكانية التنبؤ بها في المستقبل حيث حركة الأسعار غير عشوائية، أما الشكل 3 الذي يمثل حركة أسعار الأسهم عشوائياً، وفقاً للمعلومات

المتاحة خلال هذه الفترة الزمنية، ما أدى إلى ارتفاع الأسعار. و هذا المستوى الجديد في ظل المعلومات الجديدة يعبر بدوره عن تنبؤ بمستوى الأسعار للفترة اللاحقة.¹

3. أدبيات نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم:

تمثلت الأدبيات التي عالجت موضوع الكفاءة في ثلاثة تيارات أو مدارس هي:²

♦ المدرسة الأمبيرية أو النفعية.

♦ المدرسة النظرية أو مقارنة التضعيف الحصري.

♦ تيار عدم تماثل المعلومات.

-رائد التيار الأول والثاني *Louis Bachelier*، ويمثل *Fama* المدافع الأول عن المدرسة النفعية، حيث يقدم هذا التيار تعريفاً تطورياً للكفاءة³.

-التيار الثاني الذي يمثله *Paul Samuelson* الذي يدافع عن مدلول التوقعات الرشيدة.

-التيار الثالث وهو نظري وقد بدأ مع مقال *Grossman* وتطور في منتصف التسعينات مع ما يعرف بـ *Paradoxes de grossman-Stiglitz 1980*

¹. منير إبراهيم هندي، "الأسواق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 523
يمكن الاطلاع أيضا على:

- Robert GOFFIN, Principes de finance moderne, Op-cit, p133

². رباح شحماط، "كفاءة الأسواق المالية بين مدخلين التحليل الأساسي والتحليل الفني"، مداخلة مقدمة ضمن ملتقى جامعة عنابة تحت عنوان السوق المالي بين النظري والتطبيقي في إطار تجارب الدول العربية، أكتوبر 2008، ص 01

المبحث الثاني: تأثير تدويل الخطر المالي على الأسواق المالية و توجهات بعض المؤشرات المالية في ضوء الأزمات المالية

المطلب الأول: تأثير تدويل الخطر المالي على الأسواق المالية من خلال المؤشرات المالية

1. مؤشر CAC40 :

إن مؤشر CAC40 باعتباره يحسب على أساس عينة من 40، حيث اختيار القيم يتعلق بالتسعير الجيد للأوراق المالية. يحسب المؤشر عن طريق Euronext-Paris، يتكون من قيم ذات وزن معتبر مثل CAC40 الذي يعتبر من أكثر المؤشرات سرعة وسائلة.¹

الشكل(3-3): تطور مؤشر CAC40 في السوق المالي الفرنسي (بورصة باريس) خلال سنة (من 2011/01/01 إلى 2012/01/01):

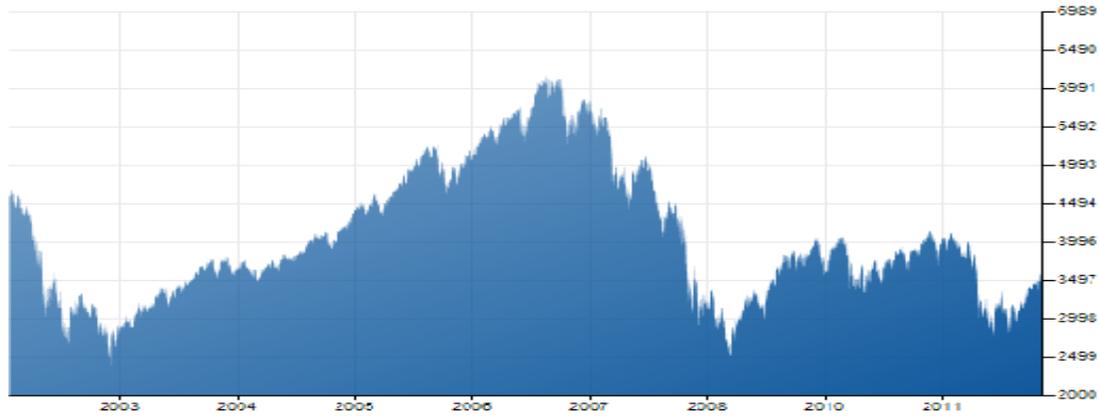


المصدر: www.boursier.com/indices , visiter le 04/02/2012

¹ . Jean BARREAU, Jacqueline DELAHAYE, Florence DELAHAYE, Gestion financière, 14^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2005, p 31

نلاحظ من خلال الشكل(3-3) تدهور مؤشر $CAC40$ في السوق المالي الفرنسي مع بداية شهر جويلية تزامنا مع بداية أزمة الديون السيادية حيث انخفضت قيمة التعاملات من 3693 إلى 2964، ليواصل المؤشر تطوره في وتيرة متذبذبة ليبلغ أدنى مستوى له 2782 خلال شهر سبتمبر و يستمر في نفس الوتيرة حتى بداية 2012 ثم ليستعيد توازنه خلال شهر جانفي.

الشكل(3-4):تطور مؤشر $CAC40$ في السوق المالي الفرنسي (بورصة باريس) خلال 10 سنوات (من 2001/01/01 إلى 2012/01/01):



المصدر: www.boursier.com/indices , visiter le 04/02/2012

لقد شهد مؤشر $CAC40$ الذي يغطي 40 مؤسسة تراجعا كبيرا مع منتصف 2007 متأثرا بأزمة الرهون العقارية. و لكن مع بداية 2009 و تطبيق خطة الانقاذ الأمريكية من خلال ضخ السيولة للاقتصاد، عاد ليتطور و لكن تسببت مخاطر عجز السيولة وعدم السداد في تغير اتجاه البورصة الفرنسية، متأثرا بأزمة اليونان و مخاوف فرنسا و أوروبا عامة من تضرر الاقتصاد العالمي. ثم عاد ليشهد تراجعا حادا في منتصف 2011 بسبب تداعيات أزمة الديون السيادية على منطقة الأورو خاصة والاقتصاد العالمي ككل.

2. مؤشر Dow Jones :

مؤشر *Dow Jones* الذي يتكون من حجم العينة لـ 30 سهم وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين.¹

الشكل (3-5): تطور مؤشر Dow Jones في السوق المالي الأمريكي (بورصة نيويورك) خلال سنة (من 2011/03/01 إلى 2012/03/01):



لقد شهد مؤشر *Dow Jones* في تطوره خلال النصف الثاني من 2011 تذبذبا خاصة خلال شهر جويلية حيث تدهورت قيمته حتى 10844 ، ليبلغ أدنى مستوى له مع نهاية شهر سبتمبر 10672 مع اشتداد تأثير أزمة الديون السيادية على الاقتصاد الأوروبي. ثم ليستعيد توازنه تدريجيا مع بداية شهر نوفمبر بوتيرة متصاعدة حتى بداية فيفري 2012 ليبلغ أقصى قيمة له 13253 نظرا لسياسة الإصلاحات المنتهجة من طرف الاتحاد الأوروبي و الهادفة إلى تعافي الاقتصاد من آثار الأزمة.

¹. Jean BARREAU, Jacqueline DELAHAYE, Florence DELAHAYE, Gestion financière, Ibid, p 32

الشكل (3-6): تطور مؤشر *Dow Jones* في السوق المالي الأمريكي (بورصة نيويورك) خلال عشر سنوات (من 2001/03/01 إلى 2012/03/01):



المصدر: www.boursier.com/indices, visiter le 04/02/2012

حسب الشكل نلاحظ تطور مؤشر *Dow Jones* خلال عقد من الزمن تطور بصفة متباينة، حيث نلاحظ تناقص قيمته حتى 7200 في منتصف عام 2002 و مع بداية عام 2003، و ذلك نتيجة لانفجار فقاعة المضاربة. ليستعيد وتيرته المتزايدة ليبلغ أقصى قيمة له 14075 مع بداية عام 2007، ليعود للتناقص مع بداية أزمة الرهون العقارية لينحدر لأدنى قيمة له شهدها منذ نشأته حوالي 6500 في منتصف عام 2008، و لكن في ظل المساعي الدولية و خطة الانقاذ الأمريكية عاد للارتفاع مجددا ليصل إلى 12550، ثم لينخفض مجددا إلى 11000، في منتصف 2011 متأثرا بأزمة الديون السيادية الأوروبية، و مع انتقالها زادت تداعياتها على الاقتصاد العالمي، حتى بداية عام 2012 حيث قلت حدة انعكاسات الأزمة بفضل الاجراءات المتخذة من طرف البنك المركزي الأوروبي و صندوق النقد الدولي، و يعود المؤشر ثانية إلى الارتفاع ليصل إلى 13065 نقطة.

المطلب الثاني : تأثير تدويل الخطر المالي على الأسواق المالية من خلال السياسة الاقتصادية

1.التأثير على السياسة النقدية:

"يتسبب التدويل في التأثير على الاقتصاد من خلال إضعاف قدرة البنك المركزي على التحكم في السياسة النقدية"¹، هذا التأثير على السياسة النقدية يتم من خلال الدور الذي يلعبه البنك الدولي، الذي يعتبر ثاني مؤسسة ذات اعتبار كوني بعد صندوق النقد الدولي، و الذي يلعب دورا هاما بمنح قروض طويلة الأجل لدفع تيار العولمة و دوره يتكامل مع دور صندوق النقد الدولي. من خلال السهر على ضمان قواعد الاستقرار النقدي الدولي، و تنمية العلاقات النقدية وتقديم العون المالي لتمويل التنمية طويلة الأجل.

2.التأثير على سياسة الميزانية:

يمكن للتدويل أن يحقق المنافع بتوفير البنية الأساسية للكيفية التي تقوم من خلالها بتوزيع المخاطر، فيمكن للحكومة أن تزيد المنافع بواسطة تحمل المخاطر التي تستطيع السيطرة عليها، و لكن ينبغي لها أن تتجنب تحمل المخاطر الأخرى. على أن تقلل المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون بواسطة إتباع سياسات اقتصادية كلية، بحيث تكون التكاليف و المخاطر واضحة وقت إصدار الضمانات الحكومية في إطار توازن الميزانية عند الموازنة بين التزاماتها وإيراداتها لتقييم الضمانات و الالتزامات المحتملة كما يمكنها استخدام قيمة الضمانات لحساب خسارة متوقعة.

3. التأثير على سعر الصرف:

نظرا لأن الكثير من استثمارات البنية الأساسية تمول بواسطة قروض بالعملة الأجنبية، و بأسعار فائدة معومة، فإن الأرباح تكون حساسة بشكل مرتفع للتغيرات في أسعار الصرف و أسعار الفائدة .

¹ . عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص 46

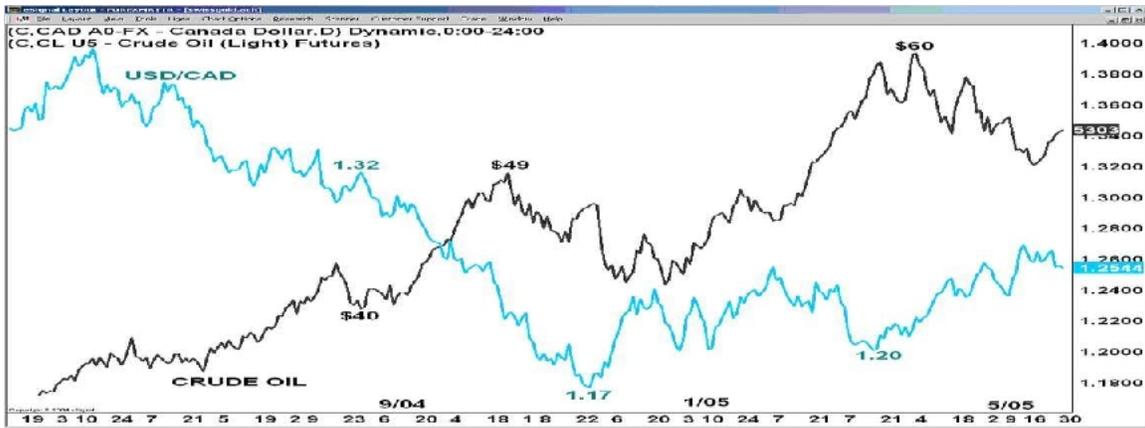
حيث ينبغي على الدولة تحمل المخاطر، و السيطرة على أسعار الصرف و الفائدة، ما يسمح لها بإتباع سياسات اقتصادية كلية مستقرة.

أولاً: يمكن أن تشجع الضمانات الحكومية المستثمرين على التعرض لحدود كبيرة من مخاطر أسعار الصرف، و منه يستطيعون إذا ما حدث انخفاض قيمة العملة أن يلجأوا تحمّل الحكومة ما تعرضوا له من خسائر بدلاً من الاعتراف بخطر الإفراط في الاقتراض بعملات أجنبية.

ثانياً: يمكن أن يكون لضمانات سعر الصرف تأثير معاكس على سلوك الحكومة (مثلا: إجراء التخفيض الذي يكون مطلوباً في قيمة العملة المحلية في أعقاب صدمة في معدلات التبادل التجاري)

ثالثاً: إن تخفيض في قيمة العملة و انخفاض في التبادل، يجبر الحكومة على تعويض المستثمرين في نفس الوقت التي تنقلص فيها قاعدتها الضريبية، أي تقديم حوافز أكبر على إدارة مخاطر سعر الصرف .

الشكل (3-7): الارتباط بين الأسواق العملات بين الو أ، أوروبا و اليابان



الشكل (3-7) يظهر الارتباط بين العملات على أساس يومي، من خلال العلاقات داخل الأسواق، و كيفية تأثيرها فيما بينها و على أسواق الموارد الأساسية على المدى البعيد كالذهب، النفط...

أين تميل أسعار الذهب إلى التمتع بارتباط قوي أو علاقة وثيقة بالعملات القوية (الأورو مثلا)، و بارتباط مضاد أو معاكس بالدولار الأميركي. كما يعتبر الذهب مستودع لرأس المال في حالات عدم الاستقرار المالي (الاضطراب السياسي أو الاقتصادي).

فعندما يتدفق الدولار الأميركي من رأس المال، يميل الذهب إلى تحقيق الربح، ذلك أن الموجودات الحقيقية تجذب رأس المال كالمعادن الثمينة وأولها الذهب، خلال أوقات عدم الاستقرار. وفي المقابل، خلال أوقات الازدهار، يترك المتعاملون الذهب ليتوجهوا إلى وسائل مالية أكثر مخاطرة كأسواق الأسهم.

و حسب الشكل (3-8) فإننا نلاحظ تطور اسعار الصرف لمدة سنة يوضح تأثير أزمة على مبادلة العملات.

الشكل (3-8): تطور سعر الصرف (الأورو مقابل الدولار) من: 2011/01/01 إلى
2011/01/01



المصدر: www.boursier.com/indices, visiter le 04/02/2012

من خلال تطور سوق العملات نلاحظ انخفاض حاد في معدل التبادل الأورو- الدولار خاصة مع بداية الثلاثي الرابع و ذلك بسبب انفجار أزمة الديون السيادية و تم تدويل خطر عدم السداد كخطر مالي من دولة اليونان إلى باقي دول الاتحاد الأوروبي، حيث تحولت هذه الأزمة من أزمة مصرفية بحتة إلى أزمة عملة الأورو، و منه إلى أزمة مالية لا تزال تعصف بالاقتصادات الكبرى في العالم.

المطلب الثالث: تأثير تدويل الخطر المالي على الأسواق المالية من خلال الأزمات المالية

إن من أهم الآثار السلبية لتدويل المخاطر المالية هي تلك الأزمات القوية التي يتعرض لها الاقتصاد، والتي لها تأثير كبير على الاقتصادات المحلية التي نشأت فيها، بل وامتداد تأثيرها السلبي إلى الاقتصادات الأخرى غير التي نشأت فيها و المتضررة من انتشارها.

و قد "بينت دراسات عدة كيفية تأثير التدويل من خلال تحرير حساب رأس المال والتمادي في الإقراض الخارجي و إعطاء قروض دون دراسة"¹، كما حدث في أزمة الرهون العقارية و أزمة الديون السيادية، و الانفتاح دون ضوابط على الأسواق المالية.

و هذا ما سنتطرق إليه من خلال تناول تأثير تدويل المخاطر المالية على الأسواق المالية من خلال الأزمة المالية التي تؤثر على الاقتصاد سواء على المستوى المحلي أو المستوي الدولي، بالتأثير سلباً علي معدلات الاستقرار والتوازن الاقتصادي، وكذلك على معدلات النمو والتنمية الاقتصادية.

1. أهم الأزمات المالية المعاصرة:

إن السبب الرئيسي في حدوث الأزمات المالية هو التوسع في منح القروض دون التأكد من القدرة على السداد، إضافة إلى التحرير المالي الواسع على شكل تدفقات رؤوس أموال ضخمة إلى الدول، و هذا ما يخلق أزمة الثقة في الأسواق المالية. و فيما يلي أهم الأزمات التي شهدتها العالم.

¹ . عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص 45

1.1. الأزمة الاقتصادية الكبرى:

لقد كان للإصلاحات التي شهدتها العالم ما بين الحربين العالميتين دورا هاما في استقرار الاقتصاد و انتعاشه خاصة في إطار الأنظمة المالية و النقدية، ولكن سرعان ما نزع للاضطراب بسبب تزايد المضاربة، ما عجل في اندلاع الأزمة في أكتوبر 1929 . و بسبب الأفكار الكلاسيكية السائدة، تحول انهيار البورصة إلى أزمة اقتصادية إثر انخفاض كبير و مفاجئ في المستوى العام للأسعار.

و من أهم الأسباب التي ساهمت في نشوب الأزمة و تفاقمها نذكر:

- ✓ حدوث كساد نتيجة للإفراط في الإنتاج ما نتج عنه ارتفاع في المستوى العام للأسعار.
- ✓ عدم توفر المرونة الكافية لكمية النقود المتداولة و عجزها عن مسايرة التطور الاقتصادي بسبب ارتباط النقود بالذهب.
- ✓ سهولة الحصول على الادخار بسبب وفرة الموال نتيجة الانتعاش الاقتصادي، ما سمح بسهولة الاقتراض.

و قد كان لهذه الأزمة الآثار البالغة على مختلف اقتصادات العالم، و من أهم نتائجها نذكر:

- انخفاض المؤشرات المالية لأدنى مستوياتها، و مثال ذلك مؤشر *Dow-Jones* انخفض إلى أكثر من 12.8% من مستواه في أكتوبر 1929.
- تأثر النظام البنكي و افلاس عدة مؤسسات بنكية خلال الأزمة المصرفية الولى في أكتوبر 1930 و الأزمة المصرفية الثانية في مارس 1931، و تأثر مختلف العملات في العالم (الجنيه الاسترليني في الأزمة الثالثة سبتمبر 1931).

- الانخفاض الكبير في معدلات الفائدة.
- تأثر اسواق الصرف (التقلبات الحادة في أسعار الصرف) و انهيار نظام الذهب.

2.1. أزمة الدولار في 1971:

شهدت هذه الفترة الأزمة النقدية و المالية 1971 و التي تعارف أنها "أزمة الدولار" ، حيث فقد الدولار قيمته كعملة احتياط عالمية، و تم الاستغناء عن الذهب كأداة تسوية في المعاملات الدولية، بالإضافة إلى اتباع نظام الصرف المعوم. كما أثرت هذه الأزمة على مكونات السوق المالي من سوق الودائع، سوق القروض و سوق الوراق المالية.

تلتها الصدمة النفطية في أكتوبر 1973، التي جاءت نتيجة لحرب الشرق الأوسط. حيث ارتفعت الأسعار بشكل متسارع ما بين 1973 و 1974 و خاصة اسعار المواد الولية و النفط، ما أثر على موازين التجارية. بالمقابل أثرت أزمة النفط على النشاط الاقتصادي الذي دخل في حالة ركود بسبب ارتفاع الاسعار، ما أدى إلى انخفاض الطلب على المنتجات.

3.1. أزمة الإثنين الأسود:

نشأت هذه الأزمة في بورصة نيويورك عام 1987، اين انهارت مؤشرات البورصة بسبب بيع المستثمرين أصولهم المالية دفعة واحدة، فقد انخفض مؤشر *Dow-Jones* إلى 508 نقطة، وانتقلت أثارها إلى باقي البورصات العالمية بسبب العدوى.

ويعتبر السبب الرئيسي لاندلاع الأزمة هو انتشار توقعات بوقوعها ما سرع من حدوثها بسبب تحويل المستثمرين لأصولهم المالية طويلة الأجل إلى أصول مالية قصيرة الأجل، و هذا ما رافقه ارتفاع في معدلات الفائدة نتيجة ارتفاع أسعار الخصم و عجز في الميزان التجاري. فإزالة الحواجز بين الأسواق المالية في ظل التطور السريع في الأنظمة المالية و البنكية قد زاد

من سرعة انتقال الأزمات المالية بين الدول، إضافة إلى الإفراط في استعمال السياسات النقدية و المالية.

4.1. أزمة سعر الصرف 1994:

نتجت عن انخفاض سعر صرف عملة المكسيك بحوالي 40% من قيمتها، ما زاد من مخاوف الاستثمار و تسبب في عجز ميزان المدفوعات. و من اهم السباب التي شاركت في تفاقم الأزمة هو التوسع في الاقتراض و ارتفاع أسعار الفائدة، بالإضافة إلى التدفقات الكبيرة على الداخل بفعل الاستثمارات الأجنبية ما ساهم في اخفاء العجز على مستوى العمليات الجارية و تقدير العملة (البيزو) بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية.

أما أزمة الأرجنتين فقد حدثت نتيجة لأزمة المكسيك بسبب الارتباط الكبير بين عمليتي البلدين و التي كان لها آثار كبيرة على الأسواق المالية الأرجنتينية. بالإضافة إلى خروج رؤوس الأموال نظرا للسياسة النقدية المتبعة و التي تعتبر غير ملائمة.

5.1. الأزمة المالية الآسيوية 1997:

كان السبب الأساسي في اندلاع أزمة جنوب شرق آسيا الانخفاض الكبير في أسعار صرف العملات الأجنبية، لتستقر تدريجيا عند مستويات متدنية، ما ساعد في انخفاض معدلات الفائدة ما رفع من التدفقات اتجاه الأسواق المالية لدول آسيا، و ضعف شبكة المعلومات و نقص الدقة و الشفافية على مستوى هذه الأسواق.

6.1. فقاعة الانترنت عام 2000 :

تعتبر هذه الأزمة كنوع جديد من الأزمات عرفه التاريخ الاقتصادي، حيث تأثر مؤشر *Nasdaq* أين ارتفعت أسعار أسهم الشركات بوتيرة متسارعة و كبيرة في نفس الوقت، في حين أن الشركات التي حققت أرباحا حقيقية قليلة، و هذا ما أدى إلى انفجار الفقاعة في عام 2000. هذا ما أدى بالأسعار إلى الانخفاض و ما زاد من تعقيد الوضع تزامنها مع احداث 11 سبتمبر حيث تم توقف الأسواق المالية عن التداول في ظل انخفاض حاد لمؤشر *Nasdaq* ما استدعى تدخل الحكومة بتخفيض معدلات الفائدة من 6.25% إلى 1% لإعادة تحفيز النشاط الاقتصادي مجددا.

و قد كان للفقاعة التكنولوجية و فقاعة الانترنت تأثيرات وخيمة على الاقتصاد، كما تسببت في كساد اقتصادي.

2. أزمة الرهون العقارية أوت 2007 :

من أهم العوامل التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية و انتشارها بالرغم من الإجراءات الصارمة المتخذة من طرف الدول و الاقتصاديات المتضررة من طرق للتنبؤ، و أدوات إحصائية للظواهر و تقدير الأخطار... فقد ساهمت العولمة في توسيع نطاق الخطر المالي بسبب أزمة الرهن العقاري، لتتطور من أزمة محلية مست الاقتصاد الأمريكي إلى أزمة مالية عالمية، و لينتقل الخطر بين مختلف الأسواق المالية في شكل انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية و شركات تأمين، مع تداعي الأسواق المالية و بورصات الأوراق المالية من خلال التأثير على المؤشرات المالية التي شهدت انخفاضات حادة، ثم لتمس أغلب اقتصاديات العالم التي أصبحت تعاني من ركود شامل.

هذا و إضافة إلى تدويل الخطر المالي بنقله من النظام البنكي إلى كافة الأنظمة المالية ما جعل من الأزمة أزمة ثقة اتجاه جميع الأنظمة المالية.

- بدأت الأزمة من القطاع المالي (إعادة تجميع، توريق وبيع ديون الرهن العقاري الأمريكي).
- ومرت عبر القطاع البنكي (مجموعة من البنوك: ليمان برذرز).
- وانتهت بالاقتصاد الحقيقي (انخفاض التجارة والاستهلاك والاستثمار) و منه ارتفاع البطالة.

بدأ تسويق العقارات في أمريكا لمحدودي الدخل بطريقة تخلو جزئياً من ضوابط العمل البنكي على أساس معدلات الفائدة، و في حال تعرض الزبون لخطر عدم السداد أو العجز فإنه يدفع فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سدادها. هذا ما دفع إلى ارتفاع أسعار العقارات وأصبحت قيمة العقارات أعلى من قيمة الشراء الحقيقية، ما دفع مالكي العقارات إلى أخذ قروض من البنوك بضمان العقارات التي لم تسدد بالأساس.¹

و لكن عجز المتعاملين عن دفع الأقساط أدى إلى خوف من طرف البنوك من التعرض إلى أزمة سيولة ما أدى بها إلى بيع ديون المواطنين على شكل سندات للمستثمرين، فيما لجأ بعض المستثمرين بعد تفاقم مشكلة الرهن العقاري إلى شركات التأمين التي قامت بتصنيف سندات الديوان إلى فئتين: الفئة (أ) قابلة للسداد، والفئة (ب) لا يمكن سدادها.

عند عجز الأفراد عن الدفع لجا كل من البنوك و المستثمرين إلى محاولة بيع المنازل لحل النزاع. ما دفع بقيمة العقار إلى الهبوط كنتيجة "لأثر القطيع"²، فأصبحت قيمتها لا تغطي تأمينات البنوك ولا التأمين. مما أثر بدوره على سندات المستثمرين الدوليين فطالبوا بحقوقهم عند شركات التأمين فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم *ايه آي جي* عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريباً مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها.

¹. Olivier LACOSTE, *Comprendre les crises financières*, Ibid, p 38

². عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 278

تأثر العديد من البنوك الأمريكية مثل: مورجان ستانلي و غولدمن ساكس. كنتيجة لعملية التوريق (*La titrisation*).

و قد نتج عن الفقاعة العقارية فقاعة مالية أثرت بدورها على الإقتصاد الحقيقي وعلى المستهلكين والمدخرين ودافعي الضرائب من المواطنين.

1.2. مراحل الأزمة:

إن من أهم المراحل التي مرت بها الأزمة المالية التي اندلعت في بداية 2007 في الولايات المتحدة وبدأت تضرب أوروبا بسبب عدم قدرة الزبائن فعلى تسديد الرهن العقاري الممنوح، بحكم أنهم لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد في الولايات المتحدة ما تسبب في أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة. ما أدى بطريقة آلية إلى تأثر البورصات التي تدهورت أسعار أوراقها المالية أمام مخاطر اتساع الأزمة، هذا ما جعل البنوك المركزية تتدخل لدعم السيولة في السوق.

و هذا ما دفع بعدة بنوك مع نهاية 2007 و بداية 2008، كبرى إلى اعلان انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري، فقام البنك المركزي بخفض معدل فائدته الرئيسية إلى 3,50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجياً إلى 2% .

مع منتصف 2008 انتقلت عدوى الزمة على اغلب الدول الأوروبية ، ما تسبب في الرفع من الخسائر إلى أكثر من 300 مليار دولار بسبب الأزمة المالية. هذه الخسائر أدت إلى اضعاف في النظام المالي، كحالة أولية تنبئ بانهيار البورصة الأمريكية و تراجع البورصات الأوروبية بقوة هي الأخرى مع نهاية 2008، كما واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها.

و قد أدى هذا إلى تراجع الأسواق الرئيسية بالعالم، و إلى انهيار عدد من الأسواق العربية

أيضا.

2.2. أثر أزمة الرهون العقارية:

على مستوى الاقتصاد الأمريكي تسببت الأزمة في ركود اقتصادي نظرا لحالة الانكماش التي دخل فيها منتصف 2008 ، و هذا ما يظهر من خلال تراجع الاستهلاك و الانفاق وذلك مقارنة بحجم النمو المحقق خلال الثلاثي الأخير من السنة و المقدر بـ2.8%.

أما على مستوى اقتصادات الدول النامية ، فقد تأثر حجم الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب إعادة المستثمرين ضخ أموالهم في الدول الصناعية ما أثر بطريقة غير مباشرة على معدلات النمو في الدول النامية، حيث أدى هذا إلى تراجع الطلب على النفط ومنه انخفاض أسعاره في الأسواق العالمية.

3. أزمة اليونان و الديون السيادية الأوروبية 2010:

ترجع جذور أزمة اليونان إلى مشاكل هيكلية في اقتصادها وانتهاك اليونان للمعايير المتفق عليها داخل الاتحاد النقدي الأوروبي فيما يتعلق بالتوازنات الاقتصادية الكبرى.

و من أبرز أوجه الفساد المالي في اليونان التهرب الضريبي، و عدم فعالية أجهزة الدولة في الميدان الاقتصادي والمالي، و عدم اتباع اليونان سياسة شفافة تجاه شركائها الأوروبيين فيما يخص بيانات موازنتها المصرح بها.

حيث زاد نمو الاقتصاد اليوناني بسرعة في منطقة اليورو من عام 2000 حتى 2007 بمعدل سنوي 4.2% ، ما وافقته زيادة في رأس المال الأجنبي في الاقتصاد الوطني اليوناني وبالمقابل تراجعت عوائد السندات الحكومية و منه العجز الكبير في تمويل القطاع العام . كما قد ساعد تخفيض قيمة العملة في تخفيض الاقتراض بعد اعتماد اليورو في اليونان. و رغم التعامل بالأورو فقد ظل إجمالي الدين المحلي أعلى من 100%.

ما زاد من تفاقم الوضع الازمة المالية العالمية 2008 التي كان لها التأثير البالغ على الاقتصاد اليوناني. ما أدى إلى انخفاض الإيرادات بنسبة 15 % في 2009.

1.3. مراحل الأزمة:

عصفت أزمة الديون الأوروبية بالأسواق المالية ما تسبب بتقلب في التداول هو الأسوأ منذ الانهيار في 2008-2009. مع انتهاء سنة 2011 على هبوط حاد في أهم البورصات الأوروبية، حيث كان الأقل سوءاً في بورصة لندن مع سهم الفوتسي والأكثر سوءاً في بورصة ميلان. ما يعني تأثر الاقتصاد الإيطالي هو الآخر و تأثيره بعدوى أزمة الديون اليونانية.

وقد مرت الأزمة منذ بدايتها بعدة مراحل، نردها كما يلي:

لقد تم الاتفاق على خطة الإنقاذ التي وقعتنا أثينا مع دائئها الدوليين في منتصف 2010، باعتماد خطة إنقاذ من ثلاث سنوات بقيمة 110 مليارات أورو، مع فرض تنفيذ تدابير تقشفية قاسية لخفض ديون اليونان الضخمة، و من أبرز الاجراءات هو خفض للإنفاق بقيمة 30 مليار أورو خلال ثلاث سنوات و العمل على رفع الضرائب بهدف إصلاح الوضع المالي. و لكن عدم قدرة اليونان على تحقيق خفض عجز الميزانية حسب خطة الإنقاذ، دفع بالمانحين إلى شطب 100 مليار أورو من الديون الضخمة المستحقة على اليونان.

و لكن مع نهاية 2011 بدأت أزمة الديون السيادية تتحول إلى أزمة عملة الأورو، لتؤثر على المعاملات في سوق الصرف، ثم انتقلت لتمس القطاع البنكي وتتحول إلى أزمة بنوك وذلك مع انهيار أسهم أكبر بنوك أوروبا وعلى رأسها البنوك الفرنسية والألمانية صاحبة الحصة الأكبر من محفظة ديون الأورو. و سادت في الأسواق شكوك حول قدرة اليونان على الوفاء بتسديد الديون. في ظل هذه التطورات تحولت إلى أزمة مالية أثرت على تداول الأوراق المالية في أوروبا و حتى في الولايات المتحدة الأمريكية.

2.3. أثر أزمة الديون السيادية على الأسواق المالية:

إن أزمة الديون السيادية ليست بأزمة اقتصادية آتية من الإقتصاد الحقيقي، بل أزمة مالية ناتجة عن تلاعب في القطاع المالي. فما حدث في هذه الأزمة عبارة عن افتعال فقاعة مالية جديدة بسبب الإفراط في إقراض البنوك التي واصلت مضارباتها بشكل كبير ما أدى إلى إفلاس دول و مؤسسات مالية سارعت إلى إنقاذ البنوك، مما يجعل هذه الدول غير قادرة على مواجهة الاضطرابات المحتملة في الأسواق المالية و خاصة التي تمس البنوك ، و هذا كون الإقتصاد الحقيقي مهدد منذ عقد من الزمن بسبب التوسع في الاقراض، و المضاربات المالية، وهو ما يهدد الدول المتقدمة التي تقوم على أنظمة مالية متطورة.

الشكل(3-10): آلية حدوث أزمة الديون السيادية



3.3. وضعية البنوك في ظل أزمة الديون السيادية:

وتخوفت معظم البنوك الأوروبية من خسائر محتملة من قروض قدمتها إلى حكومات أوروبية تواجه أزمة اقتصادية، كالإيونان، جراء امكانية مواجهة خطر عجز السداد. وقد أدى تهديد ما يسمى عدوى الديون السيادية إلى تراجع الإقراض بين البنوك.

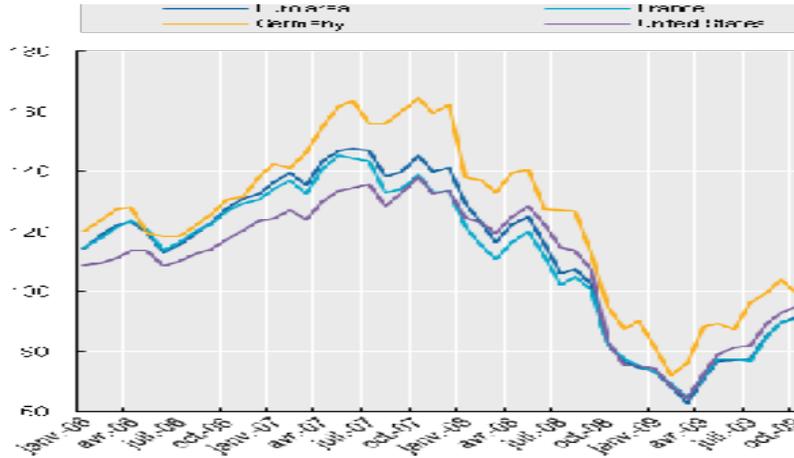
و قد قدر صندوق النقد الدولي إجمال المخاطر الائتمانية بـ300 مليار أورو (401 مليار دولار) هي قيمة سندات أصدرت إلى كل من الإيونان، والبرتغال، وأيرلندا، وإيطاليا وإسبانيا فضلاً عن بلجيكا.

ومن الطبيعي أن تتأثر البنوك بتلك الأحداث، حيث أن القطاع البنكي يعتبر عن الخط الفاصل الذي يكشف عن حقيقة الاستقرار الاقتصادي والمالي في أي اقتصاد من عدمه.

كما أن الأسواق العالمية مازالت تركز أنظارها على أزمة الديون الأوروبية وتداعياتها المحتملة على البنوك والحكومات في تلك المنطقة، بالرغم من المساعي المبذولة في الاتحاد الأوروبي للتخفيف من الأزمة.

كل هذه التداعيات على الأنظمة البنكية أثرت على أسواق الصرف، حيث تراجع الدولار الأمريكي بسبب تدني الطلب عليه باعتباره من العملات التي لا تنطوي على نسبة عالية من المخاطر. هذا ما أدى بدوره إلى ارتفاع المعادن النفيسة حيث استفاد الذهب من الأداء الضعيف للدولار وارتفع من 1.638 دولار للاونصة ليصل في نوفمبر 2011 إلى 1.681 دولار للاونصة.

الشكل(3-11): أسعار المؤشرات المالية في ظل الأزمة في منطقة الأورو



المصدر: www.ocde.org

4.3. خطوات عملية التعافي الاقتصادي:

بين أن من أهم الخطوات المنتهجة في عملية التعافي زيادة معدل استحقاق الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية للاتحاد الفدرالي والمعروفة بسياسة "تغيير اتجاه العمليات" وإعادة استثمار الدفعات الأساسية على الأوراق المالية المستحقة. إضافة إلى خفض معدلات الفائدة و اعتماد نطاق أوسع في عمليات شراء الأصول المالية، ما ينتج عنه التذني في مؤشرات فائدة الأسواق المالية ما يسمح بتحفيز القروض البنكية.

فمعدلات التضخم في المنطقة الأوروبية ارتفعت بشكل غير متوقع خلال شهر 2011 ما تسبب بالمزيد من التعقيدات في مواجهة أزمة الديون في المنطقة الأوروبية.

كما زيادة المخاطر المالية بدرجة حادة، ما أدى إلى تحول هذه الأزمة إلى أزمة في الثقة العالمية.

و تظهر تأثيرات أزمة الديون الأوروبية من خلال التأثير على الاستقرار في الاقتصاد العالمي و خاصة الولايات المتحدة، و ذلك بسبب تباطؤ الاقتصاد الاوروبي ما يؤثر سلبيا على الاقتصاد الامريكي.

و مع اعتبار أن الأزمة الديون السيادية قد تحولت إلى أزمة بنكية، و منها إلى أزمة لعملة الأورو، لتصبح أزمة مالية و ذلك بسبب كبر حجم المعاملات الاقتصادية، و هذا ما يرجع إلى عدة أسباب، منها:

✓ تحول الاقتصاد العالمي في ظل الرأسمالية المعولمة من اقتصاد حقيقي إلى اقتصاد رمزي: أي من اقتصاد قائم على الإنتاج والاستثمار والعمل إلى اقتصاد وهمي قائم على المضاربات المالية وكل ما يرتبط بها من نشاطات.

✓ انعدام التناسب بين الكتلة السلعية والكتلة النقدية: حيث يقول العديد من كبار الاقتصاديين أن الأمريكيين استطاعوا بأدواتهم، ولاسيما البورصة، خرق القانون الموضوعي القائل بالتناسب بين الكتلة السلعية والكتلة النقدية.

✓ التحولات التي شهدتها أنظمة البورصة العالمية وآثارها: تغير نظام البورصة مكنها من امتصاص جزء كبير من الكتلة النقدية الدائرة حول العالم.

المبحث الثالث: دراسة تطبيقية حول سلوك المؤشرات المالية جراء الأزمات المالية

يرتبط مدى تأثير الأزمات المالية على الأسواق المالية من خلال التأثير على كفاءتها، ما يعكس وجود علاقة بين الأزمات المالية و الأسواق المالية، و هذه العلاقة يعبر عنها بالاستقلالية أو الارتباط الذي يمكن أن يجمع بين هذين العاملين. لكن الأسواق المالية تتفاوت فيما بينها في مستوى الفعالية والكفاءة، وذلك تبعاً لتفاوت الإمكانيات والتسهيلات المادية والبشرية المتاحة ودرجة تطور الأنظمة والتعليمات التي تحكم هذه الأسواق.

المطلب الأول: نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأصول المالية

لقد أكدت الجهود الابتكارية في إدارة المخاطر المالية و الأصول الحديثة و الاقتصاد القياسي المالي، على حقائق جديدة، و ذلك أن الأسواق المالية توفر إمكانيات مفاضلة "العائد/المخاطرة". هذه المفاضلة تستدعي قياس المخاطر المالية اعتماداً على قيم الارتباط بين الأوراق المالية. كما "يؤدي عنصر التنبؤ هنا دوراً بالغ الأهمية، لأن قابلية التنبؤ تعني وجود حالة ارتباط بين القيم المستقبلية أو المتوقعة و البيانات التاريخية، و من هنا جاءت فكرة **الحركة العشوائية** في أسواق المال التي ترى أن وقوع تذبذبات و تقلبات في الأسواق المالية عاملاً ثابتاً مع الزمن"¹.

إن المشكلة الأساسية تكمن في استسقاء المعلومات من السلاسل الزمنية المتقلبة، ولكن النقلة النوعية التي شهدتها الاقتصاد القياسي المالي سمحت ببناء نماذج مالية تساعد في الحصول على معلومات من الحركة العشوائية لأسعار الأصول المالية، و توظيفها لاتخاذ القرار الاستثماري.

¹. مجد بكر، محافظ الاستثمار - إدارتها و استراتيجياتها-، الاستثمار و التمويل، 2005، تاريخ الاطلاع : 2012/03/09، www.majdbakir.com

1. نظرية السير العشوائي:

تعني نظرية "الحركة العشوائية" أو "نظرية القطيع" أن أسعار الأصول المالية في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معيناً في سلوكها، أو يمكن التنبؤ به و إنما تتحرك في سير عشوائي، وهذا ما يصعب من عملية التنبؤ بسلوك هذه الأسعار، وما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي.¹

نقول عن متغيرة أنها تسير عشوائياً إذا كانت تحقق إحدى العلاقتين التاليتين:

$$y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{سلسلة تسير عشوائياً بدون ثابت}$$

$$y_t = \mu + y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{سلسلة تسير عشوائياً مع وجود ثابت}$$

حيث:

y_t : متغير في الزمن (t) .

y_{t-1} : متغير في الزمن $(t-1)$.

μ : ثابت.

ε_t : الأخطاء في النموذج.

وكذلك نشير أن الحركة العشوائية تمثل حالة خاصة من حالات عدم الاستقرار.

¹. زياد رمضان. مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، 2008، ص 201

2. الأدوات الإحصائية المستعملة في الدراسة:

فيما يلي نقدم أهم الطرق المستعملة في دراستنا:

1.2 الضجيج الأبيض: *White noise*

تكون متغيرة عبارة عن ضجيج أبيض إذا كانت موزعة بالتماثل، أي أن تباينها ثابت ومتوسطها معدوم حيث نرسم لها ب: $(IID(0, \sigma^2) \rightarrow \varepsilon_t$. كما يعبر الضجيج الأبيض عن حالة خاصة من حالات عدم الاستقرار. تتحدد هذه الإحصائية بفضل دالة الارتباط الذاتي (*L'autocorrélation*) أو عن طريق الشكل البياني (*Le corrélogramme*)¹.

2.2 إحصائية دربين واطسن: *Integrated Durbin Watson Statistic*

يعتبر إحصائية دربين واطسن أسرع مؤشر لمعرفة درجة إدماج المتغيرة، أي إذا كانت من الدرجة "0" أو من الدرجة "1". عندما تكون قيمة الإحصائية صغيرة (أي أقل من 0.5) يمكننا اعتبار أن السلسلة غير مستقرة، في حين إذا كانت قريبة من القيمة 2 فهذا يعني أن السلسلة مستقرة.

و للحصول على سلاسل زمنية مستقرة نلجأ لاستعمال الفروقات المتتالية للمتغيرات

$$y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{مثلا في حالة المتغيرة:}$$

يمكن إجراء اختبارات عدة كاختبارات دكي - فلر (جذر الوحدة) و استخدام التمهيد الأسّي واختبار الانحدار الذاتي، التي في مجملها عبارة عن اختبارات تعطي دلالات عن اتجاه وحركة الأسهم.

وتتناول هذه الدراسة أيضا استخدام مؤشر كفاءة السوق للتنبؤ بالأزمات المحتملة الوقوع تطبيقا على سوقي باريس ونيويورك للأوراق المالية. ولا شك أن مثل هذه المقاييس

¹. Régis BOURBONNAIS, Économétrie, 3ème éd°, DUNOD, Paris, 2000, p 223

تعزز من قدرة متخذ القرار في رقابة أداء السوق والتحسب لأي احتمالات لتراجع الاسعار، وذلك بهدف العمل على تفاديها، و منه تجنب مختلف المخاطر المحتملة في هذا السوق.

وتقوم الدراسة على فرضية أن سوق الأوراق المالية تعمل بكفاءة، وتحدد أسعار الأسهم فيها بشكل عشوائي. ما يعني البحث عن أدوات تساعد في التعرف على اتجاهات أسعار السوق وبالتالي تحديد مستوى كفاءته.

تقوم الدراسة على منهجية اختبارية بناء على مجموعة من الاختبارات التي تساعد في تحديد مدى كفاءة السوق و دلالاتها بالتطبيق على قوائم المؤشرات المالية. مع إتباع طريقة محاكاة لبعض الدراسات السابقة. وتتميز هذه الدراسة باستخدام عدد من نماذج الاختبارات لإثبات فرضيات السير العشوائي في حركة أسعار الأسهم في بورصة باريس و نيويورك.

ويمكن تحديد هذه العلاقة من خلال الدالة التالية:

$$Y = f(t)$$

حيث تعبر السلسلة الزمنية عن العلاقة بين قيمة الظاهرة المعبر عنها بالدالة (Y) ، والمتغير المستقل (t) ، أي الظاهرة تمثل التغيرات التي تحدث في السلسلة المرتبطة بالزمن.

و تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا كان توقعها و تباينها ثابتين، أي مستقلين عن الزمن، وكان التباين المشترك بين فترتين زمنيتين مختلفتين متعلق فقط بالفرق بين هاتين الفترتين، حيث:

$$Cov(X_t, X_{t+j}) = \sigma j \quad , \quad Var(X_t) = C_{te} = \sigma^2 \quad , \quad E(X_t) = C_{te} = \mu$$

حيث:

X_t : متغير في الزمن (t) .

X_{t+j} : متغير في الزمن $(t+j)$.

μ : ثابت.

$E(X_t)$: التوقع الرياضي للمتغير X في الزمن (t) و الذي يكون مساويا للثابت μ .

$Var(X_t)$: تباين المتغير X في الزمن (t) و الذي يكون مساويا للثابت σ^2 .

$Cov(X_t, X_{t+j})$: التباين المشترك للمتغير X في الزمن (t) و $(t+j)$ الذي يكون مساويا للانحراف

المعياري σ .

و يكفي أن لا يتحقق شرط واحد من هذه الشروط حتى تكون السلسلة غير مستقرة.

1.2 اختبار جذر الوحدة ديكي - فلر (Dickey-Fuller) ADF بالانحراف لدراسة استقرار السلاسل الزمنية:

يعد نموذج المسار العشوائي الخطأ العشوائي في أية فترة زمنية (t) في المعادلة (ε_{it}) مستقلا وغير مرتبط بالأخطاء العشوائية في الفترات السابقة وكذلك يفترض أن التغيرات أو التقلبات في الأسعار موزعة بصورة متماثلة وتتبع التوزيع الطبيعي بموجب العلاقة التالية:

$$P_{it} = \alpha + \beta P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

P_{it} = سعر سهم الشركة (i) في الفترة الزمنية (t)

P_{it-1} = السعر اليومي للسهم في الفترة السابقة $(t-1)$

α = الحد المطلق أو الانجراف في سعر السهم.

β = معامل السعر المتباطئ والذي يعادل (الوحدة الواحدة).

$$\varepsilon_{it} = \text{الخطأ العشوائي.}$$

2.2. اختبار جذر الوحدة أو ديكي-فلر (Dickey-Fuller) مع الاتجاه:

من أجل اختبار السير العشوائي، استخدم معظم الباحثين اختبار جذر الوحدة ويتطلب هذا الاختبار إعادة كتابة المعادلة رقم (1) بطريقة تأخذ في الاعتبار نمو الأسعار مع مرور الزمن (أي التغير في الأسعار). ويمكن وصفها بالصورة الآتية:

$$P_{it} = \alpha + P_t + \beta P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

P_{it} = سعر سهم الشركة (i) في الفترة الزمنية (t)

P_{it-1} = السعر اليومي للسهم في الفترة السابقة ($t-1$)

α = الحد المطلق أو الانجراف في سعر السهم.

β = معامل السعر المتباطئ والذي يعادل (الوحدة الواحدة).

$$\varepsilon_{it} = \text{الخطأ العشوائي.}$$

نظرا لأن السعر الفعلي قد تغير إلى " التغير في السعر " ، فإن اختبار الفرضية سوف يتغير على $\beta=0$ مقابل $\beta < 0$. وكلما كان (β) أكثر سلبية، كانت قيمة (t) أفضل لرفض فرضية الاختبار والاستنتاج بأن الأسعار مستقرة ولا تتحرك عشوائيا. ويعرف هذا الاختبار بإسم اختبار جذر الوحدة، نظرا لأن شكله الأصلي في اختبار العدم هو $\beta=1$. وتستخدم اختبارات (f) و (t) لرفض فرضية الاختبار.

3.2. اختبار الارتباط الذاتي Ljung-Box :

يتعلق هذا الاختبار بالأخطاء العشوائية المقدره لأسعر الأسهم يمكن اجراء هذا الاختبار وفق المعادلة التالية:

$$E_{it} = \alpha + \mu E_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

E_{it} = الخطأ العشوائي المقدر لسعر السهم (i) في الفترة (t).

E_{it-1} = البواقي للفترة المتباطئة (فترة سابقة واحدة) .

α = الحد المطلق أو الثابت.

μ = معامل البواقي للفترة المتباطئة المتوقع أن يكون (صفرا)

ε_{it} = الخطأ العشوائي في أية فترة زمنية (t) أو المتبقي.

من خلال هذا الاختبار يجب أن تكون القيمة μ معدومة حتى يتم رفض استقرارية السلسلة. كما أن قيمة اختبار دربن – واطسن تستخدم لإثبات عدم وجود ارتباط ذاتي.

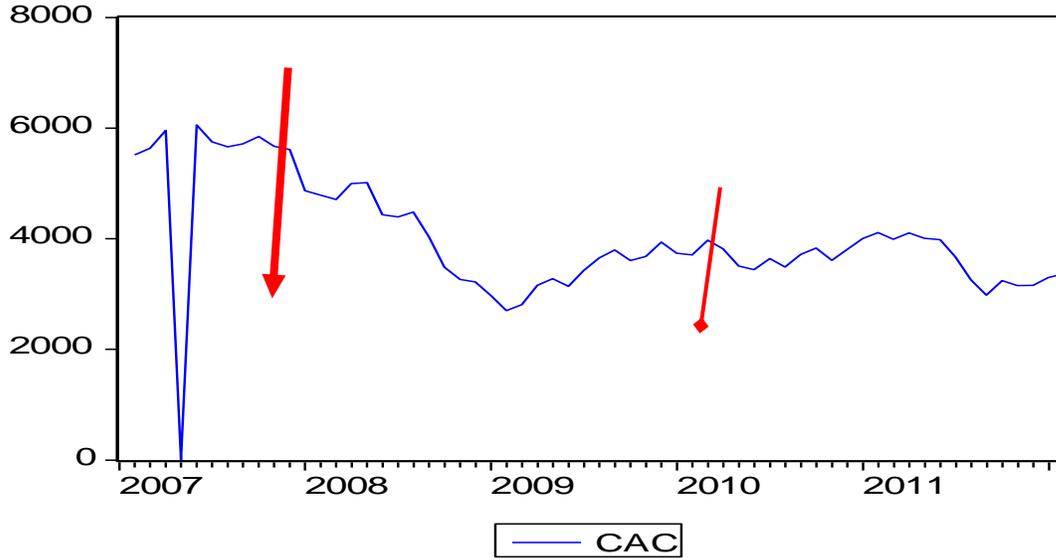
المطلب الثاني: اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف في بورصة باريس

في دراستنا هذه لمؤشر CAC 40 في بورصة باريس، سنقوم بتطبيق جملة من الاختبارات للتحقق من سلوك الأسواق المالية التي تتبع في ذلك سلوك المؤشرات المكونة لها. و ذلك اعتمادا على التغيرات الشهرية في أسعار مؤشر CAC 40 خلال 5 سنوات.¹

¹ . الملحق 01: القيم الشهرية للمتغيرة CAC 40 في الزمن (t) و ($t-1$) خلال 5 سنوات في بورصة باريس.

1. تطور مؤشر CAC 40 في سوق باريس

الشكل(36): تطور مؤشر CAC 40 في سوق باريس



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews7.2

من خلال المنحنى البياني أعلاه نلاحظ انخفاض حاد في أسعار مؤشر CAC 40 في سوق باريس، و ذلك راجع بالدرجة الأولى إلى انعكاسات أزمة الرهن العقاري في منتصف 2007، وهذا ما يترجمه المنحنى. ثم عادت الأسعار إلى الارتفاع.

2. دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة مؤشر CAC 40 بورصة باريس:

تكون السلسلة مستقرة إذا تذبذبت حول الوسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، ولاختبار استقرارية السلسلة، قمنا بتطبيق عدة أدوات إحصائية:

1.2. اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي لمؤشر CAC 40 :

تكون السلسلة CAC 40 مستقرة، إذا كانت معاملات دالة ارتباطها P_k معنويا لا تختلف عن الصفر من اجل كل $0 < k$ ، وفق الجدول التالي:

الشكل (3-13): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة CAC 40

Correlogram of CAC1						
Date: 04/10/12 Time: 21:55						
Sample: 2007:01 2012:02						
Included observations: 61						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.403	0.403	10.382	0.001
		2	0.400	0.284	20.808	0.000
		3	0.355	0.162	29.136	0.000
		4	0.419	0.231	40.972	0.000
		5	0.324	0.054	48.172	0.000
		6	0.261	0.027	52.938	0.000
		7	0.196	-0.067	55.678	0.000
		8	0.198	-0.021	58.532	0.000
		9	0.130	-0.051	59.902	0.000
		10	0.087	-0.061	60.499	0.000
		11	0.009	-0.098	60.506	0.000
		12	-0.027	-0.090	60.564	0.000
		13	-0.013	0.005	60.577	0.000
		14	-0.047	-0.006	60.756	0.000
		15	-0.096	-0.031	61.525	0.000
		16	-0.100	0.004	62.386	0.000
		17	-0.085	0.026	63.014	0.000
		18	-0.096	0.006	63.025	0.000
		19	-0.120	-0.016	65.160	0.000
		20	0.118	0.006	66.475	0.000
		21	-0.099	0.005	67.410	0.000
		22	-0.102	-0.016	68.431	0.000
		23	0.124	0.048	69.979	0.000
		24	-0.116	-0.027	71.380	0.000
		25	-0.075	0.028	71.980	0.000
		26	0.071	0.008	72.530	0.000
		27	-0.066	0.007	73.022	0.000
		28	-0.056	0.016	73.392	0.000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews7.2

يبدو من الجدول أن معاملات الارتباط الذاتي البسيط ليست كلها خارج مجال الثقة، والمعبر عنها بالخطين المتقطعين، والخروج عن مجال الثقة يعني الاختلاف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%، ومن ثمة يمكن القول أن السلسلة ليست عبارة عن تشويش أبيض، ومنه فهي غير مستقرة.

2.2. اختبار Ljung-Box:

يستعمل هذا الاختبار لدراسة المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي ذات الفجوات أقل من 36، حيث توافق إحصائية الاختبار المحسوبة LB آخر قيمة في العمود Q-Stat

في الشكل (3-13) الموافقة لـ $LB = 73.392$

هذا ما يبين أن معاملات الارتباط الذاتي غير معدومة، ومنه فإننا نرفض فرضية العدم التي تفيد أن كل المعاملات الارتباط الذاتي معدومة.

3.دراسة استقرارية مؤشر CAC 40:

إن هذا اختبار هو من أهم اختبارات الاستقرارية، بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يدلنا على أبسط طريق لجعل السلسلة تستقر، ويعتمد اختبار ADF في دراسة استقرارية سلسلة المؤشر على النماذج التالية:

$$\Delta C_t = \lambda C_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta C_{t-j} + u_t \dots 01$$

$$\Delta C_t = \lambda C_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta C_{t-j} + c + u_t \dots 02$$

$$\Delta C_t = \lambda C_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta C_{t-j} + c + b_t + u_t \dots 03$$

يتحدد مستوى التأخيرات p حسب أقل قيمة للمعايير (Schwarz(SC)، Hannan-Quinn، Akaie).

1.3. تقدير النموذج الثالث :

نقوم بتقدير المعادلة 03 من أجل أعداد مختلفة للتأخيرات ($p=1.2.3...20$)، ثم نختار قيمة $p=13$ الموافقة لأقل قيمة للمعايير (Schwarz(SC)، Hannan-Quinn، Akaie).

- النتيجة: حسب برنامج *Eviews07* فإن قيمة التأخر الأمثل الذي يناسب أقل قيمة و التي يوافق القيمة $p=13$ ، وتكون بذلك نتيجة تقدير النموذج 03 من خلال الشكل¹.
- نقبل الفرضية ($H_0: b=0$)، أي أن معامل لاتجاه في السلسلة لا يختلف معنويا عن الصفر.

¹.الملحق 01: تقدير النموذج 03 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر CAC 40

- لدينا الإحصائية ADF = -3.03 أقل بالقيمة المطلقة من القيم الحرجة (τ_{tabule}) -4.12, -3.17, -3.48 عند مستويات معنوية 10%، 5%، 1%، وهذا ما يعني رفض الجذر الوحدوي. رفض فرضية الجذر الوحدوي المعدوم.

2.3. تقدير النموذج الثاني:

بعد تقدير النموذج 02 من أجل أعداد التأخيرات ; $p=1,2,\dots,20$ وجدنا أن أقل قيمة للمعاملات Akaike، Hannan-Quinn، Schwarz(SC) توافق $p=13$ ¹:

- اختبار فرضية $(H_0 : c = 0)$:

إن معامل c لا يختلف معنويًا عن الصفر، مما يجعلنا نقبل الفرضية H_0 ، وهذا يعني رفض الفرضية بأن تكون السلسلة تمثل سيرورة مستقرة.

- نقبل الفرضية H_0 ، ما يعني أن السلسلة تحتوي على الجذر الوحدوي، ومنه تكون السلسلة غير مستقرة.

3.3. تقدير النموذج الأول:

بعد تقدير النموذج 01 من أجل أعداد التأخيرات $p=1,2,\dots,20$ وجدنا أن أقل قيمة للمعاملات Akaike، Hannan - Quinn، Schwarz(SC) توافق $p=13$ ².

نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لاختبار ADF، أقل بالقيمة المطلقة من القيم الحرجة (τ_{tabule}) وهي -1.6187، -1.9462، -2.6026 عند مستويات معنوية 10%، 5%، 1% ومنه

¹. الملحق 02: تقدير النموذج 02 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر CAC 40

². الملحق رقم 03: تقدير النموذج 01 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر CAC 40

نقبل الفرضية H_0 ، وهذا معناه أن السلسلة تحتوي على الجذر الوحدوي، ومنه تكون السلسلة غير مستقرة و غير كفاءة عند هذا المستوى.

4. اختبار استقرارية سلسلة مؤشر CAC 40 بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى:

بما أن السلسلة غير مستقرة يتم اللجوء إلى اختبار استقرارية الفروق من الدرجة الأولى.

1.4. اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار Ljung-Box:

بفحص دالة الارتباط الذاتي يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا تختلف معنويًا عن الصفر (داخل مجال الثقة)، واختبار Ljung-Box يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat) و مقارنتها مع القيمة الجدولية وبالتالي نرفض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $(H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{36} = 0)$.

2.4. تقدير النموذج الثالث:

يتم تحديد درجة التأخر بالاعتماد على أدنى قيمة لمعياري Schwartz و Akaike ، ومن خلال برنامج *Eviews 07* يتضح أن درجة التأخر هي: $P=0$.

• بعد إيجاد درجة التأخر نقوم باختبار "ديكي-فولر المطور"¹.

• اختبار الفرضية $(H_0 : b=0)$: يلاحظ أن احتمال الإحصائية المحسوبة لمعامل الاتجاه العام أكبر من 0.05 ($prob = 0.9903 > 0.05$) مما يجعلنا نقبل فرضية العدم أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .

¹. الملحق 04: تقدير النموذج 03 لاختبار Ljung-Box للسلسلة المؤشر CAC 40

• اختبار الفرضية $(H_0: \lambda = 0)$ $(H_0: \phi = 1)$: لدينا الإحصائية $\tau_\phi = -11.45861$ وهي أكبر بالقيمة المطلقة من $\tau_{tab} = -2.9127$ عند مستوى معنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.

3.4. تقدير النموذج الثاني:

يتم تحديد درجة التأخر بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيارى *Akaike* و *Schwartz* ومن خلال البرنامج يتضح أن درجة التأخر هي: $P=12$.

بعد إيجاد درجة التأخر نقوم باختبار "ديكي-فولر المطور"¹

• اختبار الفرضية $(H_0: c = 0)$: إن معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر لأن $(prob = 0.1001 > 0.05)$ وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة $D(CACI)$ لا تمثل سيروية مستقرة.

• اختبار الفرضية $(H_0: \lambda = 0)$ $(H_0: \phi = 1)$: لدينا الإحصائية المحسوبة $\tau_\phi = -11.4044$ وهي أكبر بالقيمة المطلقة من $\tau_{tab} = -3.4889$ عند مستوى معنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.

4.4. تقدير النموذج الأول:

يتم تحديد درجة التأخر بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيارى *Akaike* و *Schwartz* ومن خلال البرنامج يتضح أن درجة التأخر هي: $P=12$.

بعد إيجاد درجة التأخر نقوم باختبار "ديكي-فولر المطور"².

¹. الملحق 05: تقدير النموذج 02 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر CAC 40

². الملحق 06: تقدير النموذج 01 لاختبار Ljung-Box للسلسلة المؤشر CAC 40

- اختبار الفرضية $(H_0: \lambda=0)$ $(H_0: \phi=1)$: لدينا الإحصائية المحسوبة $\tau_\phi = -11.65620$ وهي أكبر بالقيمة المطلقة من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -1.9463$ عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية عدم وجود جذر وحدوي.

إن السلسلة مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5% وهي مستقرة عندها.

5. اختبار Phillips et Perron على سلسلة CAC 40:

إن التمييز بين آثار الأزمات الاقتصادية الدائمة والمؤقتة تطبيقاً أمر هام و ضروري، ما يستوجب ضرورة التعرف على طبيعة السلسلة إذا ما كانت مستقرة أم لا. لهذا السبب يتم استعمال اختبار *Perron* المتمثل في اختبار سيرورة غير مستقرة كفرضية العدم مقابل سيرورة مستقرة.

$$H_0: y_t = \mu + \gamma P_t + y_t + \varepsilon_t$$

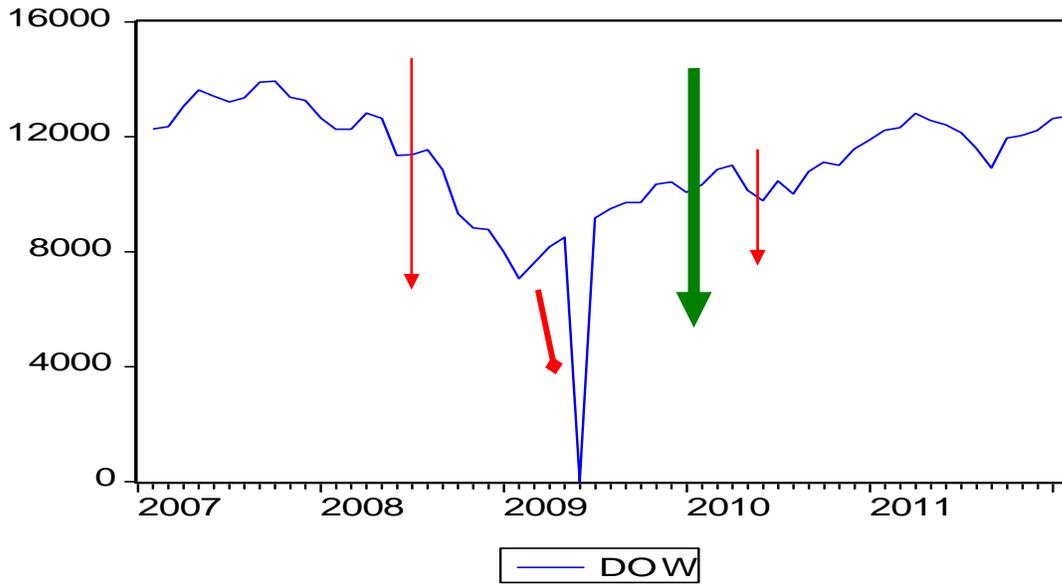
يتم تطبيق هذا الاختبار باستعمال طريقة المربعات الصغرى في حساب البواقي. فإذا كانت الأخطاء مستقرة فهذا يعني استقرار السلسلة و منه قبول الفرضية المقابلة، أما عدم استقرارها فيعني قبول فرضية العدم H_0 .¹

¹. الملحق 07: نتائج اختبار PP للسلسلة المؤشر CAC 40

المطلب الثالث: اختبار نموذج السير العشوائي لمؤشر *Dow Jones* في بورصة نيويورك

1. تطور مؤشر *Dow Jones* لبورصة نيويورك:

الشكل (3-14): تطور مؤشر *DOW JONES* لبورصة نيويورك



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج *EView 7.2*

2. دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة مؤشر *Dow Jones*

تكون السلسلة مستقرة إذا تذبذبت حول الوسط حسابي ثابت، مع تباين ليس له علاقة بالزمن، ولاختبار استقرارية السلسلة، يوجد عدة أدوات إحصائية لذلك:

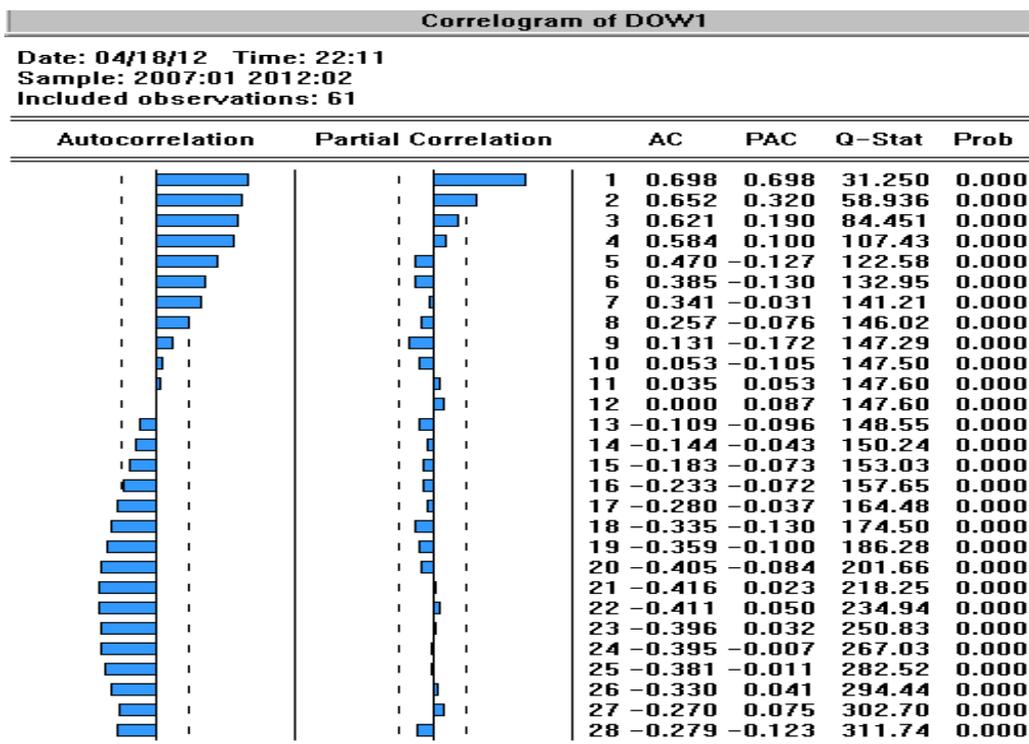
1.2 اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي للسلسلة *Dow-jones*:

تكون السلسلة *Dow-jones* مستقرة، إذا كانت معاملات دالة ارتباطها p_k معنوية لا تختلف

عن الصفر من أجل كل $K > 0$ ، حسب الجدول التالي:

Created with

الشكل (3-15): دالة الارتباط الذاتي لسلسلة Dow-Jones



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EView .7.2

يبدو من الجدول أن معاملات الارتباط الذاتي البسيط كلها خارج مجال الثقة، والمعبر عنها بالخطين المنقطين، والخروج عن مجال الثقة يعني الاختلاف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%، ومن ثمة يمكن القول أن السلسلة ليست عبارة عن تشوش أبيض، ومنه فهي غير مستقرة.

2.2 اختبار Ljung-Box:

نستعمل هذا الاختبار لدراسة المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي، حيث توافق إحصائية الاختبار المحسوبة LB المتمثلة في آخر قيمة في العمود Q-Stat المساوية لـ 311.74 في الشكل (38).

نقارن إحصائية المتحصل عليها، مع الإحصائية المجدولة، ومنه نرفض فرض عدم القائل بأن كل المعاملات الارتباط الذاتي مساوية لـ صفر.

بفحص دالة الارتباط الذاتي يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا تختلف معنويًا عن الصفر (داخل مجال الثقة)، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إحصائية *LB* المحسوبة المستخرجة من الجدول كأخر قيمة في العمود *Q-Stat* حيث $LB = 311.74$ أكبر من القيمة الجدولية، وبالتالي نرفض عدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

3. دراسة استقرارية مؤشر *Dow Jones* :

إن هذا الاختبار هو من أهم اختبارات الاستقرارية، بالإضافة إلى ذلك فهم يمكن أن يدلنا على أبسط طريق لجعل السلسلة تستقر، ويعتمد اختبار *ADF* في دراسة استقرارية سلسلة المؤشر على النماذج التي سبق التطرق إليها. حيث يحدد مستوى التأخيرات P حسب أقل قيمة للمعايير (*Akaike*، *Hannan-Quinn*، *Schwarz(SC)*).

1.3. تقدير النموذج الثالث:

من أجل أعداد مختلفة للتأخيرات ($p=1,2,3,\dots,20$)، نختار قيمة p الموافقة لأقل قيمة للمعايير (*Akaike*، *Hannan-Quinn*، *Schwarz(SC)*)

و حسب برنامج *Eviews07* فإنه يختار أوتوماتيكيا قيمة التأخير الأمثل الذي يناسب أقل قيمة للمعايير ، حيث توافق هذه القيمة $p=14$ ، وتكون بذلك نتيجة تقدير النموذج 03 حسب الشكل:¹

¹الملحق رقم 08: تقدير النموذج 03 لاختبار *ADF* للسلسلة المؤشر *Dow-jones*

• نقبل الفرضية $(H_0: b=0)$ ، أي أن معامل لاتجاه في السلسلة *Dow-jones* لا يختلف معنويًا عن الصفر لأن $prob=0.1239 > 0.05$. وبالتالي نرفض فرضية استقرار السلسلة.

• لدينا الإحصائية $\tau_{\phi_1} = -1.588449$ أصغر بالقيمة المطلقة من القيم الحرجة (τ_{table}) -3.5457، -2.9118، -2.5932 عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10%، ومنه نقبل الفرضية $H_0: \phi_1 = 1 - H_0: \lambda = 0$ وهذا يعني قبول الجذر الوحدوي، و عليه تكون السلسلة غير مستقرة.

2.3. تقدير النموذج الثاني:

بعد تقدير النموذج 02 من أجل أعداد التأخيرات $p=1.2.....20$ وجدنا أن أقل قيمة للمعاملات *(Schwarz)(SC)*، *Hannan-Quinn*، *Akaike* توافق $p=14$ ¹.

• اختبار فرضية $(H_0: c=0)$:

إن معامل *c* لا يختلف معنويًا عن الصفر، لأن $prob=0.1521 > 0.05$ ، مما يجعلنا نقبل الفرضية H_0 ، وهذا يعني رفض الفرضية.

• اختبار فرضية $(H_0: \phi_1 = 1) - (H_0: \lambda = 0)$

لدينا الإحصائية $\tau_{\phi_1} = -1.6911$ أقل بالقيمة المطلقة من القيم الحرجة (τ_{table}) ، -4.1219، -3.4875، -3.1718، عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10%، ومنه نقبل الفرضية H_0 ، وهذا معناه أن السلسلة تحتوي على الجذر الوحدوي، ومنه تكون السلسلة غير مستقرة.

¹الملحق رقم 09: تقدير النموذج 02 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر *Dow-jones*

3.3. تقدير نموذج الأول:

بعد تقدير النموذج 01 من أجل أعداد التأخيرات 20.....1.2 p= وجدنا أن أقل قيمة للمعاملات (Schwarz(SC)، Hannan-Quinn، Akaike) توافق $p=14$ ¹.

نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لاختبار ADF، $\tau_{\phi_t} = -0.2937$ أقل بالقيمة المطلقة من القيم الحرجة (τ_{table}) -2.6026، -1.9462، -1.6187 عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10%. ومنه نقبل الفرضية H0، وهذا معناه أن السلسلة تحتوي على الجذر الوحدوي، ومنه تكون السلسلة غير مستقرة.

3. اختبار استقرارية سلسلة Dow-jones بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى: بما أن السلسلة الخام غير مستقرة يتم اللجوء إلى اختبار استقرارية الفروق من الدرجة الأولى.

2.4. تقدير النموذج الثالث:

يتم تحديد درجة التأخر بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيارى Schwartz و Akaike ومن خلال برنامج Eviews 07 يتضح أن درجة التأخر هي: $P=14$. بعدها نحاول إيجاد درجة التأخر نقوم باختبار "ديكي-فولر المطور"².

• اختبار الفرضية $(H_0: b=0)$: يلاحظ أن احتمال الإحصائية المحسوبة لمعامل الاتجاه العام أكبر من 0.05 ($prob=0.2307 > 0.05$) مما يجعلنا نقبل فرضية العدم أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر.

¹. الملحق رقم 10: تقدير النموذج 01 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر Dow-jones

². الملحق 11: تقدير النموذج 03 لاختبار ADF بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى للسلسلة المؤشر Dow-jones

• اختبار الفرضية $(H_0: \lambda = 0)$ $(H_0: \phi = 1)$: لدينا الإحصائية $\tau_\phi = -6.4235$ وهي

أكبر بالقيمة المطلقة من $\tau_{tab} = -2.9127$ عند مستوى معنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية
العدم بوجود جذر وحدوي.

3.4. تقدير النموذج الثاني:

يتم تحديد درجة التأخر بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيارى *Akaike* و *Schwartz* ومن
خلال البرنامج يتضح أن درجة التأخر هي: $P=14$.

بعد إيجاد درجة التأخر نقوم باختبار "ديكي-فولر المطور"¹

• اختبار الفرضية $(H_0: c = 0)$: إن معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر لأن

$(prob = 0.2307 > 0.05)$ وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة $D(DowI)$ لا تمثل
سيرورة مستقرة.

• اختبار الفرضية $(H_0: \lambda = 0)$ $(H_0: \phi = 1)$: لدينا الإحصائية المحسوبة $\tau_\phi = -6.4235$ وهي

أكبر بالقيمة المطلقة من $\tau_{tab} = -2.9127$ عند مستوى معنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية
العدم بوجود جذر وحدوي.

4.4. تقدير النموذج الأول:

يتم تحديد درجة التأخر بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيارى *Akaike* و *Schwartz*
ومن خلال البرنامج يتضح أن درجة التأخر هي: $P=14$.

بعد إيجاد درجة التأخر نقوم باختبار "ديكي-فولر المطور"²

¹. الملحق 12: تقدير النموذج 02 لاختبار *ADF* للسلسلة المؤشر *Dow-jones*

². الملحق 13: تقدير النموذج 01 لاختبار *ADF* للسلسلة المؤشر *Dow-jones*

♦ اختبار الفرضية $(H_0: \lambda = 0)$ $(H_0: \varphi = 1)$: لدينا الإحصائية المحسوبة $\tau_\varphi = -6.4825$ وهي أكبر بالقيمة المطلقة من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -1.9463$ عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي.

إذن السلسلة $D(Dow-Jones)$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة $Dow-Jones$ متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5% وهي مستقرة عند هذا الحد.

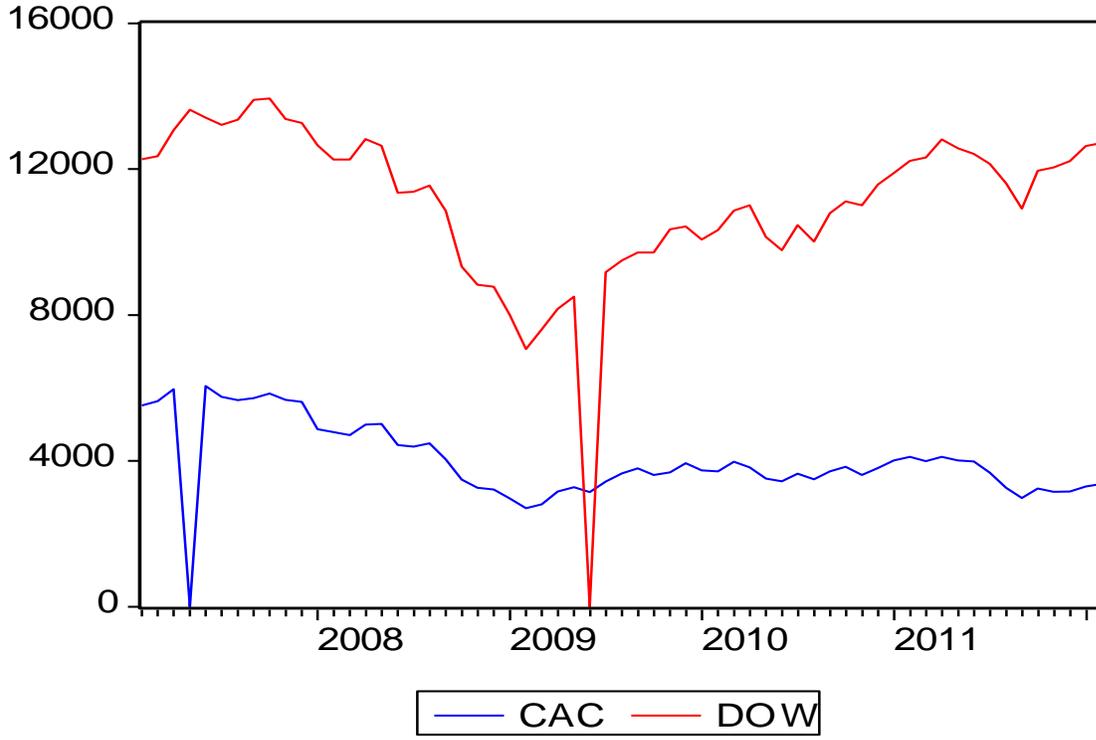
5. اختبار على Phillips et Perron سلسلة Dow-jones:

إن الهدف الأساسي من هذا الاختبار هو أخذ الأخطاء ذات التباينات المختلفة أو غير المتجانسة بعين الاعتبار عن طريق التصحيح غير المعلمي لإحصاءات *Dickey et Fuller*. حيث قام كل من فيليبس و بيرون في 1988 بتقدير التباينات الطويلة الأجل، المستخرج من التباينات المشتركة لبواقى النماذج القاعدية *Dickey et Fuller*.

حسب بيانات الشكل¹ الذي يلخص النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير النماذج بفضل اختبار على سلسلة $Dow-Jones$. نخلص إلى رفض فرضية عدم التغير التي تقرر استقرارية السلسلة، و منه سلسلة سوق الأوراق المالية لنيويورك غير مستقرة، وهذا ما يعني أن مؤشرات تتحرك عشوائياً، أي قبول فرضية الحركة العشوائية لأسعار السلسلة الزمنية $Dow-Jones$.

¹. الملحق 14: نتائج اختبار PP على سلسلة Dow-Jones

الشكل (3-15): تطور مؤشري CAC 40 و Dow-Jones



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EView .7.2

خاتمة الفصل الثالث:

في إطار الانفتاح المالي الذي يؤدي إلى المزيد من التكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، فرض على الأسواق و المؤسسات المالية ضرورة تدويل نشاطها وخدماتها خارج حدود البلد الأصلي، وذلك قصد توسع ونمو تلك المؤسسات المالية.

و قد تناولت الدراسة إمكانية **الحركة العشوائية** لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق و استقلالية الأسواق المالية عن الأزمات المالية لبورصة باريس و نيويورك. وفي ظل الاستثمار المالي في ظروف عدم التأكد و ما لذلك من دور في الرفع من المردودية وتجنب للمخاطر المالية. و كانت نتائج الدراسة أن تتحرك المؤشرات المالية في بورصة باريس وبورصة نيويورك عشوائيا، و منه قبول الفرضية الأولى المتعلقة بالسير العشوائي لحركة الأوراق المالية. و ذلك باستعمال جملة من الأدوات والاختبارات الاحصائية من اختبار *Phillips et Perron* و التي أدت إلى رفض فرضية استقرار السلسلتين *CAC 40* و *Dow-Jones*، توصلنا إلى أن السوق المالي باريس غير مستقر عند مستوى معنوية 5% و 10% ، أي أنه يسير عشوائيا، وهذا ما يبرر بوجود علاقة بين حركة الأسواق المالية والأزمات المالية أي قبول فرضية المشي العشوائي في الأسواق المالية. و رفض فرضية استقلالية الأزمات المالية عن الأسواق المالية.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

لقد أصبح الاستقرار المالي هدفا أساسيا للاقتصاد المالي و الحقيقي، خاصة في ظل الظروف الراهنة المتميزة بالاضطرابات و الأزمات التي مست أكبر اقتصادات العالم المعاصر. و ذلك بالنظر إلى التشابك الحاصل بين الأسواق المالية، وتطورها ضمن عالم حولته ثورة المعلومات والتقنيات إلى قرية صغيرة معولمة.

خاصة و إن تجدد الاضطرابات في الأسواق المالية الناجمة عن عجز الاقتصادات تجاوز آثار أزمة الديون السيادية، بعد ما شهده الاقتصاد من انخفاض في معدلات النمو، و ما صاحبه من ارتفاع في معدلات البطالة و معدلات الفائدة و عجز في السيولة.... و هذا ما يبرز دور التدويل كظاهرة سمحت بانتشار و توسع دائرة المخاطر المالية التي تنتج عن مثل هذه الحالات التي يعيشها الاقتصاد، و هذا ما يجعل منه سببا رئيسيا في التأثير على سلوك الأسواق المالية.

و ذلك بالرغم من تدخل الحكومات لمساعدة المؤسسات المالية و محاولة استعادة استقرار الأسواق المالية.

و ذلك كون الهدف الأساسي هو استرجاع الثقة في الأسواق المالية، التي أصبحت مفقودة عقب الأزمات التي شهدتها العالم، وهو ما يستدعي بالضرورة التزاما رسميا صارما بإجراء الإصلاحات الاقتصادية حتى و إن تطلب ذلك بعض العواقب الوخيمة.

نتائج اختبار الفرضيات:

وفي دراستنا التطبيقية التي تناولنا فيها "اختبار فرضية السير العشوائي على أسعار الأسهم في سوق باريس و نيويورك"، و التي تستهدف اختبار نموذج السير العشوائي على

أسعار الأسهم في بورصة باريس و بورصة نيويورك للأوراق المالية ، باستخدام البيانات المتعلقة بأسعار عينة تمثلت في 60 معاينة شهرية لمؤشري Dow Jones وCAC40 خلال 5 سنوات (من 2007 إلى 2012)، حيث أظهرت النتائج أن العلاقة بين أسعار الأسهم اليومية عالية نوعا ما، في حين أظهر تحليل السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم أنها تتبع نوعا من العشوائية في حركتها.

و هذا ما يزيد من إمكانيات عمليات تدويل المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية، التي لها التأثير البالغ على الأسواق المالية، حيث تسير هذه الأسواق عشوائيا في حركتها حسبما توصلنا إليه من خلال هذه الدراسة، و كانت نتائجها مثبتة أن المؤشرات المالية تتحرك في بورصة باريس وبورصة نيويورك عشوائيا من خلال رفض فرضية استقرارية المؤشرات المالية في بورصتي باريس و نيويورك، و التي أظهرت علاقة الارتباط بين الأسواق المالية عن طريق العوامل المؤثرة في سلوك الأسواق المالية وهذا النوع من الأزمات التي يعيشها الاقتصاد العالمي جراء تداعي الأسس الرأسمالية.

بالإضافة إلى أن طبيعة العلاقة بين أسواق المال وتداول المخاطر المالية تظهر من خلال تأثير هذا الأخير على سلوك الأسواق المالية ، كما تعتبر أيضا عبارة علاقة تبادلية تظهر من خلال أدوات عديدة كأدوات السياسة الاقتصادية، وأساليب معالجة التضخم، أسعار الفائدة وأسعار الصرف...

التوصيات و الاقتراحات:

و باعتبار أن أسواق الأوراق المالية تمثل إحدى الركائز الهامة في النظم المالية الحديثة التي تعتمد عليها عملية التنمية الاقتصادية في الدول، فإنه في هذا الإطار يجب استخدام نماذج تسمح بدراسة انعكاسات عدة عوامل مترابطة ومتغيرة عبر الزمن على الأسواق المالية،

كونها من أهم الوسائل التي تساعد على التحكم في العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية، إضافة إلى المؤشرات المالية، و ما تتأثر به من مستويات الصرف ومعدلات السيولة....

و من أهم التوصيات التي يمكن أن نخرج بها من خلال دراستنا النظرية و التطبيقية:

- أهمية تحديد المخاطر التي يمكن أن تحدث في الأسواق المالية و المؤسسات المالية، وتقييمها بصورة جيدة والتحقق من إدارتها بفعالية لرفع قدرة المنظمة على تجاوزها، نقلها أو تحويلها.
- ارتباط كفاءة أي اقتصاد بكفاءة نظامه المالي.
- اعتماد مبدأ الحيطة و الحذر في المعاملات البنكية لتفادي التورط في مخاطر عدم السداد، و الحرص على توفر الجدارة الائتمانية.
- ضرورة أن تعكس الميزانيات حجم المعاملات بالنسبة للمؤسسات و الدول، حتى تسمح بمراجعة و تصحيح أوضاع القطاع المالي.
- إعادة الثقة في الأسواق المالية عن طريق السعي إلى التحكم في العوامل المؤثرة على الأسواق المالية و التي تلعب دورا هاما في ضبط حركة الأسعار فيها، و ذلك بخفض معدلات الفائدة بتدخل البنوك المركزية، و تحفيز الاستثمار في الأصول المالية.
- عمل المتعاملين على انتهاج سياسة لتنويع في تكوين محافظهم الاستثمارية.
- عدم السماح بتفاقم المديونية، بحكم أنها تعتبر سببا رئيسيا في أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال السماح للأفراد و المؤسسات اعتماد الديون بنسب مرتفعة، و حتى الدول كما هو الشأن بالنسبة لأزمة الديون السيادية في أوروبا.

- سرعة التعامل مع ظهور الفقاعات في أسعار الأصول المالية و حتى العقارية، بطريقة تسمح بحماية مصالح المستثمرين و تجنب الدخول في أزمات أخرى.
- الاهتمام بتصحيح الإختلالات الاقتصادية الكلية على مستوى السياسة المالية و السياسة النقدية باعتبارها من أهم العوامل المؤثرة في سلوك الأسواق المالية.
- ضرورة تطبيق مبادئ الحوكمة في المعاملات الاقتصادية الدولية وفي تسيير الأسواق و المؤسسات المالية.
- العمل على تطوير أدوات الأسواق و المؤسسات المالية الرقابية و التنظيمية، ما يسمح بالرفع من كفاءة النظام المالي و قدرته على مواجهة الأزمات المحتملة، و مسايرتها للتطور المتسارع في مجال التكنولوجيا و الابتكارات المالية الحديثة.
- اللجوء إلى الاقتصاد البديل الذي يسمح بمنح التوازن المرجو بين الاقتصاد العيني و الاقتصاد المالي من خلال مبدأ اقتسام الربح و الخسارة.
- إلزامية تعدد الأدوات و الوسائل المستخدمة في ظاهرة العولمة المالية، بما يتيح للمتعاملين الاقتصاديين القدرة على استيعاب أثارها و مخلفاتها في ظل التزايد المتسارع لكثافة المعاملات الدولية في المجال المالي خاصة و ما أدى إليه من ارتفاع في درجة الاعتماد المتبادل و إلى تعقد هذه المعاملات.
- العمل على الحد من التحرير المتزايد من كافة القيود التنظيمية و الجغرافية، في مختلف المجالات العينية و المالية.
- إزالة أثر الحركات العشوائية للأسعار، ما يساعد على تجنب الإشارات الخادعة التي قد تؤدي إلى تكبد المستثمرين المزيد من الخسائر، ولكن باستخدام عدة أساليب من حركة اتجاه السعر في سوق العملات او في الاسواق المالية الاخرى بصورة كبيرة.

أفاق الدراسة:

- دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر.
 - تدويل الخطر المالي و أثره على أسواق السلع.
 - تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية.
 - أدوات إدارة المخاطر المالية و التحوط.
 - صيغ التمويل الاسلامي و دورها في إدارة المخاطر المالية.
- و نتيجة لذلك فإن لهذه الأزمات التي عصفت بأقوى الاقتصادات العالمية و لازالت تهدد استقرار دولها، دفعت بالاقتصاديين لمراجعة مبادئ النظام الرأسمالي و النظرية الليبرالية التي ما لبثت تنزعزع بفعل الانهيارات و النكسات الاقتصادية. ما يعني مراجعة هذه المبادئ و منع التوسع في الحرية الاقتصادية التي أصبحت أهم عامل محفز لهذه المخاطر التي يعيشها الاقتصاد اليوم. و لكن هذا لا يعني بالضرورة التنازل عنها بحكم أنها الدافع الأساسي للمخاطرة و رغبة المستثمرين في تحقيق أعلى عوائد ممكنة في ظل أدنى مخاطر.

قائمة الجداول

قائمة الجداول

رقم الجدول	محتوى الجدول	الصفحة
1-1	تقدير المخاطر	65
1-2	المقارنة بين الأسواق المالية و الأسواق النقدية	104
2-2	المقارنة بين الأسواق المالية الأولية و الأسواق المالية الثانوية	124
3-2	المؤشرات المالية في السوق المالي الأمريكي	136
4-2	تطور سعر الصرف	144
5-2	تطور معدل الفائدة	146
6-2	نمو الناتج الداخلي الخام للدول الأوروبية من 1990 إلى 2012	148
7-2	أهم المؤشرات المستخدمة في قياس المخاطر المالية	165
1-3	مخزون رأس المال العالمي من 1990 إلى 2012	177

قائمة الأشكال

البيانية

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل البياني	الصفحة
الفصل الأول		
1-1	1. التمييز بين المخاطر على أساس التصنيف	14
1-2	2. أنواع المخاطر	19
1-3	3. التمثيل البياني للمخاطر القابلة للتنوع والمخاطر غير القابلة للتنوع	36
1-4	4. منحى التوزيع الاحتمالي	36
1-5	5. التباين و الخطر	44
1-6	6. العلاقة بين الخطر و المردودية	45
71-	7. العلاقة بين الخطر و الزمن	47
1-8	8. آلية حدوث الأزمات	74
1-9	9. العدوى المالية عبر الأسواق المالية، آلياتها، آثارها و انتقالها	75
1-10	10. مراحل الأزمة المالية	76
1-11	11. أسس تصنيف الأزمات	80
1-12	12. تصنيف عقود الخيارات	88
1-13	13. تصنيف عقود المبادلة	90
1-14	14. تصنيف المشتقات المالية	91
1-15	15. معادلة السوق	96
الفصل الثاني		
2-1	1. أشكال التمويل	112
2-2	2. مكونات السوق المالي	117
2-3	3. تصنيف الأسواق المالية - أسواق رأس المال و أسواق النقود-	118
2-4	4. تصنيف السوق المالي-أسواق أولية و أسواق ثانوية-	122

133	5-2. أداء مؤشرات الأسواق المالية الدولية
140	6-2. هبوط مؤشرات أداء المالية الدولية ما قبل عام 2007
145	7-2. تطور سعر الصرف
147	8-2. تطور معدل الفائدة من 2000 إلى 2012
149	9-2. نمو الناتج الداخلي الخام للدول الأوروبية
156	10-2. هرم إدارة المخاطر
158	11-2. إجراءات الرقابة بالمخاطر
168	12-2. أهم المؤشرات المستخدمة في قياس المخاطر المالية
الفصل الثالث	
173	1-3. مخزون رأس المال العالمي من 1990 إلى 2012
184	2-3. أنماط التغير في سعر السهم
188	3-3. تطور مؤشر CAC40 في بورصة باريس خلال سنة
189	4-3. تطور مؤشر CAC40 في بورصة باريس
190	5-3. تطور مؤشر Dow Jones في بورصة نيويورك
191	6-3. تطور مؤشر Dow Jones في بورصة نيويورك لعشر سنوات
193	7-3. الارتباط بين الأسواق العملات العالمية
195	8-3. تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار
205	9-3. آلية حدوث الأزمات المالية
207	10-3. أسعار المؤشرات المالية في ظل الأزمة في منطقة الأورو
216	11-3. تطور مؤشر CAC 40 في سوق باريس
217	12-3. دالة الارتباط الذاتي لسلسلة Cac 40
223	13-3. تطور مؤشر Dow-Jones في سوق نيويورك
224	14-3. دالة الارتباط الذاتي لسلسلة Dow jones
230	15-3. تطور مؤشري CAC 40 و Dow-Jones

الملاذقا

الملاحق

الملحق 01: القيم الشهرية للمتغيرة CAC 40 في الزمن (t) و $(t-1)$ خلال 5 سنوات في بورصة باريس.

Date	CAC t-1	Cac 40
le 1 jan 2007	5516.32	
le 1 févr. 2007	5634.16	5516.32
le 1 mars 2007	5960.04	5634.16
le 2 avr. 2007	6 104,00	5960.04
le 2 mai 2007	6054.93	6 104,00
le 1 juin 2007	5751.08	6054.93
le 2 juil. 2007	5662.7	5751.08
le 1 août 2007	5715.69	5662.7
le 3 sept. 2007	5847.95	5715.69
le 1 oct. 2007	5670.57	5847.95
le 1 nov. 2007	5614.08	5670.57
le 3 déc. 2007	4869.79	5614.08
le 2 janv. 2008	4790.66	4869.79
le 1 févr. 2008	4707.07	4790.66
le 3 mars 2008	4996.54	4707.07
le 1 avr. 2008	5014.28	4996.54
le 2 mai 2008	4434.85	5014.28
le 2 juin 2008	4392.36	4434.85
le 1 juil. 2008	4482.6	4392.36
le 1 août 2008	4032.1	4482.6
le 1 sept. 2008	3487.07	4032.1
le 1 oct. 2008	3262.68	3487.07
le 3 nov. 2008	3217.97	3262.68
le 1 déc. 2008	2973.92	3217.97
le 2 janv. 2009	2702.48	2973.92
le 2 févr. 2009	2807.34	2702.48
le 2 mars 2009	3159.85	2807.34
le 1 avr. 2009	3277.65	3159.85
le 4 mai 2009	3140.44	3277.65
le 1 juin 2009	3426.27	3140.44
le 1 juil. 2009	3653.54	3426.27
le 3 août 2009	3795.41	3653.54
le 1 sept. 2009	3607.69	3795.41
le 1 oct. 2009	3680.15	3607.69
le 2 nov. 2009	3936.33	3680.15
le 1 déc. 2009	3739.46	3936.33

le 4 janv. 2010	3708.8	3739.46
le 1 févr. 2010	3974.01	3708.8
le 1 mars 2010	3816.99	3974.01
le 1 avr. 2010	3507.56	3816.99
le 3 mai 2010	3442.89	3507.56
le 1 juin 2010	3643.14	3442.89
le 1 juil. 2010	3490.79	3643.14
le 2 août 2010	3715.18	3490.79
le 1 sept. 2010	3833.5	3715.18
le 1 oct. 2010	3610.44	3833.5
le 1 nov. 2010	3804.78	3610.44
le 1 déc. 2010	4005.5	3804.78
le 3 janv. 2011	4110.35	4005.5
le 1 févr. 2011	3989.18	4110.35
le 1 mars 2011	4106.92	3989.18
le 1 avr. 2011	4006.94	4106.92
le 2 mai 2011	3982.21	4006.94
le 1 juin 2011	3672.77	3982.21
le 1 juil. 2011	3256.76	3672.77
le 1 août 2011	2981.96	3256.76
le 1 sept. 2011	3242.84	2981.96
le 3 oct. 2011	3154.62	3242.84
le 1 nov. 2011	3159.81	3154.62
le 1 déc. 2011	3298.55	3159.81
le 2 janv. 2012	3367.46	3298.55
le 1 févr. 2012		3367.46

الملحق 02: تقدير النموذج 03 لاختبار ADF لسلسلة المؤشر CAC 40

File Edit Objects View Procs Quick Options Window Help				
Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CAC1				
ADF Test Statistic	-3.030384	1% Critical Value*	-4.1219	
		5% Critical Value	3.4875	
		10% Critical Value	-3.1718	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
LS // Dependent Variable is D(CAC1)				
Date: 04/18/12 Time: 22:00				
Sample(adjusted): 2007:05 2012:02				
Included observations: 58 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CAC1(-1)	-0.553720	0.182723	-3.030384	0.0038
D(CAC1(-1))	-0.330825	0.169931	-1.946814	0.0569
D(CAC1(-2))	-0.158266	0.132796	-1.191793	0.2387
C	2514.355	938.3692	2.679494	0.0098
@TREND[2007:01]	-11.96507	8.741031	-1.368839	0.1768
R-squared	0.452353	Mean dependent var	-44.69966	
Adjusted R-squared	0.411021	S.D. dependent var	1148.408	
S.F. of regression	881.3454	Akaike info criterion	13.64516	
Sum squared resid	41168791	Schwarz criterion	13.82279	
Log likelihood	-473.0081	F-statistic	10.94442	
Durbin-Watson stat	1.177409	Prob(F-statistic)	0.000002	

الملحق 03: تقدير النموذج 02 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر CAC 40

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CAC1				
ADF Test Statistic	-1.205668	1% Critical Value*		-2.6026
		5% Critical Value		-1.9462
		10% Critical Value		-1.6187

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(CAC1)

Date: 04/18/12 Time: 22:05

Sample(adjusted): 2007:05 2012:02

Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CAC1(-1)	-0.036315	0.030120	-1.205668	0.2331
D(CAC1(-1))	-0.675698	0.126084	-5.359125	0.0000
D(CAC1(-2))	-0.326679	0.125561	-2.601757	0.0119
R-squared	0.364699	Mean dependent var		-44.69966
Adjusted R-squared	0.341597	S.D. dependent var		1148.408
S.E. of regression	931.8414	Akaike info criterion		13.72466
Sum squared resid	47758063	Schwarz criterion		13.83124
Log likelihood	-477.3137	F-statistic		15.78659
Durbin-Watson stat	1.363509	Prob(F-statistic)		0.000004

الملحق 04: تقدير النموذج 01 لاختبار ADF للسلسلة المؤشر CAC 40

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CAC1				
ADF Test Statistic	-1.205668	1% Critical Value*		-2.6026
		5% Critical Value		-1.9462
		10% Critical Value		-1.6187

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(CAC1)

Date: 04/18/12 Time: 22:07

Sample(adjusted): 2007:05 2012:02

Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CAC1(-1)	-0.036315	0.030120	-1.205668	0.2331
D(CAC1(-1))	-0.675698	0.126084	-5.359125	0.0000
D(CAC1(-2))	-0.326679	0.125561	-2.601757	0.0119
R-squared	0.364699	Mean dependent var		-44.69966
Adjusted R-squared	0.341597	S.D. dependent var		1148.408
S.E. of regression	931.8414	Akaike info criterion		13.72466
Sum squared resid	47758063	Schwarz criterion		13.83124
Log likelihood	-477.3137	F-statistic		15.78659
Durbin-Watson stat	1.363509	Prob(F-statistic)		0.000004

الملحق 05: تقدير النموذج 03 لاختبار ADF بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة المؤشر CAC 40

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CAC1)				
ADF Test Statistic	-11.45861	1% Critical Value*		-3.5478
		5% Critical Value		-2.9127
		10% Critical Value		-2.5937

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(CAC1,2)

Date: 04/18/12 Time: 22:38

Sample(adjusted): 2007:06 2012:02

Included observations: 57 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CAC1(-1))	-2.292964	0.200108	-11.45861	0.0000
D(CAC1(-1),2)	0.587185	0.148517	3.953648	0.0002
D(CAC1(-2),2)	0.170778	0.076521	2.231781	0.0299
C	0.866205	71.26171	0.012155	0.9903
R-squared	0.920020	Mean dependent var		105.6658
Adjusted R-squared	0.915492	S.D. dependent var		1836.680
S.E. of regression	533.9262	Akaike info criterion		12.62811
Sum squared resid	15109092	Schwarz criterion		12.77148
Log likelihood	-436.7805	F-statistic		203.2209
Durbin-Watson stat	0.300294	Prob(F-statistic)		0.000000

الملحق 06: تقدير النموذج 02 لاختبار ADF بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة المؤشر CAC 40

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CAC1)				
ADF Test Statistic	-11.40440	1% Critical Value*		-4.1249
		5% Critical Value		-3.4889
		10% Critical Value		-3.1727

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(CAC1,2)

Date: 04/18/12 Time: 22:39

Sample(adjusted): 2007:06 2012:02

Included observations: 57 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CAC1(-1))	-2.271628	0.199189	-11.40440	0.0000
D(CAC1(-1),2)	0.573140	0.147736	3.879494	0.0003
D(CAC1(-2),2)	0.165224	0.076041	2.172830	0.0344
C	192.7518	158.5529	1.215694	0.2296
@TREND(2007:01)	-5.786255	4.279306	-1.352148	0.1822
R-squared	0.922736	Mean dependent var		105.6658
Adjusted R-squared	0.916793	S.D. dependent var		1836.680
S.E. of regression	529.8023	Akaike info criterion		12.62864
Sum squared resid	14595904	Schwarz criterion		12.80785
Log likelihood	-435.7957	F-statistic		155.2548
Durbin-Watson stat	0.310495	Prob(F-statistic)		0.000000

الملحق 07: تقدير النموذج 01 لاختبار ADF بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة المؤشر CAC 40

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CAC1)				
ADF Test Statistic	-11.65620	1% Critical Value*		-2.6033
		5% Critical Value		-1.9463
		10% Critical Value		-1.6188

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(CAC1,2)

Date: 04/18/12 Time: 22:40

Sample(adjusted): 2007:06 2012:02

Included observations: 57 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CAC1(-1))	-2.293263	0.196742	-11.65620	0.0000
D(CAC1(-1),2)	0.587393	0.146154	4.019000	0.0002
D(CAC1(-2),2)	0.170866	0.075475	2.263861	0.0276
R-squared	0.920019	Mean dependent var		105.6658
Adjusted R-squared	0.917057	S.D. dependent var		1836.680
S.E. of regression	528.9601	Akaike info criterion		12.59302
Sum squared resid	15109134	Schwarz criterion		12.70055
Log likelihood	-436.7806	F-statistic		310.5820
Durbin-Watson stat	0.300290	Prob(F-statistic)		0.000000

الملحق 08: نتائج اختبار PP لسلسلة المؤشر CAC 40

Phillips-Perron Unit Root Test on CAC1				
PP Test Statistic	-5.540411	1% Critical Value*		-3.5417
		5% Critical Value		-2.9101
		10% Critical Value		-2.5923

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3 (Newey-West suggests: 3)

Residual variance with no correction 872652.9
Residual variance with correction 1310793.

Phillips-Perron Test Equation

LS // Dependent Variable is D(CAC1)

Date: 04/18/12 Time: 22:50

Sample(adjusted): 2007:03 2012:02

Included observations: 60 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CAC1(-1)	-0.594633	0.117873	-5.044684	0.0000
C	2348.055	488.2111	4.809509	0.0000
R-squared	0.304963	Mean dependent var		-35.81433
Adjusted R-squared	0.292980	S.D. dependent var		1129.969
S.E. of regression	950.1286	Akaike info criterion		13.74596
Sum squared resid	52359172	Schwarz criterion		13.81577
Log likelihood	-495.5151	F-statistic		25.44884
Durbin-Watson stat	2.282255	Prob(F-statistic)		0.000005

الملحق 09: القيم الشهرية للمتغيرة *Dow Jones* في الزمن (t) و ($t-1$) خلال 5 سنوات في بورصة باريس.

Date	DOW t-1	Dow
le 1 jan 2007	12268.63	
le 1 févr. 2007	12354.35	12268.63
le 1 mars 2007	13062.91	12354.35
le 2 avr. 2007	13627.64	13062.91
le 2 mai 2007	13408.62	13627.64
le 1 juin 2007	13211.99	13408.62
le 2 juil. 2007	13357.74	13211.99
le 1 août 2007	13895.63	13357.74
le 3 sept. 2007	13930.01	13895.63
le 1 oct. 2007	13371.72	13930.01
le 1 nov. 2007	13264.82	13371.72
le 3 déc. 2007	12650.36	13264.82
le 2 janv. 2008	12266.39	12650.36
le 1 févr. 2008	12262.89	12266.39
le 3 mars 2008	12820.13	12262.89
le 1 avr. 2008	12638.32	12820.13
le 2 mai 2008	11350.01	12638.32
le 2 juin 2008	11378.02	11350.01
le 1 juil. 2008	11543.55	11378.02
le 1 août 2008	10850.66	11543.55
le 1 sept. 2008	9325.01	10850.66
le 1 oct. 2008	8829.04	9325.01
le 3 nov. 2008	8776.39	8829.04
le 1 déc. 2008	8000.86	8776.39
le 2 janv. 2009	7062.93	8000.86
le 2 févr. 2009	7608.92	7062.93
le 2 mars 2009	8168.12	7608.92
le 1 avr. 2009	8500.33	8168.12
le 4 mai 2009	8 447,00	8500.33
le 1 juin 2009	9171.61	8 447,00

le 1 juil. 2009	9496.28	9171.61
le 3 août 2009	9712.28	9496.28
le 1 sept. 2009	9712.73	9712.28
le 1 oct. 2009	10344.84	9712.73
le 2 nov. 2009	10428.05	10344.84
le 1 déc. 2009	10067.33	10428.05
le 4 janv. 2010	10325.26	10067.33
le 1 févr. 2010	10856.63	10325.26
le 1 mars 2010	11008.61	10856.63
le 1 avr. 2010	10136.63	11008.61
le 3 mai 2010	9774.02	10136.63
le 1 juin 2010	10465.94	9774.02
le 1 juil. 2010	10014.72	10465.94
le 2 août 2010	10788.05	10014.72
le 1 sept. 2010	11118.4	10788.05
le 1 oct. 2010	11006.02	11118.4
le 1 nov. 2010	11577.51	11006.02
le 1 déc. 2010	11891.93	11577.51
le 3 janv. 2011	12226.34	11891.93
le 1 févr. 2011	12319.73	12226.34
le 1 mars 2011	12810.54	12319.73
le 1 avr. 2011	12569.79	12810.54
le 2 mai 2011	12414.34	12569.79
le 1 juin 2011	12143.24	12414.34
le 1 juil. 2011	11613.53	12143.24
le 1 août 2011	10913.38	11613.53
le 1 sept. 2011	11955.01	10913.38
le 3 oct. 2011	12045.68	11955.01
le 1 nov. 2011	12217.56	12045.68
le 1 déc. 2011	12632.91	12217.56
le 2 janv. 2012	12716.46	12632.91
le 1 févr. 2012		12716.46

الملحق 10: تقدير النموذج 03 لاختبار ADF لسلسلة مؤشر Dow Jones

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DOW1				
ADF Test Statistic	-1.588449	1% Critical Value*		-3.5457
		5% Critical Value		-2.9118
		10% Critical Value		-2.5932

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 LS // Dependent Variable is D(DOW1)
 Date: 04/19/12 Time: 01:52
 Sample(adjusted): 2007:05 2012:02
 Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOW1(-1)	-0.160121	0.100803	-1.588449	0.1180
D(DOW1(-1))	-0.442453	0.144027	-3.072008	0.0033
D(DOW1(-2))	-0.207697	0.132887	-1.562960	0.1239
C	1759.866	1127.805	1.560435	0.1245
R-squared	0.278343	Mean dependent var		-5.973276
Adjusted R-squared	0.238251	S.D. dependent var		1733.647
S.E. of regression	1513.096	Akaike info criterion		14.71030
Sum squared resid	1.24E+08	Schwarz criterion		14.85240
Log likelihood	-504.8971	F-statistic		6.942614
Durbin-Watson stat	2.055652	Prob(F-statistic)		0.000490

الملحق 11: تقدير النموذج 02 لاختبار ADF لسلسلة مؤشر Dow Jones

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DOW1				
ADF Test Statistic	-1.453110	1% Critical Value*		-4.1219
		5% Critical Value		-3.4875
		10% Critical Value		-3.1718

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 LS // Dependent Variable is D(DOW1)
 Date: 04/18/12 Time: 22:27
 Sample(adjusted): 2007:05 2012:02
 Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOW1(-1)	-0.149214	0.102686	-1.453110	0.1521
D(DOW1(-1))	-0.456259	0.146305	-3.118542	0.0029
D(DOW1(-2))	-0.217723	0.134459	-1.619257	0.1113
C	1380.428	1272.214	1.085060	0.2828
@TREND(2007:01)	7.979949	12.13741	0.657467	0.5137
R-squared	0.284182	Mean dependent var		-5.973276
Adjusted R-squared	0.230158	S.D. dependent var		1733.647
S.E. of regression	1521.113	Akaike info criterion		14.73666
Sum squared resid	1.23E+08	Schwarz criterion		14.91428
Log likelihood	-504.6615	F-statistic		5.260282
Durbin-Watson stat	2.069261	Prob(F-statistic)		0.001211

الملحق 12: تقدير النموذج 01 لاختبار ADF لسلسلة مؤشر Dow Jones

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DOW1				
ADF Test Statistic	-0.293748	1% Critical Value*		-2.6026
		5% Critical Value		-1.9462
		10% Critical Value		-1.6187

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(DOW1)

Date: 04/18/12 Time: 22:28

Sample(adjusted): 2007:05 2012:02

Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOW1(-1)	-0.005284	0.017988	-0.293748	0.7701
D(DOW1(-1))	-0.543574	0.130292	-4.171955	0.0001
D(DOW1(-2))	-0.261802	0.129947	-2.014687	0.0488
R-squared	0.245803	Mean dependent var		-5.973276
Adjusted R-squared	0.218377	S.D. dependent var		1733.647
S.E. of regression	1532.707	Akaike info criterion		14.71992
Sum squared resid	1.29E+08	Schwarz criterion		14.82649
Log likelihood	-506.1761	F-statistic		8.962607
Durbin-Watson stat	2.087647	Prob(F-statistic)		0.000427

الملحق 13: تقدير النموذج 03 لاختبار ADF بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة مؤشر Dow Jones

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(DOW1)				
ADF Test Statistic	-6.423539	1% Critical Value*		-3.5478
		5% Critical Value		-2.9127
		10% Critical Value		-2.5937

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(DOW1,2)

Date: 04/18/12 Time: 22:33

Sample(adjusted): 2007:06 2012:02

Included observations: 57 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DOW1(-1))	-2.115584	0.329349	-6.423539	0.0000
D(DOW1(-1),2)	0.519776	0.246122	2.111865	0.0394
D(DOW1(-2),2)	0.163554	0.134904	1.212370	0.2307
C	-21.97490	203.3894	-0.108044	0.9144
R-squared	0.745955	Mean dependent var		-8.441754
Adjusted R-squared	0.731575	S.D. dependent var		2963.755
S.E. of regression	1535.514	Akaike info criterion		14.74083
Sum squared resid	1.25E+08	Schwarz criterion		14.88420
Log likelihood	-496.9932	F-statistic		51.87484
Durbin-Watson stat	1.978516	Prob(F-statistic)		0.000000

الملحق 14: تقدير النموذج 02 لاختبار ADF بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة مؤشر Dow Jones

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(DOW1)				
ADF Test Statistic	-6.555268	1% Critical Value*		-4.1249
		5% Critical Value		-3.4889
		10% Critical Value		-3.1727

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(DOW1,2)

Date: 04/18/12 Time: 22:34

Sample(adjusted): 2007:06 2012:02

Included observations: 57 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DOW1(-1))	-2.171608	0.331277	-6.555268	0.0000
D(DOW1(-1),2)	0.556801	0.247028	2.254002	0.0284
D(DOW1(-2),2)	0.179142	0.134968	1.327293	0.1902
C	-515.3422	457.8580	-1.125550	0.2655
@TREND(2007:01)	14.94277	12.43663	1.201513	0.2350
R-squared	0.752817	Mean dependent var		-8.441754
Adjusted R-squared	0.733803	S.D. dependent var		2963.755
S.E. of regression	1529.127	Akaike info criterion		14.74854
Sum squared resid	1.22E+08	Schwarz criterion		14.92775
Log likelihood	-496.2128	F-statistic		39.59270
Durbin-Watson stat	1.992683	Prob(F-statistic)		0.000000

الملحق 15: تقدير النموذج 01 لاختبار ADF بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة مؤشر Dow Jones

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(DOW1)				
ADF Test Statistic	-6.482526	1% Critical Value*		-2.6033
		5% Critical Value		-1.9463
		10% Critical Value		-1.6188

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

LS // Dependent Variable is D(DOW1,2)

Date: 04/18/12 Time: 22:36

Sample(adjusted): 2007:06 2012:02

Included observations: 57 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DOW1(-1))	-2.115329	0.326312	-6.482526	0.0000
D(DOW1(-1),2)	0.519617	0.243855	2.130846	0.0377
D(DOW1(-2),2)	0.163484	0.133663	1.223110	0.2266
R-squared	0.745899	Mean dependent var		-8.441754
Adjusted R-squared	0.736488	S.D. dependent var		2963.755
S.E. of regression	1521.397	Akaike info criterion		14.70596
Sum squared resid	1.25E+08	Schwarz criterion		14.81349
Log likelihood	-496.9995	F-statistic		79.25701
Durbin-Watson stat	1.978284	Prob(F-statistic)		0.000000

الملحق 16: نتائج اختبار PP لسلسلة المؤشر Dow Jones

Phillips-Perron Unit Root Test on DOW1				
PP Test Statistic	-3.064487	1% Critical Value*		-3.5417
		5% Critical Value		-2.9101
		10% Critical Value		-2.5923

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3	(Newey-West suggests: 3)
Residual variance with no correction	2444348.
Residual variance with correction	2260481.

Phillips-Perron Test Equation
 LS // Dependent Variable is D(DOW1)
 Date: 04/18/12 Time: 22:32
 Sample(adjusted): 2007:03 2012:02
 Included observations: 60 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOW1(-1)	-0.295087	0.093544	-3.154524	0.0025
C	3270.895	1054.696	3.101267	0.0030
R-squared	0.146444	Mean dependent var		7.463833
Adjusted R-squared	0.131728	S.D. dependent var		1706.535
S.E. of regression	1590.169	Akaike info criterion		14.77596
Sum squared resid	1.47E+08	Schwarz criterion		14.84577
Log likelihood	-526.4150	F-statistic		9.951021
Durbin-Watson stat	2.468249	Prob(F-statistic)		0.002547

الملحق 17: درجة ارتباط لسلسلة المؤشر CAC 40 للفترة (t) و الفترة (t-1)

Cross Correlogram of CAC0 and CAC1				
Date: 04/18/12	Time: 23:22			
Sample: 2007:01	2012:02			
Included observations: 60				
Correlations are asymptotically consistent approximations				

CAC0,CAC1(-i)	CAC0,CAC1(+i)	i	lag	lead
		0	0.4115	0.4115
		1	0.4095	0.9789
		2	0.3636	0.3644
		3	0.4292	0.3518
		4	0.3327	0.4479
		5	0.2693	0.3702
		6	0.2035	0.2768
		7	0.2061	0.2168
		8	0.1443	0.1525
		9	0.0927	0.1540
		10	0.0136	0.0956
		11	-0.0235	0.0455
		12	-0.0084	-0.0178
		13	-0.0431	-0.0522
		14	-0.0932	-0.0365
		15	-0.0973	-0.0806
		16	-0.0813	-0.1337
		17	-0.0923	-0.1225
		18	-0.1171	-0.1070
		19	-0.1150	-0.1228
		20	-0.0947	-0.1357
		21	-0.0978	-0.1227
		22	-0.1202	-0.0963
		23	-0.1127	-0.0951
		24	-0.0707	-0.1098
		25	-0.0666	-0.0978
		26	-0.0617	-0.0575
		27	-0.0519	-0.0593
		28	-0.0053	-0.0594

الملحق 18: درجة ارتباط لسلسلة المؤشر CAC 40 للفترة (t) و الفترة (t-1)

Cross Correlogram of DOW1 and DOW0

Date: 04/18/12 Time: 23:25

Sample: 2007:01 2012:02

Included observations: 60

Correlations are asymptotically consistent approximations

DOW1,DOW0(-i)		DOW1,DOW0(+i)		i	lag	lead
				0	0.7034	0.7034
				1	0.9928	0.6563
				2	0.6890	0.6244
				3	0.6413	0.5870
				4	0.6081	0.4722
				5	0.5722	0.3866
				6	0.4642	0.3415
				7	0.3740	0.2573
				8	0.3238	0.1297
				9	0.2379	0.0505
				10	0.1118	0.0328
				11	0.0317	-0.0030
				12	0.0193	-0.1136
				13	-0.0143	-0.1483
				14	-0.1230	-0.1877
				15	-0.1582	-0.2382
				16	-0.1936	-0.2854
				17	-0.2393	-0.3412
				18	-0.2847	-0.3652
				19	-0.3368	-0.4118
				20	-0.3604	-0.4222
				21	-0.3967	-0.4177
				22	-0.4071	-0.4024
				23	-0.4075	-0.4005
				24	-0.3881	-0.3860
				25	-0.3793	-0.3339
				26	-0.3658	-0.2738
				27	-0.3181	-0.2821
				28	-0.2590	-0.2218

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

- الكتب:

- (1) إبراهيم أبو النجا، التأمين في القانون الجزائري، الجزء الأول، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992
- (2) أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، القاهرة، 2003
- (3) أسعد رياض، الهندسة المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان، 2001
- (4) أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006
- (5) بريان كويل، الحماية من مخاطر العملة، دار الفاروق، الطبعة الأولى، القاهرة، 2007
- (6) بريان كويل، الحماية من مخاطر العملة، دار الفاروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2006
- (7) بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة 2007
- (8) توفيق عبد الرحيم، يوسف حسن، الإدارة المالية و التمويل، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004
- (9) جاك فونتنا نال، ترجمة محمود إبراهيم، العولمة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006
- (10) جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للطباعة و النشر، الطبعة الأولى، عمان، 1999
- (11) جورج مكرم، معجم المصطلحات المصرفية و مصطلحات البورصة و التأمين و التجارة الدولية، اتحاد المصارف العربية، الطبعة الأولى، 1985
- (12) حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000
- (13) خالد وهيب الراوي، الاستثمار- مفاهيم تحليل إستراتيجية-، دار المسيرة، عمان، 1998
- (14) خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2000
- (15) زياد رمضان. مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، 2008
- (16) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002
- (17) سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005
- (18) سمير عيد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005

- 19) سي بول هالوود، رونالد ماكdonald، ترجمة محمود حسن حسني، *النقود و التمويل الدولي*، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007
- 20) سي بي راو، ترجمة عبد الحكم الخزامي، *العولمة - الكونية - و أبعادها الادارية*، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 2003
- 21) شعبان محمد إسلام البرواري، *بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة نقدية تحليلية*، دار الفكر، دمشق، 2002
- 22) طارق عبد العال حماد، *إدارة المخاطر*، الدار الجامعية، الإسكندرية 2007
- 23) طارق عبد العال حماد، *المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001
- 24) طارق عبد العال حماد، *حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009
- 25) طارق عبد العال حماد، *دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
- 26) عاطف وليم اندوراس، *أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تحريرها*، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005
- 27) عاطف وليم اندوراس، *السياسات التمويلية و أسواق الأوراق المالية*، دار الكتاب الحديث، 2005
- 28) عبد الباسط وفاء حسن، *بورصة الأوراق المالية*، دار النهضة العربية لنشر، مصر، 1996
- 29) عبد العزيز فهمي هيكل، *"مقدمة في التأمين"*، دار النهضة العربية، بيروت، 1998
- 30) عبد العزيز هيكل فهمي، *موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الإحصائية*، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، بيروت، 1981
- 31) عبد الغفار حنفي، *أساسيات التمويل و الإدارة المالية*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007
- 32) عبد الغفار حنفي، *رسمية قريبا قص، الأسواق و المؤسسات المالية*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008
- 33) عبد المطلب عبد الحميد، *العولمة الاقتصادية- منظماتها، شركاتها و تداعياتها-*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006
- 34) عبد المطلب عبد المجيد، *العولمة و اقتصاديات البنوك*، الدار الجامعية، القاهرة، 2005
- 35) عدنان نايف النعيمي، *الإدارة المالية*، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، 2008
- 36) عمر صقر، *العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
- 37) غازي عبد الرزاق النقاش، *التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية*، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2006
- 38) فرج عبد العزيز عزت، *اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية و المالية الحديثة)*، البيان للطباعة و النشر، القاهرة، 2002
- 39) فريد النجار، *البورصات و الهندسة المالية*، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999
- 40) فليح حسن خلف، *الأسواق المالية و النقدية*، جدارا للكتاب العالمي، الطبعة الأولى، عمان، 2006

41) فيصل محمود الشواورة، *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية و العلمية-*، دار وائل، عمان، 2007

42) قذري علي عبد المجيد، *اتصالات الأزمات و ادارة الأزمات*، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2008

43) مائير كوهين، *الأسواق المؤسسات المالية- الفرص و المخاطر-*، دار الفجر للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2007

44) مائير كوهين، *النظم المالية و التمويلية*، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 2007

45) محمد الحفناوي، نهال فريد مصطفى، *الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر*، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007

46) محمد الصريفي، *البورصات*، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008

47) محمد رفيق المصري، *التأمين و إدارة الخطر*، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، 2009

48) محمد صالح الحناوي، *تحليل و تقييم الأسهم و السندات*، الدار الجامعية، مصر، 2001

49) محمد صالح الحناوي، *الإدارة المالية و التمويلية*، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998

50) محمد مطر، *إدارة الاستثمارات - الإطار النظري و التطبيقي-*، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، 2009

51) محمود محمد الداغر، *الأسواق المالية*، دار الشروق، عمان، 2007

52) محمود يونس، كمال أمين الوصال، *نقود و بنوك و أسواق مالية*، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية 2005

53) مصطفى رشدي شبيحة، زينب عوض الله، *النقود و البنوك و البورصات*، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1992

54) منير إبراهيم الهندي، *إدارة الأسواق و المنشآت المالية*، دار المعارف، الإسكندرية، 1999

55) منير إبراهيم الهندي، *الأوراق المالية و أسواق رأس المال*، دار المعارف، الإسكندرية، 2002

56) منير إبراهيم هندي، *أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية*، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2006

57) موسى سعيد مطر، نوري موسى شقيري، *التمويل الدولي*، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2008

58) نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، *الأسواق و المؤسسات المالية*، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007

59) وهبة الزحيلي، *المعاملات المالية المعاصرة*، دار الفكر، دمشق، 2002

- المذكرات:

60) رشيد بوكساني، *معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها*، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006/2005

61) محمد علي محمد علي، *إدارة المخاطر المالية، في الشركات المساهمة المصرية- مدخل لتعظيم القيمة-*، رسالة دكتوراه، 2005

- الملتقيات و المقالات:

- (62) أستون كارتر، *إستراتيجية إدارة المخاطر*، لندن www.metholodegyplan.htm
- (63) بايرون واين، "الخلل الوظيفي... يقود سياسات أميركا لحل أزمته"، فايننشال تايمز، 2011
www.alqabas.com.kw
- (64) الجمعية المصرية لإدارة الأخطار، *إدارة المخاطر*، www.erma-egypt.org
- (65) حسن عطا غنيم، *المشتقات المالية*، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6-10 مارس، 2005، المنظمة العربية لتنمية الإدارية
- (66) رايح شحماط، "كفاءة الأسواق المالية بين مدخلين التحليل الأساسي والتحليل الفني"، مداخلة مقدمة ضمن ملتقى جامعة عنابة تحت عنوان السوق المالي بين النظري والتطبيقي في إطار تجارب الدول العربية، أكتوبر 2008
- (67) مجد بكر، محافظ الاستثمار - إدارتها و استراتيجياتها-، الاستثمار و التمويل، 2005، www.majdbakir.com
- (68) محمد سهيل الدروبي، *إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية*، 2007، www.kantakji.com
- (69) محمد طاقة، المأزق الفكري للنظام الراسمالي و الأزمة الاقتصادية العالمية، المؤتمر العلمي المشترك بين جامعة الإسراء/ الأردن، جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية/ العراق، 28/29 أبريل 2009
- (70) محمد علي القري عيد، *طرق التعامل مع الخطر في المعاملات المالية المعاصرة*،
www.elgari.com/article87.htm
- (71) *معياري إدارة المخاطر*، www.optimum-management.com
- (72) نادية الصالح، *إستراتيجية إدارة المخاطر*، www.ksu.edu.sa/sites/Colleges/Arabic

- الإحصائيات و المجلات:

- (73) سامي بن إبراهيم السويلم، *التحوظ في التمويل الإسلامي*، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2007
- (74) مخامرة وجدي، *الكيفية التي تعمل بها أسواق المستقبليات*، مجلة البنوك في الأردن، العدد3، المجلد19، أبريل 2000
- (75) المعهد العربي للتخطيط
- (76) الموقع الإلكتروني لصندوق النقد الدولي www.imf.org

- **Livres:**

- 1) A. SERVIGNY, B. METAYER, I. ZELENKO, *Le risque de crédit*, 3^{ème} éd° DUNOD, Paris, 2006
- 2) Alain CHOINEL, Gérard ROUYER, *Marché financier -structure et acteurs-*, 5^{ème} éd Collection Bq ITB, Paris, 2008
- 3) Alain GAUVIN, *La nouvelle gestion des risques financiers*, 2000
- 4) Alan Greenspan, *Comprendre les crises financières*, éd° Eyrolles Pratique ,Paris
- 5) André CARTAPANIS, *Les crises financière, « Trois générations de modèles de crises de change »*, La Documentation française, Paris, 2004
- 6) Anne Marie PERCIE du SERT, *Risque et Contrôle du risque*, éd° ECONOMICA, Paris, 1999
- 7) B Erik, *The credit risk of financial instruments*, Macmillan Business, London ,1993
- 8) B. COUGNAUD, *L'univers des risques en finance*, éd° Science PO, Paris, 2007
- 9) B. Jacquillat, B. Solnik, *Marché Financier : Gestion de portefeuille et des risques*, 3eme éd° DUNOD, Paris, 1997
- 10) Brian KEELEY, Patrick LOVE, *De la crise à la reprise- Causes, déroulement et conséquences de la Grande Récession-*, éd° ECDE, Paris, 2010
- 11) C. CHAVAGNEUX, F. MILWISKI, J. PISANI-FERRY, D. PLIHON, M.RAINELLI, J-P. WARNIER, *Les enjeux de la mondialisation*, éd° la découverte, Paris, 2007
- 12) C.A William, M.L Smith, P.C Young, *Risk management and insurance*, éd° McGraw – Hill, USA, 1995
- 13) Catherine KARYOTIS, *Mondialisation des marches et circulation des titres*, éd° Revue Banque, Paris, 2005
- 14) Christian OTTAVJ, *Monnaie et financement de l'économie*, éd° HACHETTE LIVRE, Paris, 2010
- 15) Christophe Boucher, *Les crises financières « Identification et comparaison des crises boursières »*, éd° La Documentation française, Paris, 2004
- 16) *Comprendre les crises financières*, éd° Groupe Eyrolles,Paris , 2009

- 17) D. EITEMAN, A. STONEHILL, M. MOFETT, *Gestion financières international*, 2^{ème} éd° Pearson, Paris, 2008
- 18) E.F Brigham, J.F Houston, *Fundamentals of Financial management*, The Dryden Press, USA, 1998,
- 19) El Mouhoub MOUHOUD, *Mondialisation et délocalisation des entreprises*, éd° La Découverte, Paris, 2008
- 20) Eric LAMARQUE, *Gestion bancaire*, éd° PEARSON, paris, 2002,
- 21) François QUITTARD-PINON, *Marché des capitaux et théorie Financière*, 3^{ème} éd° Economica, Paris, 2003
- 22) Frédéric MISHKIN, *Monnaie, Banque et Marché financier*, 8^{ème} éd Pearson, Paris, 2007
- 23) G. HEAD, S. HORN, *Les fondements de la gestion des risques*, éd° Carm Institute, Paris, 2004
- 24) George L. HEAD, Stephen HORN, *Les fondements de la gestion des risques*, éd° Carm Institute, Paris, 2004
- 25) Guy CAUDAMIN, *Banque et marché financier*, éd° ECONOMICA, Paris, 1998
- 26) H. BOURACHOT, G.RENOUARD,J-L.RETTEL, *100 fiches pour comprendre la bourse et le marche financier*, 2^{ème} éd B real, Paris, 2006
- 27) Henri Pierre MADERS, Jean Lu MASSELIN, *Contrôle interne des risques*, Ed° d'Organisation, Paris 2009
- 28) J –A. COLLAMB, *Finance de marché*, éd° ESKA, Paris, 1999
- 29) J.B Finard, *A framework for Corporate Financial Risk Management*, In The Book of Derivatives risk and responsibility, USA, 1996
- 30) J.B Finard, *A framework for Corporate Financial Risk Management*, In The Book of Derivatives risk and responsibility, USA, 1996
- 31) J.L Bailly, G Caire, A Figuizzi, V Lelievre, *Economie monétaire et financière*, 2^{ème} édition B real, Paris, 2009
- 32) J.PEYRARD, *La gestion financière internationale*, 5^{ème} éd° DUNOD, Paris, 1999
- 33) Jaque BOUYSSOU, *Théorie générale du risque*, éd° Economisa, paris, 1997
- 34) J-C. ASFOUR, J-L. MALARD, *La gestion du risque client à l'international*, éd° Le MOCI, Paris, 2003

- 35) Jean – Paul LUISOT, Sophie GAUTIER – GAILLARD, *Diagnostic des risques*, édition AFNOR, Paris, 2007
- 36) Jean Albert COLLOMB, *Finance de marché*, éd° ESKA, Paris, 1999
- 37) Jean François FAYE, *Comment gérer les risqué financiers ?*, éd° ECONOMICA, Paris, 2000
- 38) Jean- Pierre ALLEGRET, Pascal le MERRE, *Economie de la mondialisation*, éd° de book, Bruxelles, 2007
- 39) Jean-Baptiste FERRARI, *Economie du risque- application à la finance et à l'assurance-*, éd° Bréal, Paris, 2002
- 40) Jean-Louis AMELON, Jean-Marie CASDEBAT, *Les nouveaux défis de l'internationalisation « Quel développement international pour les entreprises après la crise ? »*, éd° de book, Bruxelles, 2010
- 41) Jézabel COUPPEY, SOUBE YRAN, *Monnaie, banque et finance*, éd° PUF, Paris 2010
- 42) J-L BAILLY, G CAIRE, A FIGLIUZZI, V LELIEVRE, *Economie monétaire et financière*
- 43) John HULL, *Options, futures et autres actifs dérivés*, éd° Pearson, Paris, 2007
- 44) Jonathan BERK, Peter DE MARZO, *Finance*, éd° Pearson, Paris, 2008
- 45) Laurance BILLARD, *Analyse du marché et des risques pays et de stratégie de développement international des entreprise*, OPU, Paris, 2006
- 46) M. REBEREAU, E. VERGNAUD, *Les indices économiques et les marchés financiers*, éd° DUNOD, Paris, 2008
- 47) Michel AGLIETTA, *Macroéconomie financière- Crises financière et régulation monétaire*, 4^{ème} éd° La Découverte, Paris, 2005
- 48) Michel JURA, *Technique financière internationale*, 2^{ème} éd° DUNOD, Paris 2003
- 49) Olivier HASSID, *La gestion des risques*, 2^{ème} éd DUNOD, 2008
- 50) P. d'ARVISENET, *Finance internationale*, 2^{ème} éd° DUNOD, Paris, 2004
- 51) P. FONTAINE, C. GRESSE, *Gestion des risques internationaux*, éd° DALLOZ, Paris, 2003
- 52) P-C. PARADIER, *La notion de risque en économie*, éd° la découverte, Paris, 2006
- 53) Philippe HERLIN, *Finance le nouveau paradigme*, éd d'organisation, Paris, 2010

- 54) Pierre DALLENE, Alain NOMJON, Cédric TELLENNE, *De l'internationalisation à la globalisation*, éd° ELLIPSES, Paris, 2007
- 55) Pierre-Charles PRADIER, *La notion du risque en économie*, éd° La Découverte, Paris, 2006
- 56) Régis BOURBONNAIS, *Econométrie*, 3eme éd° , DUNOD, Paris, 2000
- 57) Robert COBBAUT, *Théorie financière*, 4ème éd° ECONOMICA, Paris, 1997
- 58) Robert GOFFIN, *Principes de finance moderne*, 4^{ème} éd ECONOMICA, Paris, 2004
- 59) Thierry CHAUVEAU, *L'équilibre d'un marché financier*, édition Lavoisier, Paris, 2004
- 60) V. DEBELS, G. DE SMULIERS, B. DUBUS, *Les risques financiers*, éd° ECONOMICA, Paris, 1992
- 61) Yves SIMON, *Encyclopédie des marchés financiers*, éd° ECONOMICA, Paris, 1997
- 62) ZVI Bodie, ROBERT Merton, *Finance*, 2^{ème} édition Pearson, Paris, 2005

- **Reuves :**

- 63) Amar BHATTACHARIA, « *La mondialisation financière se heurte à la crise* », Revue Problème économique, N° 2976, Avr 2009
- 64) C. Penny, *Financial risk management sources*, Inconstant , 1999, Vol: 22 , n° 6
- 65) C.R Hamilton, *New trends in Risk Management , Information Systems Security*, 1998, Vol: 7,n°1
- 66) Louis Bachelier «*Théorie de la Spéculation -théorie mathématique du jeu-* » Editions Jacques Gabay, Gauthier-Villars, Paris, 1900
- 67) « La régulation financière en débat », Revue : Comprendre les marchés financiers, Cahier français, n° 361
- 68) AIRMIC, ALARM and IRM, “*A Risk Management Standard*”, British Standards Institution, 2002
- 69) D. Bergsdorf, D. Pliszka, *Manager your risk or risk your management* , Public Management, USA, 1999, Vol: 81, n° 11
- 70) Gilles JACOUD, *A quoi servent les MF ?*, Revue Cahier Français n° 361
- 71) J.D Cummins, *The Rise of Risk Management*, Economic Review , Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998, Vol. 83, n°1
- 72) Jacques RICHER, Gabriel WATREMEZ, *Gestion des risques « Maitriser l'information pour maitriser les risques »* Revue Banque, N° 722 MARS 2010

73) Kendall, M. G. « *The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices* » Journal of the Royal Statistical Society, 1953

74) Michel PRADA, *La revue nationale de l'autorité des marchés financiers*, Mars 2004, www.amf-france.org,

75) Moez JOUDI, *Bourse des valeurs et marché financier*, 2006, www.firmarkets.com

76) Nicolas BARVAROUX, *Un panorama des différents marchés des capitaux*, Revue Cahier Français n° 361, mars- avril 2011

77) Revue économique, « *les risques financiers* », vol 56 mars, 2005

78) Sandra RIGOT, « *Marchés efficients et intrinsèquement instable ?* », Revue : Cahier Français, n° 361, Mars-Avril 2011

- **Séminaires et articles:**

79) T.A Stewart, *Management risk in the 21st century*, Fortune, 2000, Vol: 144, n°03

- **Internet:**

80) www.aljazeera.com

81) www.boursier.com/indices

82) www.investopedia.com

83) www.investir.com

84) www.learncurrencytrading.com

85) www.marketwatch.com/investing/currencies/

86) www.ocde.org

87) www.reuters.com

88) www.wikipidia.com

89) www.yahoo.com

فهرس المحتويات

فهرس المحتوي

الصفحة	العنوان
	الأهداء
	شكر و تقدير
5-1	المقدمة العامة
الفصل الأول: المفاهيم و الأسس النظرية للمخاطر المالية	
	مقدمة الفصل الأول
	المبحث الأول: مفاهيم أساسية
07	المطلب الأول: تعريف الخطر
08	1. تعريف الخطر
12	2. مفاهيم أخرى
12	1.2. درجة المخاطرة
12	2.2. عدم التأكد
13	3.2. المجازفة
13	3. تحليل المخاطر
14	1.3. مخاطر الأعمال و المخاطر المالية
14	1.1.3. مخاطر الأعمال
15	2.1.3. المخاطر المالية
16	3.1.3. العلاقة بين الرفع المالي و الرفع التشغيلي
17	2.3. المخاطر الاستاتيكية و المخاطر الديناميكية
18	3.3. المخاطر البحتة و المخاطر المضاربية
20	المطلب الثاني: تعريف الخطر المالي
20	1. مفهوم الخطر المالي
21	2. نشأة الخطر المالي

21	المطلب الثالث: نشأة الخطر المالي و العوامل المميزة له
22	1.نشأة الخطر المالي
23	2.خصائص الخطر المالي و العوامل المميزة له
23	1.2. نوعية الحيازة في المؤسسة
24	2.2. تغيير الأسعار: La volatilité des prix
24	3.2. تأثير الزمن: L'effet du temps
	المبحث الثاني: أنواع المخاطر المالية و طرق قياسها
25	المطلب الأول: تصنيف المخاطر المالية و مصادرها
25	1. مصادر المخاطر المالية
25	1.1. المصادر المنتظمة للمخاطر
24	1.1.1. مخاطر سعر الفائدة
26	2.1.1. مخاطر القدرة الشرائية
26	3.1.1. مخاطر التضخم
27	4.1.1. مخاطر السوق
28	5.1.1. مخاطر الرفع المالي
29	6.1.1. مخاطر الرفع التشغيلي
29	2.1. المصادر غير المنتظمة للمخاطر
29	1.2.1. مخاطر الأعمال
30	2.2.1. مخاطر الإدارة
30	2. التصنيف التقليدي للمخاطر المالية
30	1.2. خطر الإمضاء (Le risque de la signature)
30	1.1.2. خطر العجز (Risque de défaut)
31	2.1.2. خطر الملكية (risque de contrepartie)
31	2.2. خطر السيولة
32	3.2. خطر معدل الفائدة

32	1.3.2. خطر الائتمان (Risque de crédit)
33	4.2. خطر سعر الصرف
33	المطلب الثاني: تصنيف المخاطر المالية و طرق قياسها
33	1. تصنيف المخاطر المالية
34	1.1. المخاطر المنتظمة
34	2.1. المخاطر غير المنتظمة
36	3.1. التمثيل البياني للمخاطر
35	2. طرق قياس المخاطر المالية
36	1.2. الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية
37	1.1.2. المدى
37	2.1.2. التوزيعات الاحتمالية
38	3.1.2. الانحراف المعياري في قياس الخطر المالي
39	4.1.2. التباين (معامل الاختلاف)
40	5.1.2. معامل بيتا
42	2.2. أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية
40	3.2. قياس المخاطر الكلية
41	4.2. أدوات أخرى لقياس المخاطر
43	1.4.2. مقياس Kolm
43	2.4.2. مقياس Markowitz (التوقع الانحراف المعياري)
44	3.4.2. المقياس الثاني Markowitz (semi-variance)
44	4.4.2. مقياس Fama
44	5.4.2. مقياس A.D. Roy
45	3. قياس المخاطر المالية
45	1.3. قياس المخاطر المالية المنتظمة
47	2.3. قياس المخاطر المالية غير المنتظمة
48	المطلب الثالث: أنواع المخاطر المالية

48	1. خطر السوق
49	1.1. خطر سعر الفائدة
54	2.1. خطر سعر الصرف
56	3.1. خطر المضاربة
57	2. خطر الحيازة
57	1.2. خطر الائتمان
59	2.2. الخطر السياسي
59	3.2. خطر البلد
60	3. خطر السيولة
61	1.3. خطر عدم السداد
62	2.3. خطر السيولة و خطر الفائدة
63	4. مخاطر أخرى
63	1.4. الخطر العملياتي
64	2.4. الخطر التقني
المبحث الثالث: أسباب الخطر المالي و الإطار النظري له	
المطلب الأول: أسباب الخطر المالي	
66	1. العولمة
67	1.1. تعريف العولمة المالية
68	2.1. خصائصها
67	3.1. تطور العولمة المالية
70	4.1. عوامل و أسباب العولمة المالية
71	5.1. اثار العولمة المالية و انعكاساتها
73	2. الأزمات المالية
73	1.2. ماهية الأزمات المالية
74	2.2. آلية حدوث الأزمات

76	3.2. أنواع الأزمات
77	1. انهيارات البورصة (Krach boursier)
78	2. الأزمات المصرفية
78	3. أزمات العملة وأسعار الصرف
79	4. فقاعات المضاربة
80	5. أزمة الديون
81	4.2. أسباب الأزمات المالية
82	5.2. أثارها و انعكاساتها الاقتصادية
82	3. المشتقات المالية
82	1.3. تعريف المشتقات المالية
84	2.3. تداول المشتقات المالية
86	3.3. أنواع المشتقات المالية التداولة في السوق المالي
93	المطلب الثاني: الإطار النظري للخطر المالي
93	1. الأسس النظرية للخطر المالي
94	2. النماذج المقترحة لتقييم الأوراق المالية في الأسواق المالية
95	1.2. نموذج السوق
95	2.2. مبدأ Harry MARKOWITZ
96	3.2. نموذج توازن الأصول المالية
98	4.2. نموذج تسعير المراجعة
	خاتمة الفصل الأول
	الفصل الثاني: العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية
	مقدمة الفصل الثاني
	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
102	المطلب الأول: تعريف السوق المالي

105	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية
106	المطلب الثالث: تطور الأسواق المالية و تنظيمها
106	1. تطور الأسواق المالية
109	1.1. تطوير حجم السوق
108	1.2. تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية
110	2. تنظيم السوق المالي
110	1.2. السلطة المالية
110	2.2. الوسطاء الماليون
111	3. أشكال أداء السوق المالي
111	1.3. التمويل المباشر
111	2.3. التمويل غير المباشر
113	4. وسائل و أدوات النظام المالي
113	1.4. تصنيف الأصول المالية
115	المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية و وظائفها
115	المطلب الأول: أنواع السوق المالي مكوناته
115	1. مكونات الأسواق المالية
115	1.1. أسواق حاضرة
116	1.2. أسواق آجلة
117	2. أنواع الأسواق المالية
120	1.2. الأسواق المالية الأولية (أسواق الإصدار)
121	2.2. الأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول)
123	3.2. العلاقة بين الأسواق المالية الأولية و الثانوية
124	المطلب الثاني: كفاءة الأسواق المالية و أهميتها الاقتصادية
124	1. كفاءة السوق المالي
127	2. أهمية السوق المالي

127	1.1.2. الأهمية المالية
129	2.2. الأهمية الاقتصادية
131	المطلب الثالث: المؤشرات في البورصة
131	1. مؤشرات سوق الأوراق المالية
	المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية
124	المطلب الأول: كيفية تأثير المخاطر المالية على الأسواق المالية
138	1. مؤشرات تطور السوق المالي
139	2. مؤشرات اندماج السوق و تسعير الأصول المالية
139	3. استقرار الأسواق المالية
126	1.1.2. المساهمة في تحقيق استقرار أسعار الصرف
141	2.2. إيجاد آلية مناسبة لتحديد أسعار الفائدة
141	3.2. زيادة درجة السيولة في الأسواق المالي
142	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سلوك الأسواق المالية
142	1. السياسة المالية
143	2. السياسة النقدية
143	3. سعر الصرف
145	4. التضخم
145	5. سعر الفائدة
147	6. حجم الإنتاج الوطني
150	المطلب الثاني: إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية
150	1. تعريف إدارة المخاطر
157	2. خطوات إدارة المخاطر
158	3. أقسام إدارة المخاطر
158	1.3. إدارة المخاطر التقليدية (المخاطر الملموسة)
159	2.3. إدارة المخاطر الحديثة (المخاطر غير الملموسة)
159	4. أدوات إدارة المخاطر المالية

159	4.1. إستراتيجية ترك الموقف مفتوح
159	2.4. إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة
159	3.4. إستراتيجية تغطية كل الخطر
160	5. أساليب التعامل مع المخاطر
160	1.5. تجنب المخاطرة
160	2.5. تقليل المخاطرة
160	3.5. نقل المخاطر
161	6. كيفية إدارة بعض أنواع المخاطر المالية
161	1.6. إدارة مخاطر الائتمان
162	1.1.6. قياس مخاطر الائتمان
163	2.1.6. تحليل مخاطر الائتمان
164	3.1.6. تقييم مخاطر الائتمان
165	2.6. إدارة مخاطر البلد
165	3.6. إدارة مخاطر السوق
166	4.6. إدارة مخاطر سعر الفائدة
166	5.6. إدارة مخاطر السيولة
167	6.6. إدارة مخاطر التشغيل
167	7.6. إدارة مخاطر الصرف
خاتمة الفصل الثاني	
الفصل الثالث: العلاقة بين تدويل الخطر المالي و سلوك الأسواق المالية	
مقدمة الفصل الثالث	
172	المبحث الأول: بعض الدراسات المتعلقة باستقلالية أو ارتباط الأسواق المالية بالأزمات المالية
172	المطلب الأول: مفاهيم أساسية لتدويل الخطر المالي
172	1. مفهوم تدويل الخطر المالي

173	2. أسباب تدويل الخطر المالي
174	3. دوافع التدويل و ألياته
175	4. حركة رأس المال العالمي و أثرها في الأسواق المالية
179	5. التدويل و الاستقرار المالي
180	المطلب الثاني: الدراسات النظرية لتقييم العلاقة بين المخاطر المالية و سلوك الأسواق المالية
180	1. أهم الدراسات المتعلقة بالتدويل و الأسواق المالية
184	2. العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق
188	المبحث الثاني: تأثير التدويل على الأسواق المالية و توجهات المؤشرات المالية في ضوء بعض الأزمات المالية
188	المطلب الأول: التأثير من خلال المؤشرات المالية
188	1. مؤشر CAC40
190	2. مؤشر Dow Jones
192	المطلب الثاني: تأثير تدويل الخطر المالي على الأسواق المالية من خلال السياسات الاقتصادية
192	1. التأثير على السياسة النقدية
192	2. التأثير على سياسة الميزانية
192	3. التأثير على سعر الصرف
	المطلب الثالث: تأثير تدويل الخطر المالي على الأسواق المالية من خلال الأزمات المالية
196	1. أهم الأزمات المالية المعاصرة
197	1.1. الأزمة الاقتصادية الكبرى
198	2.1. أزمة الدولار في 1971
198	3.1. أزمة الإثنين الأسود
199	4.1. أزمة سعر الصرف 1994
199	5.1. الأزمة المالية الآسيوية 1997
200	6.1. فقاعة الانترنت عام 2000
200	2. أزمة الرهون العقارية أوت 2007
202	1.2. مراحل الأزمة

203	2.2. أثر أزمة الرهون العقارية
203	3. أزمة اليونان و الديون السيادية الأوروبية 2010
204	1.3. مراحل الأزمة
205	2.3. أثر أزمة الديون السيادية على الأسواق المالية
206	3.3. وضعية البنوك في ظل أزمة الديون السيادية
	المبحث الثالث: دراسة تطبيقية حول سلوك المؤشرات المالية جراء الأزمة المالية
209	المطلب الأول: نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأصول المالية
210	1. نظرية السير العشوائي
211	2. الأدوات الاحصائية المستعملة في الدراسة
215	المطلب الثاني: اختبار نموذج السير العشوائي لحركة مؤشر <i>CAC 40</i> في بورصة باريس
216	1. تطور مؤشر <i>CAC 40</i> في سوق باريس خلال فترة الدراسة (2007-2012)
216	2. دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة مؤشر <i>CAC 40</i> بورصة باريس
217	3. اختبار استقرارية سلسلة مؤشر <i>CAC 40</i>
220	4. اختبار استقرارية سلسلة مؤشر <i>CAC 40</i> بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى
222	5. اختبار على Phillips et Perron سلسلة <i>CAC 40</i>
223	المطلب الثالث: اختبار نموذج السير العشوائي لحركة مؤشر <i>Dow Jones</i> في بورصة نيويورك
223	1. تطور مؤشر <i>Dow Jones</i> لبورصة نيويورك
223	2. دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة مؤشر <i>Dow Jones</i>
225	3. دراسة استقرارية السلسلة <i>Dow-jones</i>
227	4. اختبار استقرارية سلسلة <i>Dow-jones</i> بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى
229	5. اختبار على Phillips et Perron سلسلة <i>Dow-jones</i>
231	خاتمة الفصل الثالث

233	الخاتمة العامة
239	قائمة الجداول
241	قائمة الأشكال البيانية
244	الملاحق
257	قائمة المراجع
267	فهرس المحتوي

الملخص

نظرا للانفتاح الكبير الذي شهده الاقتصاد العالمي خلال السنوات الأخيرة، نتيجة للتحرير المالي في إطار العولمة المالية و تأثيراتها على مكونات الأنظمة المالية في دول العالم، و إزالة القيود التي تحول دون تدفق رؤوس الأموال.

هذا ما أثر على الأسواق المالية التي تلعب دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، من خلال تعبئة المدخرات المحلية و تحويلها، والمساهمة في تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة، و كونها أيضا أداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

و قد زادت ظاهرة تدويل المخاطر المالية من درجة التشابك و الترابط بين مختلف الاقتصاديات، ما أدى إلى انتشار تأثير الأزمات المالية و الاقتصادية على مستوى الدول. و انتقال اثارها و انعكاساتها إلى بلدان أخرى بفعل التبادل التجاري والمالي، بسبب عدم التوافق بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد العيني.

الكلمات المفتاحية:

التحرير المالي؛ العولمة المالية؛ الأنظمة المالية؛ الأسواق المالية؛ التنمية الاقتصادية؛ تدويل المخاطر المالية؛ الأزمات المالية؛ التبادل التجاري و المالي؛ الاقتصاد المالي؛ الاقتصاد العيني.