



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

الاستثمار في الأصول المالية وأثره على ربحية المصارف
((دراسة تجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة))

(Investment in financial assets and its impact on banks profitability)

((An empirical study of traditional banks working in UAE))

رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالب:

محمد حسان جبر

إشراف الدكتور:

مطيع أسعد الشلبي

الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين

٢٠٢١ ميلادية



إقرار

أنا الطالب محمد حسان جبر ماجستير قسم المصارف والتأمين أصرح بأن هذا البحث المقدم
لنيل درجة الماجستير بعنوان:

" الاستثمار في الأصول المالية وأثره على ربحية المصارف - دراسة تجريبية المصارف التقليدية
العاملة في الإمارات العربية المتحدة -"

من إنجازي ولم يسبق أن نُشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

دمشق ٢٠٢١/ ٣ / ١٥

محمد جبر

التوقيع



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

" وما أوتيتم من العلم إلا قليلاً "

(سورة الإسراء ، الآية ٨٥)

" يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم درجات "

والله بما تعلمون خبير "

(سورة المجادلة، الآية ١١)

شكر وتقدير

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بجزيل الشكر
والعرفان للأستاذ المساعد الدكتور مطيع أسعد الشلبي،
الذي وجهني وأثراني بمعرفته وأثار عقلي بعلمه ونمّرنني
بجهده ووقته

وأيضاً إلى أعضاء لجنة الحكم

الأستاذ الدكتور علي كنعان

و الأستاذ المساعد الدكتور نوار هاشم

الذين كان لهم فضلٌ كبيرٌ بتوجيهاتهم وملاحظاتهم من أجل
إتمام هذه الدراسة

كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى عمادة كلية

الاقتصاد وكافة أعضاء الهيئة التدريسية فيها

إهداء

إلى رجل المواقف الشامخة والكرم ... إلى من أثار لي
دروب النجاح وكان سندي ومعلمي ... إلى والدي الحبيب
حفظه الله ورعاه...

إلى من علمتني معنى الحياة ... إلى من قال فيها رسول الله
" الجنة تحت أقدامها " إلى والدتي الغالية أطال الله في
عمرها وأمدّها بالصحة والعافية...

إلى عطرنا الفواح في المنزل ... سراج حياتي ... إلى أختي

إلى أساتذتي وأصدقائي وكل من قدم لي يد العون
لإكمال هذه الدراسة

إليهم جميعاً أهدي هذا العمل المتواضع



فهرس المحتويات

رقم الصفحة	الفصل الأول: الإطار العام للبحث
٢	١- المقدمة
٢	٢- مشكلة البحث
٣	٣- أهمية البحث
٣	٤- أهداف البحث
٤	٥- متغيرات البحث
٥	٦- فرضيات البحث
٦	٧- منهجية البحث
٦	٨- محددات البحث
٦	٩- حدود البحث
٧	١٠- مجتمع و عينة البحث
٨	١١- الدراسات السابقة
٢٠	١٢- ما يميز البحث عن الدراسات السابقة
٢١	الفصل الثاني: الاستثمار المصرفي
٢٥	المبحث الأول: تعريف الاستثمار المصرفي وسياسة الاستثمار في المصارف
٣٢	المبحث الثاني: أنواع الاستثمار المصرفي
٤٢	المبحث الثالث: الاستثمار في الأصول المالية
٤٣	١. الاستثمار المصرفي في أدوات سوق النقد
٥٤	٢. الاستثمار المصرفي في سوق الأسهم
٦٢	٣. الاستثمار المصرفي في السندات
٦٦	٤. الاستثمار المصرفي في المشتقات المالية

٧٨	٥. الأوراق المالية ذات الجاذبية للمصارف
٧٩	٦. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
٨٣	الفصل الثالث: إدارة المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية وأثرها على الربحية المصرفية
٨٦	المبحث الأول: الربحية في المصارف التقليدية
٩٢	المبحث الثاني: المدخل النظري لمفهوم المحفظة الاستثمارية
١٠٤	المبحث الثالث: إدارة المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية
١١٧	الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية
١٢٠	المبحث الأول: تقييم تجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة
١٢٨	المبحث الثاني: مقارنة تجربة المصارف التقليدية السورية بالاستثمار بالأصول المالية مع تجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة
١٣٧	الدراسة الإحصائية
١٧٦	النتائج
١٧٨	المقترحات
i	قائمة المراجع
ix	الملاحق

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
٧٣	أسعار الإغلاق لقيمة طن القمح بشكل يومي	١
٧٣	مثال توضيحي لكيفية حساب قيمة العقود المستقبلية	٢
١٢٢	عدد فروع المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة	٣
١٢٣	حجم الأصول في المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة	٤
١٣٠	حجم الأصول للمصارف التقليدية العاملة في سورية لعام ٢٠١٩	٥
١٣٩	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف الإمارات دبي الوطني عند المستوى	٦
١٤٠	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف الإمارات دبي الوطني عند الفرق الأول	٧
١٤٤	اختبار منهج الحدود Bounds Test	٨
١٤٥	مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form	٩
١٤٦	نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression	١٠
١٤٩	اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	١١
١٥٠	اختبار ثبات تباين البواقي ARCH	١٢
١٥٠	اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test	١٣
١٥١	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي الأول عند المستوى	١٤

١٥٢	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي الأول عند الفرق الأول	١٥
١٥٣	اختبار منهج الحدود Bounds Test	١٦
١٥٤	مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form	١٧
١٥٥	نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression	١٨
١٥٨	اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	١٩
١٥٩	اختبار ثبات تباين البواقي ARCH	٢٠
١٥٩	اختبار مدى ملاءمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test	٢١
١٦٠	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي التجاري عند المستوى	٢٢
١٦١	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي التجاري عند الفرق الأول	٢٣
١٦٢	اختبار منهج الحدود Bounds Test	٢٤
١٦٣	مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form	٦٢
١٦٤	نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression	٢٦
١٦٦	اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	٢٧
١٦٧	اختبار ثبات تباين البواقي ARCH	٢٨
١٦٧	اختبار مدى ملاءمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test	٢٩
١٦٨	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف الشرق عند المستوى	٣٠
١٦٩	اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف الشرق عند الفرق الأول	٣١

١٧٠	اختبار منهج الحدود Bounds Test	٣٢
١٧١	مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form	٣٣
١٧٢	نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression	٣٤
١٧٤	اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	٣٥
١٧٥	اختبار ثبات تباين البواقي ARCH	٣٦
١٧٥	اختبار مدى ملاءمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test	٣٧

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
١	جزء من الميزانية العمومية لمصرف الإمارات دبي الوطني لعام 2015	٣٤
٢	أكبر المصارف العالمية من حيث حجم التداول بالعملات الأجنبية لعام ٢٠١٦	٣٨
٣	منحنى الحد الكفاء	١٠١
٤	منحنيات السواء للمستثمر	١٠٢
٥	المحفظة المثلى ومنحنى الحد الكفاء	١٠٣
٦	تطور حجم أصول بنك أبو ظبي الأول خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠	١٢٤
٧	تطور حجم أصول بنك أبو ظبي التجاري خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠	١٢٥
٨	تطور حجم أصول بنك الإمارات دبي الوطني خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠	١٢٦
٩	تطور حجم أصول بنك المشرق خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠	١٢٧
١٠	حجم الأصول إلى إجمالي الاستثمارات في عينة المصارف السورية	١٣١
١١	حجم الأصول إلى إجمالي الاستثمارات في عينة المصارف الإماراتية	١٣١
١٢	هيكل محافظ الاستثمار في عينة المصارف التقليدية الإماراتية	١٣٢
١٣	هيكل محافظ الاستثمار في عينة المصارف التقليدية السورية	١٣٣
١٤	عوائد المحفظة الاستثمارية منسوبة إلى حجم محفظة الاستثمار في المصارف الإماراتية	١٣٤

١٣٥	عوائد المحفظة الاستثمارية منسوبة إلى حجم محفظة الاستثمار في المصارف السورية	١٥
١٤٩	Normality Distribution Test اختبار التوزيع الطبيعي	١٦
١٥٨	Normality Distribution Test اختبار التوزيع الطبيعي	17
١٦٦	Normality Distribution Test اختبار التوزيع الطبيعي	١٨
١٧٤	Normality Distribution Test اختبار التوزيع الطبيعي	١٩

المخلص

لقد حاولت هذه الدراسة قياس أثر استثمار المصارف لجزء من أموالها في الأصول المالية على ربحيتها إحصائياً، وذلك من خلال دراسة أثر كل من (حجم الاستثمار في الأسهم وحجم الاستثمار في السندات وحجم الاستثمار في المشتقات المالية وحجم الاستثمارات الكلية وعوائد المحفظة الاستثمارية كمتغيرات مستقلة) على ربحية البنوك التقليدية مقاسة بمعدل العائد على إجمالي الأصول ROA كمتغير تابع.

اعتمد البحث على دراسة تجربة عينة من المصارف التقليدية العاملة في الإمارات وعددها أربعة مصارف تقليدية هي الأكبر من ناحية حجم الأصول والأكثر انتشاراً في الإمارات العربية المتحدة من ناحية عدد الفروع خلال فترة زمنية امتدت لعشرة سنوات من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٩ وذلك على أساس ربع سنوي.

واعتمدت الدراسة في جانبها العملي نموذج تحليل السلاسل الزمنية مستخدمة أسلوبين احصائيين هما نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطنة (ARDL)، ونماذج تصحيح الخطأ (ECM).

وقد خلصت الدراسة في النهاية إلى مجموعة من النتائج أنه في الأجل الطويل يوجد أثر سلبي لحجم الاستثمار في السندات وأثر إيجابي لحجم الاستثمارات الكلية على معدل العائد على الأصول لكل من بنكي الإمارات دبي الوطني وأبو ظبي الأول، كما وجدت أن هناك أثر إيجابي لعوائد المحفظة الاستثمارية على معدل العائد على الأصول لكل من بنكي أبو ظبي التجاري والمشرق.

كلمات مفتاحية: الاستثمار المصرفي، الأصول المالية، البنوك التقليدية، الربحية المصرفية.

Abstract

The research tried to measure the impact of banks' investments in financial assets on their profitability by studying the impact of the volume of investing in stocks , bonds, derivatives , total assets and the investment portfolio returns as independent variables on the profitability of traditional banks computed by the return on assets ratio (ROA) as dependent variable.

The research Depended on sample of biggest four traditional banks by the size of assets and branches number working in UAE. However, the time range of the research extend to cover 10 years from 2010 to 2019 on quarterly basis.

Statistical side rely on time series analysis by using different statistical models such as autoregressive distributed lag model (ARDL)and error correction model (ECM).

In the end, the study reached to some important conclusions like that in the long form there is a negative impact of the investments in bonds on ROA and a positive impact of total investments on ROA for both Emirates –Dubai National Bank and First Abu Dhabi Bank, There is also a positive impact of portfolio returns on ROA for both AL-SHARQ bank and Abu Dhabi commercial bank.

Keywords: Bank investments, financial assets, traditional banks, Banks profitability.



الفصل الأول:

الإطار العام للدراسة

١ - المقدمة:

يعد كل من القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية الركنان الأساسيان للنظام المالي في أي دولة، فكما يعتبر القطاع المصرفي أهم قنوات الادخار في الاقتصاد فإن السوق المالية تعتبر أهم قناة من قنوات الاستثمار من خلال ما تؤمنه من كفاءة تخصيصية للأموال المستثمرة.

وعلى الرغم من أن التسهيلات الائتمانية مازالت تستحوذ على الجزء الأكبر من توظيفات أموال المصارف، إلا أنه تزايد في السنوات الأخيرة اهتمام المصارف بتنويع استخدامات الأموال بين القروض وتوظيف جزء من أموالها في استثمارات أخرى مختلفة منها العقارات والمعادن الثمينة وسوق العملات وسوق الأدوات النقدية بالإضافة للاستثمار في الأصول المالية في أسواق رأس المال.

وغالباً ما تلجأ المصارف للاستثمار في الأصول المالية لهدفين أساسيين:

- ❖ إدارة السيولة الفائضة وذلك من خلال الاستثمار في أصول مالية قصيرة الأجل أو الاستثمار في أصول مالية طويلة الأجل وبيعها عند الحاجة لمواجهة الالتزامات المالية
- ❖ هدف تعظيم الربحية من خلال الاستثمار في الأصول المالية بما يحقق عوائد إضافية للمصارف.

وبالمقابل فإننا نجد أن وظيفة الاستثمار المصرفي في الأصول المالية ترتبط بمجموعة من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المصرف لذلك يجب أن تخضع سياسات الاستثمار في المصرف لمجموعة من القيود من أجل ضبط عمليات الاستثمار في الأصول المالية.

ويحاول هذا البحث أن يضيء على مفهوم الاستثمار المصرفي وتعداد أنواعه وكيفية إعداد سياسة الاستثمار في المصارف، كما نجده متعمقاً في دراسة الأصول المالية التي تستثمر بها المصارف والاستراتيجيات المتبعة في تكوين محافظ الاستثمار في المصارف وكيفية إدارتها.

٢ - مشكلة البحث:

لقد طرأت تغيرات كبيرة على عمل المصارف التقليدية في السنوات الأخيرة، فإضافة إلى نشاطها الأساسي من منح القروض واستقبال الودائع فقد ظهرت وظائف أخرى منها تكوين المحافظ الاستثمارية الخاصة بالمصرف وتقديم خدمة إدارة المحافظ الاستثمارية للعملاء بالإضافة إلى تقديم خدمات الوساطة في الأوراق المالية.

وفي إطار استراتيجية المصارف للموازنة بين العائد والمخاطرة، تسعى المصارف الى استثمار جزء من أموالها في استثمارات مختلفة سواء كانت استثمارات حقيقية أو استثمارات مالية.

وهنا تبقى الأسئلة البارزة التي يحاول البحث الإجابة عنها هي:

- هل يحقق الاستثمار في الأصول المالية من قبل المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة العائد المطلوب خلال الفترة بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٩؟

- هل تقوم المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة بإدارة فائض السيولة بالشكل المناسب خلال الفترة بين عامي ٢٠١٠ - ٢٠١٩؟

٣- أهمية البحث:

وتتبع أهمية هذا البحث من النقاط التالية:

- أ- يوفر هذا البحث الإمكانية للسلطات النقدية للاستفادة من نتائجه من أجل وضع التعليمات والإجراءات التي تهدف الى تنظيم وضبط عمليات الاستثمار التي تقوم بها المصارف وذلك بهدف حمايتها من مخاطر الاستثمار ولكيلا يؤثر الإفراط في عمليات الاستثمار على النشاط الأساسي للمصارف في منح القروض اللازمة لعملية التنمية.
- ب- يمكن للقائمين على إدارات المصارف العاملة الاستفادة من نتائج البحث لفهم الفوائد المحققة من الاستثمار في الأصول المالية.
- ت- يستعرض البحث مجموعة القيود والضوابط الواجب مراعاتها عند وضع السياسة الاستثمارية لضبط عمليات الاستثمار في الأصول المالية.
- ث- الاستفادة من تجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة في عمليات الاستثمار المصرفي وإمكانية تطبيقها في المصارف العاملة في سورية.

٤- أهداف البحث:

تتلخص أهداف البحث في النقاط التالية:

- أ- إيضاح ماهية الاستثمار المصرفي وأنواعه وخصائصه
- ب- إبراز أنواع الأصول المالية التي يمكن للمصارف التقليدية الاستثمار بها.
- ت- إبراز أهمية الاستثمار في الأصول المالية وتحديد أثر هذا الاستثمار على الربحية المصرفية وذلك من خلال نموذج مناسب مختبر احصائياً.

- ث- تحديد مجموعة العوامل المؤثرة على الربحية المصرفية في المصارف التقليدية
- ج- استعراض الأساليب النظرية في تكوين المحافظ الاستثمارية لدى المصارف التقليدية
- ح- استعراض استراتيجيات الاستثمار في الأصول المالية المختلفة سواء الأسهم أو السندات أو المشتقات المالية.
- خ- تقديم النتائج والمقترحات والتي يمكن أن تستفيد منها المصارف التقليدية العاملة في سورية.
- هـ- متغيرات البحث:

المتغير التابع:

❖ الربحية المصرفية:

حيث تم الاعتماد على معدل العائد على إجمالي الأصول (ROA) لقياس الربحية المصرفية باعتباره أحد أكثر النسب المالية شيوعاً لقياس الربحية المصرفية ويعطى بالعلاقة:

$$ROA = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

المتغيرات المستقلة:

❖ نسبة إجمالي حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول Stocks/Assets وهي تعطى بالعلاقة:

$$\frac{\text{حجم الاستثمار بالأسهم}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

❖ نسبة إجمالي حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول Bonds/Assets و هي تعطى بالعلاقة:

$$\frac{\text{حجم الاستثمار بالسندات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

❖ نسبة إجمالي حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى إجمالي الأصول Derivatives/Assets و هي تعطى بالعلاقة:

$$\frac{\text{حجم الاستثمار في المشتقات المالية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

❖ نسبة حجم الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول Invest/Assets.

حجم الاستثمار في إجمالي الأصول المالية
إجمالي الأصول

❖ نسبة عائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة الاستثمارية

ويشمل عائد المحفظة الاستثمارية (فوائد على أدوات الدين وتوزيعات الأرباح على الأسهم والأرباح الناتجة عن المتاجرة بالأوراق المالية وأيضاً العوائد المتحصلة من المشتقات المالية). بينما تتكون المحفظة الاستثمارية من الحجم الإجمالي الأصول المالية التي يستثمر بها المصرف (المشتقات المالية والأسهم والسندات) وتعطى هذه النسبة بالعلاقة:

عائد المحفظة الاستثمارية
إجمالي المحفظة الاستثمارية

٦- فرضيات البحث:

يقوم البحث على فرضية أساسية واحدة:

H0: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاستثمار المصارف التقليدية في الأصول المالية على الربحية المصرفية.

وتتفرع عنها الفرضيات التالية:

- ❖ الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم استثمار المصارف التقليدية في الأسهم على الربحية المصرفية.
- ❖ الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم استثمار المصارف التقليدية في السندات على الربحية المصرفية.
- ❖ الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم استثمار المصارف التقليدية في المشتقات المالية على الربحية المصرفية.
- ❖ الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم استثمار المصارف التقليدية في الأصول المالية على الربحية المصرفية.
- ❖ الفرضية الفرعية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعوائد المحفظة الاستثمارية للمصارف التقليدية على الربحية المصرفية.

٧- منهجية البحث:

إن المنهج الأكثر ملائمة لأغراض البحث وفقاً للأهداف والفرضيات هو المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال اتباع الأسلوبين التاليين:

الأسلوب الأول: ويتمثل بالمنهج الوصفي وذلك من خلال الاعتماد على الأبحاث والدراسات السابقة والكتب والنشرات والمقالات والدوريات التي تناولت موضوع الاستثمار المصرفي والاستثمار بالأصول المالية بشكل مباشر وغير مباشر وذلك من أجل تغطية الجانب النظري.

الأسلوب الثاني: ويتمثل بالجانب التحليلي للبحث من خلال تحليل البيانات التي تم جمعها من خلال التقارير والقوائم المالية المنشورة لعينة البحث من المصارف الإماراتية وعددها (٤) مصارف تقليدية وهي (بنك أبو ظبي الأول، بنك أبو ظبي التجاري، بنك الامارات دبي الوطني، بنك المشرق) وذلك خلال الفترة بين عامي ٢٠١٠ - ٢٠١٩. على أساس ربع سنوي، مما يعني ٤٠ مشاهدة لكل مصرف.

على أن يتم تحليل هذه البيانات على باستخدام برنامج (E-views 10) وذلك بهدف تحديد أثر الاستثمار في الأصول المالية على ربحية هذه المصارف.

٨- محددات البحث:

لعل أهم المعوقات التي واجهت البحث:

- ❖ قلة الأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الاستثمار في الأصول المالية من قبل المصارف وبالتالي عدم وجود مراجع كافية عن الموضوع وخاصة أن موضوع الاستثمار المصرفي من المواضيع الحديثة.
- ❖ صعوبة الحصول على بيانات مالية تاريخية للمصارف مما حد من عدد المصارف التي تم الاعتماد عليها كعينة في الدراسة التطبيقية.

٩- حدود البحث:

- ❖ **الحدود المكانية:** اعتمد الباحث في دراسته على عينة من المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة وعددها ٤ مصارف وهي (بنك أبو ظبي التجاري، بنك أبو ظبي الأول، بنك الامارات دبي الوطني، بنك المشرق).
- ❖ **الحدود الزمانية:** لقد شمل البحث فترة زمنية وقدرها ١٠ سنوات من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٩ على أساس ربع سنوي.

١٠ - مجتمع وعينة البحث:

❖ **مجتمع البحث:** يتكون مجتمع البحث من المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة من ثلاثة عشر مصرفاً تقليدياً، وتم اختيار المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة باعتبار القطاع المصرفي الإماراتي هو قطاع متطور على مستوى المنطقة من ناحية الخدمات وشمولية العمليات المالية و المصرفية التي يقدمها بها سواء من خلال تشكيلة القروض الممنوحة أو من خلال الاستثمارات المتنوعة التي يقوم بها سواء الاستثمار في الأوراق مالية أو العقارات أو في المشتقات المالية سواء داخل الإمارات العربية المتحدة أو خارجها. بالإضافة إلا أن الإمارات تمتلك سوقين ماليين متطورين (سوق دبي للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية) مما فتح مجالات واسعة أمام المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة لاستثمار جزء من أموالها في هذه الأسواق إضافة إلى سماح التشريعات المصرفية للمصارف الإماراتية باستثمار أموالها في الأسواق الخارجية.

❖ عينة البحث:

تم اختيار أربعة مصارف تقليدية عاملة في الإمارات العربية المتحدة معينة لدراسة تجربة القطاع المصرفي الإماراتي في الاستثمار في الأصول المالية و هي (مصرف أبو ظبي الأول ، مصرف الإمارات دبي الوطني، مصرف أبوظبي التجاري و مصرف المشرق) و ذلك باعتبارها تشكل أكبر أربعة مصارف من ناحية القيمة السوقية للأصول المالية و تمثل حوالي ٨٦% من إجمالي الأصول المالية للقطاع المصرفي التقليدي الإماراتي بالإضافة إلى أنها من أكبر خمسة مصارف انتشاراً في الإمارات العربية المتحدة من ناحية عدد الفروع.^١ وبالتالي نعتقد بأن هذه العينة قادرة على تمثيل قطاع المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة.

^١ انظر الجدولين (١،٢) .

١١ - الدراسات السابقة:

الدراسات العربية				
الرقم	عنوان الدراسة	نوع الدراسة	التاريخ	المكان
١	العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية العاملة في فلسطين (١٩٩٧-٢٠٠٤)	رسالة ماجستير	٢٠٠٦	فلسطين
٢	إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك Bnp parispas	رسالة ماجستير	٢٠٠٧	الجزائر
٣	تسيير محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية (دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري)	رسالة ماجستير	٢٠٠٧	الجزائر
٤	دور الأوراق المالية الحكومية في امتصاص السيولة الفائضة لدى المصارف التجارية	رسالة ماجستير	٢٠١٤	سورية
٥	العوامل المؤثرة على ربحية المصارف الخاصة في سورية-دراسة تطبيقية	ورقة بحثية	٢٠١٦	سورية
٦	دراسة قياسية للعوامل المؤثرة للعوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية-حالة بنك سوسيتي جنرال الجزائر للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	رسالة ماجستير	٢٠١٦	الجزائر
٧	دور المصارف التجارية الخاصة في تفعيل نشاط سوق العراق للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٣)	رسالة ماجستير	٢٠١٦	العراق
٨	أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية المصارف التجارية	رسالة ماجستير	٢٠١٦	الأردن

الدراسات الأجنبية				
الرقم	عنوان الدراسة	نوع الدراسة	تاريخ الدراسة	المكان
١	Do equity investments affect banks' profitability? Evidence from OECD countries	ورقة بحثية	٢٠٠٤	Spain
٢	Marketable securities storage or investment?	ورقة بحثية	٢٠١٣	National University of Singapore
٣	Commercial banks' investment in capital markets and its impact on private sector credit	ورقة بحثية	٢٠١٤	Bangladesh
٤	Securities trading by banks: micro evidence from the crisis	ورقة بحثية	٢٠١٤	Germany
٥	Are banks and stock markets positively related? Empirical evidence from South Africa	ورقة بحثية	٢٠١٦	South Africa
٦	The impact of investment diversification of financial performance of commercial banks in Ethiopia	ورقة بحثية	٢٠١٨	Ethiopia

أولاً: الدراسات العربية:

١. دراسة (أبو زعيتر، ٢٠٠٦): العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية العاملة في فلسطين (١٩٩٧-٢٠٠٤)^١

هدف الباحث في هذه الدراسة إلى تحديد أثر العوامل الداخلية المؤثرة على الربحية المصرفية لعينة من المصارف التجارية العاملة في فلسطين خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠٤)، وقد حدد الباحث في دراسته مجموعة من المتغيرات المستقلة مثل (نسبة السيولة النقدية، نسبة الأصول الثابتة الى حقوق المساهمين، نسبة المديونية، صافي الفوائد، اجمالي الموجودات، حقوق الملكية) التي اعتبر أنها تؤثر على سلوك الربحية المصرفية (كمتغير تابع). واستعان الباحث في دراسته بالمنهج الوصفي التحليلي، وأما عينة البحث التي اعتمد عليها الباحث في دراسته فكانت سبعة مصارف تجارية فلسطينية مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد توصل الباحث الى ما يلي:

- أ- هناك علاقة عكسية بين نسبة المخصص الخاص الى اجمالي التسهيلات وبين الربحية المصرفية بمقياسيها (معدل العائد على الأصول ROA) و (معدل العائد على حقوق الملكية ROE).
- ب- وجود علاقة طردية بين كل من صافي الفوائد وحقوق الملكية وعدد الموظفين وعدد الفروع من جهة وبين الربحية المصرفية مقاسة بمقياسيها (معدل العائد على الأصول ROA) و (معدل العائد على حقوق الملكية ROE).
- ت- وجود علاقة عكسية بين نسبة السيولة النقدية وبين الربحية المصرفية مقاسة بمعدل العائد على الأصول ROA.
- ث- وجود على طردية بين عمر المصرف وبين الربحية المصرفية مقاسة بمعدل العائد على الأصول ROA.

^١ أبو زعيتر، باسل جبر حسن. (٢٠٠٦). العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية العاملة في فلسطين (١٩٩٧-٢٠٠٤)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية في غزة، فلسطين.

ج- وجود علاقة طردية بين كل من نسبة الأصول الثابتة ونسبة المديونية وإجمالي الأصول وبين الربحية المصرفية مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية ROE.

٢. دراسة (بوزيد، ٢٠٠٧): إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك Bnp Paripar

هدفت الباحثة في دراستها إلى إبراز الدور التي تلعبه المصارف التجارية في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية، واعتمدت الباحثة في دراستها التطبيقية على أسلوب دراسة الحالة من خلال دراسة حالة بنك (Bnp-paripar) الفرنسي في إدارة المحافظ الاستثمارية سواء لحسابه أو لحساب العملاء وقد توصلت الباحثة في نهاية بحثها إلى النتائج التالية:

أ- إن الاستثمار في الأوراق المالية يعتبر المصدر الثاني لاستخدامات الأموال في المصارف التجارية وذلك بعد القروض كما يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية خط الدفاع الأول لمواجهة مخاطر السيولة.

ب- إن الخطر المتعلق بمحفظة الاستثمارات لدى المصارف التجارية هو خطر كلي وينقسم هذا الخطر الكلي إلى خطر منتظم لا يمكن التخلص منه عبر التنويع وخطر غير منتظم يمكن التخلص منه عن طريق التنويع.

ت- النماذج التي اعتمدها بنك (Bnp-paripar) في إدارة محفظته الاستثمارية اعتمدت على العلاقة بين عائد المحفظة ومخاطرتها.

ث- تسعى المصارف من خلال إدارة محفظتها الاستثمارية إلى تخفيض المخاطر المرتبطة بها بينما تسعى من خلال إدارة محافظ عملائها إلى زيادة الربحية من خلال حصولها على العموالات.

٣. دراسة (محصول، ٢٠٠٧) : تسيير محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية (دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري)^١

لقد حاول الباحث من خلال هذا البحث توضيح طرق تكوين المحافظ الاستثمارية في المصارف وأساليب تنويعها.

^١ بوزيد، سارة. (٢٠٠٧). إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى المصارف التجارية – دراسة حالة بنك (Bnp-

paripar)، رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر

^٢ محصول، نعمان. (٢٠٠٧). تسيير محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية ((دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري))، رسالة ماجستير، جامعة جيجل، الجزائر.

اتبع الباحث في الجانب العملي من بحثه أسلوب دراسة الحالة من خلال دراسة تجربة البنك الخارجي الجزائري في بناء محفظته الاستثمارية وقياس أدائها وقد توصل الباحث لمجموعة من النتائج:

- أ- تتكون محفظة الأوراق المالية للبنك الخارجي الجزائري من ثلاث أصول مالية مختلفة هي (السندات الحكومية بنسبة ٨٠% وسندات الشركات بنسبة ١٩% والأسهم بحوالي ١%)
- ب- يتبع البنك الخارجي الجزائري سياسة متحفظة تجاه المخاطر وهذا ما يتضح من خلال الوزن النسبي للسندات ضمن المحفظة الاستثمارية حيث تشكل السندات الحكومية والشركات حوالي ٩٩% من إجمالي المحفظة الاستثمارية.
- ت- يتم تنويع المحفظة الاستثمارية على أساس تاريخ الاستحقاق
- ث- انخفاض العوائد المحققة من المحفظة الاستثمارية وذلك لاعتمادها بشكل كبير على الاستثمار بأوراق مالية منخفضة المخاطر.

٤. دراسة (مرهج، ٢٠١٤) : دور الأوراق المالية الحكومية في امتصاص السيولة الفائضة لدى المصارف التجارية^١

هدف الباحث في دراسته هذه إلى إيضاح قدرة الجهاز المصرفي في سورية على توظيف جزء من فائض السيولة لديه في شراء الأوراق المالية الحكومية (سندات وأذون خزينة) كأسلوب من أساليب إدارة السيولة في المصارف. وكانت عينة البحث هي عبارة عن جميع المصارف التجارية العاملة في سورية.

اعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي التحليلي، أما في الجانب التطبيقي فقد اعتمد على البيانات المجمعة حول مستوى عجز الموازنة وحجم الإصدار من الأوراق المالية الحكومية وفائض السيولة في المصارف وحجم الناتج المحلي، ثم قام الباحث بدراسة أثر حجم الإصدار على عجز الموازنة وعلى فوائض السيولة.

وخلص الباحث الى النتائج التالية:

- أ- إن حجم الودائع في المصارف السورية كبير ولكن التوظيف في الإقراض ما يزال ضعيفاً وإن معظم عمليات الإقراض موجهة للقروض الاستهلاكية القصيرة الأجل.
- ب- غياب القنوات الاستثمارية الملائمة أدى الى تراكم الودائع دون توظيف مما أدى الى انخفاض الربحية.

^١ مرهج، غانم. (٢٠١٤). دور الأوراق المالية الحكومية في امتصاص السيولة الفائضة لدى المصارف لدى المصارف التجارية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا.

- ت- خلو الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية من المخاطر.
- ث- إن المصرف المركزي غير قادر حالياً على استخدام الأوراق المالية الحكومية كأداة من أدوات السيولة النقدية وذلك لعدم استمراريته في إصدارها.

٥. دراسة (الحسين، ٢٠١٦): العوامل المؤثرة على ربحية المصارف الخاصة في سورية - دراسة تطبيقية^١ -

هدفت هذه الدراسة الى تحديد مجموعة العوامل الداخلية المؤثرة على ربحية المصارف الخاصة التقليدية العاملة في سورية بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥) واعتمد الباحث في دراسته على منهج الاستدلال الاستقرائي من خلال قياس أثر مجموعة من العوامل الداخلية (متغيرات مستقلة) التي تؤثر على الربحية المصرفية (متغير تابع)، وأما عينة البحث التي اعتمد عليها الباحث في دراسته فكانت جميع المصارف التقليدية السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لعام ٢٠١٥ والتي تم تأسيسها قبل عام ٢٠٠٨.

وتوصل الباحث للنتائج التالية:

- أ- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية المصارف مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية وبين حجم المصرف ونسبة المديونية
- ب- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية المصرف مقاسة بمعدل العائد على الأصول وبين حجم المصرف ونسبة المديونية ونسبة مخصص التسهيلات الى اجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة.
- ت- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية المصارف مقاسة بمعدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على حقوق الملكية وبين كل من السيولة النقدية وحجم حقوق الملكية وصافي الفوائد.

^١ الحسين، بسام. (٢٠١٦). العوامل المؤثرة على ربحية المصارف الخاصة في سورية - دراسة تطبيقية، ورقة بحثية، مجلة جامعة البعث، المجلد ٣٨، العدد ٣٣، ص ٧٧-١٠٤.

٦. دراسة (رقاقدة، ٢٠١٦) : دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية- حالة بنك سوسيتي جنرال الجزائر للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٤)^١

هدفت الباحثة في هذه الدراسة في دراستها الى قياس أثر مجموعة من العوامل الداخلية (كمتغيرات مستقلة) على سلوك الربحية المصرفية لبنك سوسيتي جنرال الجزائر (كمتغير تابع).

اعتمدت الباحثة في دراستها المنهج الوصفي في الجانب النظري أما من الناحية العملية اعتمدت الباحثة على أسلوب دراسة الحالة من خلال تحليل البيانات المالية لبنك سوسيتي جنرال الجزائر ولقياس أثر المتغيرات المستقلة على الربحية المصرفية وخلصت الى النتائج التالية:

أ- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة النقدية وبين الربحية المصرفية مقاسة بمؤشري هما (معدل العائد على الأصول ROA) و (معدل العائد على حقوق الملكية ROE).

ب- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة هامش الربح ونسبة الرافعة المالية وبين الربحية المصرفية مقاسة بمؤشري هما (معدل العائد على الأصول ROA) و (معدل العائد على حقوق الملكية ROE).

٧. دراسة (الشيباوي و كنكون ، ٢٠١٦) : دور المصارف التجارية الخاصة في تفعيل نشاط سوق العراق للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٣)^٢

هدف الباحثان الى دراسة دور المصارف التجارية الخاصة العاملة في العراق في تنمية سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٣) اعتمد الباحثان في دراستهما على المنهج الاستقرائي و قد قاما بإيضاح أهمية الدور التي تلعبه المصارف التجارية في العراق من أجل تفعيل سوق العراق للأوراق المالية من ذلك من خلال توظيفها للفوائض النقدية المتوافرة لديها في هذا السوق أو من خلال تقديم الخدمات المصرفية التي تساعد في تنشيط التداول في السوق المالية، أما عينة البحث فكانت عبارة عن جميع المصارف التجارية العاملة في العراق و المدرجة في السوق المالية العراقية.

^١ رقاقدة، نبيلة. (٢٠١٦). دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية - حالة بنك سوسيتي جنرال الجزائر للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٤)، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.

^٢ الشيباوي، أمل وشاكر، كنكون. (٢٠١٦). دور المصارف التجارية الخاصة في تفعيل نشاط سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٣)، رسالة ماجستير، جامعة القادسية، العراق.

أهم الاستنتاجات التي خلص إليها البحث:

- أ- أن للمصارف التجارية علاقة وثيقة بالأسواق المالية باعتبار أن المصارف هي إحدى القطاعات الاقتصادية الأساسية المساهمة في سوق الأوراق المالية.
- ب- تقوم المصارف التجارية بدور هام في السوق المالية العراقية وذلك من خلال تشجيعها للاستثمار في هذه السوق والقيام بإنشاء صناديق استثمار مشترك
- ت- شكل قطاع المصارف إلى جانب القطاع الصناعي ما نسبته حوالي ثلثي القيمة السوقية للسوق المالية العراقية بالإضافة إلى استحواذ هذين القطاعين على ثلثي حجم التداول في السوق.

٨. دراسة (القاضي، ٢٠١٦): أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية المصارف التجارية^١

هدفت الباحثة في هذه الدراسة إلى بيان أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية المصارف التجارية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

اعتمدت الباحثة في دراستها على المنهج الوصفي التحليلي، حيث اعتمدت الباحثة في الجانب التطبيقي للبحث على دراسة أثر مؤشر (sharp) وهو مؤشر يقيس كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية (كمتغير مستقل) على معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية (كمتغير تابع)، وذلك باستخدام مجموعة من المتغيرات الضابطة (مخاطر المحفظة الاستثمارية، العائد الخالي من المخاطرة، وعائد المحفظة).

شملت الدراسة ١٣ مصرف تجاري وذلك خلال الفترة الممتدة من ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٤. وقد توصلت الباحثة إلى النتائج التالية:

- أ- لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد الخالي من المخاطرة وبين العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)
- ب- لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد المحفظة الاستثمارية وبين العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

^١ القاضي، لورين. (٢٠١٦). أثر كفاءة إدارة المحفظة على ربحية المصارف التجارية - دراسة اختبارية على المصارف التجارية الأردنية بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.

ت- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية مستوى المخاطرة في المحفظة الاستثمارية وبين العائد على

الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

ث- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العناصر المكونة لنموذج شارب مجتمعة وبين العائد

على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

٩. دراسة (Gonzalez, 2004) :

Do equity investments affect profitability. Evidence from OECD))

((countries))^١ بعنوان : ((هل يؤثر الاستثمار بالأسهم على الربحية؟ دراسة تجريبية دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية))

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر الاستثمار بالأسهم على ربحية المصارف مقاسة بهامش صافي الفائدة (NIM) في عينة من المصارف العاملة في الدول المشكلة لمنظمة دول التعاون والتنمية الاقتصادية وعددها (٢٤) دولة.

واعتمد الباحث في القسم الإحصائي من الدراسة على اختباري هاوسمان والمربعات الصغرى المعممة (GLS) وقد خلص البحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- أ- وجود أثر إيجابي للاستثمار في الأسهم على ربحية المصارف في العينة المدروسة
- ب- إن القيود المفروضة من قبل السلطات النقدية من احتياطي رأس مال ومخصصات اللازمة لمواجهة المخاطر الناتجة عن الاستثمار في الأسهم ليس لها أثر كبير على ربحية المصارف ممثلة بهامش صافي الفائدة (NIM).
- ت- إن قيام المصرف بالاستثمار في أسهم شركات معينة يسهل له منح قروض لهذه الشركات وهذا ما يؤثر إيجاباً على ربحيته مقاسة بهامش صافي الفائدة (NIM).

١٠. دراسة (Brown,2013) : **Marketable securities is storage or))**

((investment))^٢ بعنوان : ((الأوراق المالية القابلة للتداول هي استثمار أم ادخار))

¹ Gonzalez, Francisco. (2004). Do equity investments affect profitability. Evidence from OECD countries. Applied financial economics, Vol. 14, No. 3, P. 1111-1124.

² Brown, Craig O. (2013). Marketable securities is storage or investment, research paper, National university of Singapore, Singapore

هدف الباحث في هذه الدراسة لتحديد فيما إذا كان استثمار الشركات في الأصول القابلة للتداول (قصيرة الأجل) هو استثمار لمواجهة متطلبات السيولة فقط وذلك بدلاً عن الاحتفاظ بالنقد أو أن لهذا الاستثمار أهداف تتعلق بالربحية. وجدت الدراسة أن الشركات تلجأ للاستثمار في الأصول القابلة للتداول وفقاً لعدة معايير منها إذا كانت الأرباح الناشئة عن الاستثمار في هذه الأصول تخضع للضريبة، وفيما إذا كانت تكاليف إدارة السيولة مرتفعة، ودافع التحوط ومواجهة الالتزامات المالية.

شملت الدراسة عدد كبير من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية واستخدم الباحث في دراسته الإحصائية اختبار (Hausman) لاختبار معامل الاختلاف بين الاستثمار في الأسواق وبين الاحتفاظ بالنقد.

وقد خلص الباحث من هذه الدراسة إلى أن الاستثمار في الأصول المالية القابلة للتداول يشغل حيزاً وسطياً بين الاستثمار في أسواق رأس المال والاحتفاظ بالنقدية.

١١. دراسة (Iqbal, and Islam, 2014): (Commercial banks investment in capital market and its impact on private sector credit) بعنوان : ((استثمار المصارف التجارية في سوق رأس المال وأثره على الائتمان الممنوح للقطاع الخاص))

هدف الباحث في هذه الدراسة تحديد أثر الزيادة في استثمار المصارف في دولة بنغلادش في الأصول المالية في أسواق رأس المال على الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في البلاد بين عامي ١٩٩٠ - ٢٠٠٩، واستخدم الباحث في دراسته الأساليب الإحصائية لبيان هذا الأثر وتوصل إلى النتائج التالية:

أ- إن الزيادة المتعاضمة في استثمار المصارف لفوائضها المالية في أسواق رأس المال قابلها انخفاض في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في بنغلادش حيث توصل الباحث إلى أن كل زيادة وقدرها ١% في استثمار المصارف أسواق رأس المال قابلها انخفاض بمقدار ٠,٧% انخفاض في حجم القروض الممنوحة للقطاع الخاص في بنغلادش.

¹ Iqbal, kazi, and Islam, Mir ariful. (2014). Commercial banks investment in capital market and its impact on private sector credit, Bangladesh development studies, Vol. 37, No.3, P. 52-77.

ب- إن المصارف المتوسطة الحجم كان حجم استثمارها في أسواق رأس المال أكبر من حجم استثمار المصارف كبيرة وصغيرة الحجم.

ت- إن المصارف التجارية والمصارف التي يتبع لها شركات وساطة كان حجم استثمارها في أسواق رأس المال أكبر من بقية المصارف.

١٢. دراسة (Abbassi, Iyer, Pedro, and Tous, 2014): ((Securities' Trading by Banks: Micro-Evidence from financial crisis)) بعنوان: ((متاجرة

المصارف بالأوراق المالية ، الدليل من خلال الأزمة المالية))

حاول الباحثون في هذه الدراسة تحليل أنشطة المصارف في تجارة الأوراق المالية خلال الأزمة المالية الأخيرة وأثر هذه الأنشطة على قدرة المصارف على منح الائتمان خلال نفس الفترة، واستخدم الباحثون في دراستهم التطبيقية بيانات حول استثمارات المصارف العاملة في المانيا في الأوراق المالية بالإضافة الى بيانات حول الائتمان المالي التي تمنحه هذه المصارف وتوصل الباحثون الى النتائج التالية:

أ- ان المصارف ذات رأس المال الكبير قد زادت من استثماراتها في الأوراق المالية خلال سنوات الأزمة بالمقارنة مع بقية المصارف

ب- ان زيادة استثمارات المصارف بالأوراق المالية خلال سنوات الأزمة كان على حساب اعتمادات القروض الممنوحة من قبل هذه المصارف حيث تقلصت القروض الممنوحة من قبل المصارف خلال سنوات الأزمة.

١٣. دراسة (Odhiambo , 2016): ((Are banks and stock markets positively related? Empirical evidence from South Africa)) بعنوان:

((هل يوجد ارتباط موجب بين الأسواق المالية والمصارف؟ الدليل التجريبي في دولة جنوب أفريقيا))

هدف الباحث في هذه الدراسة الى اختبار فيما إذا كان هناك ارتباط احصائي موجب بين التطور بالقطاع المصرفي من جهة مقاساً (بنسبة الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الإجمالي) وبين التطور في سوق الأسهم من جهة أخرى مقاساً (بنسبة

¹ Puriya Abbassi, Rajkamal Iyer, José-Luis Peydró, and Francesc R. Tous. (2016). Securities' Trading by Banks: Micro-Evidence from financial crisis. Journal of Financial Economics, Vol. 121, No. 3, P.569-594.

^{2 2} Odhiambo, Nicholas M. (2016). Are banks and stock markets positively related? Empirical evidence from South Africa, the journal of applied business research, Vol.126, No.6

الرسمة السوقية للسوق الى الناتج المحلي الإجمالي) وذلك من خلال دراسة شملت القطاع المصرفي وسوق الأسهم في دولة جنوب أفريقيا، استخدم الباحث في دراسته التطبيقية نماذج (ARDL) (نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة) وتوصل الباحث في نتائج البحث:

- أ- يوجد علاقة ارتباط موجبة مميزة بين التطور في القطاع المصرفي من جهة والتطور في السوق المالية في المدين القصير والطويل.
- ب- تتأثر السوق المالية إيجاباً بمستوى الادخار وعكساً بمعدل التضخم.

١٤. دراسة (Haila, Tassew, 2018) ((The impact of investment diversification

on financial performance of commercial Banks in Ethiopia))^١ بعنوان

((بمعنوان أثر تنويع الاستثمارات على الأداء المالي للمصارف التجارية في اثيوبيا)):

تحاول هذه الدراسة التحقق من أثر تنويع الاستثمارات على الأداء المالي للمصارف التجارية، حيث اعتمدت على دراسة تجريبية عينة مكونة من ١٧ مصرفاً تجارياً عاملاً في اثيوبيا خلال الفترة بين (٢٠١٣-٢٠١٧) باستخدام نموذج (Panel random effect regression (model)). وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- أ- هناك أثر إيجابي من الاستثمار بالأصول المالية والسندات الحكومية على الأداء المالي للمصارف عينة الدراسة.
- ب- تنويع الاستثمارات في المحافظ الاستثمارية للمصارف التجارية يعطي أثر إيجابي على الأداء المالي للمصارف عينة الدراسة.

وقد أوصت الدراسة بأن يتم تحسين وتطوير أساليب تنويع المحفظة الاستثمارية للحصول على أفضل توليفة من الأصول المكونة لهذه المحفظة بما يضمن تحقيق أفضل أداء مالي.

❖ أهم ما توصلت إليه الدراسات السابقة:

لقد حاول كل من (الحسين ،٢٠١٦) و (أبو زعيتر ، ٢٠٠٦) و (رقاقدة ، ٢٠١٦) تحديد مجموعة العوامل الداخلية التي تؤثر على الربحية المصرفية وقياس أثر هذه العوامل على الربحية، أما دراسة (الشيبيوي و كنكون ، ٢٠١٦) فقد أبرزت أهمية دور القطاع المصرفي في تنمية السوق سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، ونلاحظ أن دراسة (مرهج ، ٢٠١٤) ركزت على

¹ Hiala, Aregu and Tassew, Abel. (2018). The impact of investment diversification on financial performance of commercial Banks in Ethiopia, the journal of financial studies, Vol.22, No. 3.

أهمية استثمار المصارف لأموالها في الأوراق المالية الحكومية كهدف من أهداف إدارة السيولة في هذه المصارف، فيما حاولت دراسة (القاضي ، ٢٠١٦) دراسة كفاءة إدارة المصارف لمحافظها الاستثمارية ومدى قدرتها على تحقيق العوائد منها، بينما ألفت كل من دراستي (بوزيد، ٢٠٠٧) و (محصول، ٢٠٠٧) الضوء كيفية تكوين و إدارة المحافظ الاستثمارية في المصارف الجزائرية، وأما دراسة (Iqbal, Islam, 2014) ركزت على القياس الاحصائي لأثر الاستثمار المصرفي في أسواق رأس المال على حجم الائتمان الممنوح من قبل المصارف للقطاع الخاص ، بينما نجد أن الباحث في دراسة (Brown, 2013) حاول قياس أثر استثمار الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية في الأوراق المالية القصيرة الأجل لتحديد الهدف إن كان هدف هذه الاستثمارات هو من أجل إدارة السيولة أو تحقيق الربح. و أخيراً حاول الباحثان (Haila, Tassew, 2018) قياس أثر تنويع المحافظ التجارية على الأداء المالي للمصارف التجارية الأثيوبية.

١١ - ما يميز هذا البحث عن الدراسات السابقة:

لقد جاءت هذه الدراسة بهدف استكمال محاولات الباحثين إبراز أهمية موضوع الاستثمار المصرفي في الأصول المالية، حيث سيحاول هذا البحث معالجة وتغطية الفجوات العلمية التي تركتها الدراسات السابقة وخاصة أن الباحث لم يلحظ أن هناك دراسات سابقة تطرقت لموضوع دور الاستثمارات في الأصول المالية كعامل من العوامل الربحية. ولذلك سوف يعمل بحثنا هذا على إبراز أهمية الاستثمار في الأصول المالية كعامل من العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التقليدية وقياس أثر الاستثمار المباشر للقطاع المصرفي في أدوات سوق النقد وسوق رأس المال طويلة الأجل وسوق المشتقات المالية في تعظيم ربحية هذه المصارف وليس باعتباره أسلوباً من أساليب إدارة السيولة فيها فقط. بالإضافة إلى محاولة البحث التعمق في دراسة بنية المحافظ الاستثمارية للمصارف التقليدية ومكوناتها.

الفصل الثاني:

الاستثمار المصرفي

عنوان الفصل: الاستثمار المصرفي
المبحث الأول: تعريف الاستثمار المصرفي وسياسة الاستثمار في المصارف
١. لمحة تاريخية عن الاستثمار المصرفي
٢. مفهوم الاستثمار المصرفي
٣. أهداف الاستثمار المصرفي
٤. سياسة الاستثمار في المصارف
٥. العوامل المؤثرة على سياسة الاستثمار المصرفي
٦. ضوابط سياسة الاستثمار
المبحث الثاني: أنواع الاستثمار المصرفي
١. اعداد سياسة الاستثمار في المصارف
٢. وظائف قسم الاستثمار ضمن المصرف
٣. أنواع الاستثمار المصرفي
أ- المساهمة في تأسيس الشركات المساهمة الجديدة
ب- خصخصة شركات القطاع العام
ت- الاستثمار في الذهب
ث- الاستثمار في العملات الأجنبية
ج- الخدمات الاستثمارية
ح- الاستثمار في العقارات
خ- التمويل التأجير
د- الاستثمار في الأصول المالية
المبحث الثالث: الاستثمار في الأصول المالية
١. الاستثمار المصرفي في أدوات سوق النقد
أ- أدونات الخزنة
ب- شهادات الإيداع القابلة للتداول
ت- الأوراق التجارية
ث- قروض ما بين المصارف
ج- اتفاقيات إعادة الشراء
ح- سوق اليورو دولار
خ- القبولات المصرفية
د- نافذة الخصم
٢. الاستثمار المصرفي في سوق الأسهم
٣. الاستثمار المصرفي في السندات

٤ . الاستثمار المصرفي في سوق المشتقات
٥ . الأوراق المالية ذات الجاذبية للمصارف
٦ . مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تمهيد:

يعتبر مفهوم الاستثمار المصرفي مفهوم شامل بدأ بالرواج منذ سبعينات القرن العشرين، ويشكل الاستثمار المصرفي وظيفة مصرفية متكاملة تبدأ من عملية تحديد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المصرف وتنتهي بإقرار السياسة الاستثمارية من قبل الإدارة العليا.

وخلافاً لم هو رائج لا يقتصر الاستثمار المصرفي على الاستثمار بالأوراق المالية (أسهم وسندات) بل يتسع ليشمل تأسيس شركات مساهمة وشركات استثمار وشركات قابضة والاستثمارات المصرفية بالسلع الثمينة، العملات الأجنبية، العقارات الاستثمارية وتقديم الخدمات الاستثمارية للعملاء وتكوين المحافظ الاستثمارية للغير.^١

سيحاول هذا الفصل بشكل عام توضيح مفهوم الاستثمار المصرفي وأنواعه وخطوات إعداد السياسات الاستثمارية في المصارف التقليدية وسيتعمق بشكل خاص بدراسة الاستثمارات المصرفية بالأصول المالية (أدوات السوق النقدي، الأسهم والسندات، المشتقات المالية) عارضاً لأهم أنواعها وطرق تسعيرها وينتهي بالتعريف بمخاطر هذه الاستثمارات.

^١ الشلبي، مطيع. (٢٠٠٩). دور المصارف في تمويل الاستثمار في سورية، أطروحة دكتوراه، جامعة -دمشق، سوريا، ص ٢٠٩

المبحث الأول:

تعريف الاستثمار المصرفي
وسياسة الاستثمار في المصارف

١. لمحة تاريخية عن الاستثمار المصرفي:

بعد أزمة الكساد الكبير في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٩ تم لقاء اللوم على المضاربات الكبيرة التي قامت بها المصارف التجارية والتي أدت الى انهيار السوق المالية في ذلك الوقت. ولذلك وفي عام ١٩٣٣ صدر قانون (*Glass-Steagall*) والذي فصل بين أعمال المصارف التجارية ومصارف الاستثمار ووضع العديد من الضوابط لعمليات الاستثمار والمتاجرة التي تقوم بها هذه المصارف^١.

وكانت أهم النقاط التي نص عليها قانون (*Act of Glass-Steagall*):^٢

- أ- منع مصارف الاستثمار من الحصول على الودائع
- ب- منع المصارف التجارية من التعامل بالأوراق المالية غير الحكومية
- ت- منع المصارف التجارية من الاكتتاب على أوراق مالية غير حكومية

في الحقيقة إن مفهوم الاستثمار المصرفي بشكله المعاصر نشأ في أوائل الستينات حين سمح بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي للمصارف التجارية بتوسيع أنشطتها في أسواق رأس المال والأسواق النقدية وذلك عن طريق شركات تابعة. ثم وفي عام ١٩٩٩ تم إلغاء قانون (*Act of Glass-Steagall*) وإقرار قانون (*Gramm – Billy Act*) الذي ألغى الفصل بين المصارف التجارية ومصارف الاستثمار وسمح للمصارف التجارية القيام بأعمال الاستثمار.

وبعد الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) سنة ٢٠٠٨ تم إعادة هيكلة مصارف الاستثمار حيث تم السماح لها باستقبال الودائع كما تم السماح للمصارف التجارية بالاستحواذ على مصارف الاستثمار.

٢. مفهوم الاستثمار المصرفي:

يوجد العديد من التعريفات التي حاولت وصف مفهوم الاستثمار المصرفي ومنها تعريف (كنعان وحمرة ، ٢٠١٧):^٣ ((هي الأموال التي توضع في شراء أسهم الشركات والسندات الخاصة أو العامة لأجل طويل بهدف تحقيق العائد))

^١ Adukia, Rajkumar S.(n.d.) overview of investment banking, retrieved November 13, from www.caaa.ind

^٢ Glass-Steagall act of 1932

^٣ كنعان، على وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف، منشورات جامعة دمشق، سورية، ص ٢٨٥.

ونجد أن هذا التعريف يحدد هدفاً وحيداً للاستثمار المصرفي وهو تحقيق العائد ويركز على ضرورة الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل

أما التعريف الثاني فهو تعريف (كنعان ، ٢٠١٥):^١ **((توظيف جزء من الأموال المصرفية الجاهزة للإقراض في الأسواق المالية والنقدية لأجل متعددة بهدف الحصول على عائد مرتفع وسرعة تحويلها الى سيولة لتحقيق الحماية والأمان من المخاطر ودعم وتمويل الأنشطة الإنتاجية والخدمية في المجتمع))**

نلاحظ أن التعريف الثاني أشمل حيث يمكن أن يكون الاستثمار المصرفي في أوراق مالية بأجل استحقاق مختلفة والهدف منه ليس فقط تحقيق العائد انما الحفاظ على السلامة المالية للمصرف وتنمية المجتمع.

ومن التعريفين السابقين يمكن استخلاص خصائص الاستثمار المصرفي:

- أ- يعتبر الاستثمار المصرفي هو التوظيف الأساسي الثاني لأموال المصرف (بعد القروض) حيث تقوم المصارف بتوظيف فائض الأموال التي لم تستطع توجيهها نحو القروض للاستثمار في الأصول المالية حيث تخصص المصارف حوالي ٢٥% من الأموال الجاهزة للإقراض لتوجيهها نحو الاستثمارات.^٢
- ب- تتعدد مجالات الاستثمار المصرفي بين أدوات سوق رأس المال وأدوات السوق النقدي وتأسيس شركات المساهمة وحياسة المشتقات المالية والاستثمار في العقارات.
- ت- أحد أهداف الاستثمار المصرفي هو دعم السيولة النقدية لدى المصرف لمواجهة السحوبات النقدية العادية منها والطارئة وبالتالي تحقيق الأمان المصرفي.
- ث- يهدف المصرف من استثماراته الى تحقيق عائد مجزٍ بدلاً من الاحتفاظ بالأموال القابلة للإقراض في خزائنه دون توظيف (أي أن تبقى مجمدة).
- ج- إن المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلاد هي من أبرز آثار الاستثمار المصرفي وخاصة إذا ما وظفت المصارف أموالها في تأسيس الشركات المساهمة والاكتتاب في الأوراق المالية الحكومية التي تستخدم غلتها في تمويل المشروعات العامة.

^١ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية، دار بريمافير، دمشق، سورية، ص ٣٢٢.

^٢ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٢٣.

٣. أهداف الاستثمار المصرفي:^١

يهدف المصرف من خلال استثمار أمواله في الأصول المالية والعقارات والذهب والعملات الى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- أ- زيادة معدلات الربحية في المصارف من خلال تحقيق عوائد إضافية من خلال استثمار الأموال الفائضة.
- ب- مواجهة السحوبات الطارئة والعادية حيث أن الاستثمار في الأوراق المالية يساعد المصرف في سهولة تحويلها الى نقد (أموال سائلة) وبالتالي مواجهة أزمات السيولة التي تواجه المصرف.
- ت- تحقيق رسالة التنمية الاقتصادية من خلال المساهمة في تأسيس شركات قابضة تتبع لها شركات مساهمة.
- ث- خفض المخاطر التي يتعرض لها المصرف من خلال تنويع توظيفاته بين القروض والاستثمارات من جهة وبين أنواع الاستثمارات المختلفة من جهة أخرى.
- ج- تمويل المشروعات الكبرى ومشاريع البنية التحتية من خلال الاكتتاب على الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل.

٤. سياسة الاستثمار في المصارف:

تعتبر الإدارة العليا هي المسؤولة عن وضع سياسات الاستثمار في المصرف وهي المسؤولة عن نجاحها أو فشلها بينما قسم الاستثمار هو المسؤول عن تنفيذ هذه السياسة، وقد عرف (كنعان، وحمرة، ٢٠١٧)^٢ سياسة الاستثمار بأنها ((هي سياسة مصرفية تحدد الإدارة العليا بموجبها حجم المبالغ المستثمرة ونوع الأوراق المالية (أسهم -سندات) بهدف تأمين السيولة اللازمة في أوقات الأزمات وزيادة مستوى ربحية المصرف))

بينما عرفها (كنعان، ٢٠١٧)^٣ بأنها ((مجموعة من الإجراءات والتدابير والتنظيمات التي تعمل المصارف بموجبها على استثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية والنقدية بهدف زيادة الأرباح وتوفير السيولة في الأوقات اللازمة وتجنب المخاطر المصرفية وتنشيط المضاربة والاستثمار في الاقتصاد الوطني))

^١ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٢٤.

^٢ كنعان، علي وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف، مرجع سبق ذكره، ص ١٩٩.

^٣ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٣٥.

ومن التعاريف السابقة يمكن استخلاص خصائص سياسة الاستثمار في المصارف:

- أ- ان المخول بوضع إجراءات وتنظيمات السياسة الاستثمارية هي الإدارة العليا في المصرف.
- ب- العمل على تخفيض المخاطر المصرفية الى أدنى حد ممكن عند القيام باستثمارات.
- ت- توفير السيولة اللازمة لعمل المصارف والعمل على تحقيق الربحية.

هـ. العوامل المؤثرة على سياسة الاستثمار:

يوجد العديد من العوامل التي يجب على الإدارة أن تأخذها في الحسبان عند إعداد سياسة الاستثمار من أجل ضمان نجاح هذه السياسة ومنها:

أ- حجم وهيكل الودائع في المصرف:

تتأثر قدرة المصارف على القيام بعمليات الاستثمار بحجم الودائع لديه حيث تزداد قدرة المصرف على الاستثمار كلما زادت حجم الودائع لديه، وذلك لأن زيادة حجم الودائع لدى المصرف يزيد من حجم الأموال القابلة للإقراض وبالتالي زيادة الأموال المخصصة للاستثمار.

كما أن هيكل الودائع يؤثر بشكل كبير على قدرة الاستثمار لدى المصرف فكلما كانت الودائع تتصف بالاستقرار (حجم الودائع لأجل أكبر من حجم الودائع تحت الطلب) كلما زادت قدرته على توظيف أمواله في استثمارات طويلة الأجل.

ب- حالة الأسواق المالية:

غالباً ما تتجه المصارف لتوظيف أموالها في الأسواق المالية عندما تشير التوقعات الاقتصادية الى حدوث حالات انتعاش مستقبلية في هذه الأسواق، بينما تبتعد عن الاستثمار في هذه الأسواق عندما تعاني من حالة تذبذب كبيرة وذلك لأنها تزيد من حجم المخاطر التي قد تواجه المصرف.

ت- الطلب على القروض:

ان المصارف تفضل دائماً توجيه جميع الأموال القابلة للإقراض نحو القروض كونها أكثر ربحية للمصارف، ولكن في حال كانت طلبات القروض غير كافية فإنها توجه فائض الأموال للاستثمار حتى أنه في أوقات الازدهار الاقتصادي غالباً ما تقوم المصارف ببيع جزء من استثماراتها وتوجيه الأموال نحو القروض.¹

¹ كنعان، علي وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف، مرجع سبق ذكره، ص ٢٩٠.

ث- دور المصرف المركزي وسياسات الدولة تجاه الاستثمار المصرفي:

ان عمليات الاستثمار المصرفي تتأثر بالضوابط التي يضعها المصرف المركزي لتنظيم هذا النشاط وكذلك برغبة المصرف المركزي بالتدخل لحماية المصارف في أوقات الأزمات، فإذا كان البنك المركزي راعياً في التدخل من أجل حماية المصارف من التعرض لمخاطر كبيرة نتيجة القيام باستثمارات خطيرة فإن ذلك سيشجع المصرف على زيادة استثماراته والعكس صحيح.^١

كما أن المصرف المركزي هو المسؤول عن تحديد سقف الاستثمار وعن تحديد نسب الاستثمار في كل نوع من أنواع الاستثمارات.

٦. ضوابط سياسة الاستثمار:

ويقصد بالضوابط بأنها مجموعة القيود التي تضعها الإدارة العليا للبنك أو السلطة النقدية في الدولة على سياسة الاستثمار المنفذة من قبل قسم الاستثمار في البنك، وذلك لحمايته من المخاطر التي يمكن أن تواجهه نتيجة تنفيذ هذه السياسة.

ومن أهم هذه العوامل:

- أ- **جودة الاستثمار:**^٢ ويقصد بذلك ضرورة قيام المصرف عن الاستثمارات التي تحقق له أعلى عائد ممكن عند أقل مستوى من المخاطر وذلك من خلال سعي المصرف الى تكوين محفظة استثمارية متنوعة (عقارات - أوراق مالية - أصول أخرى) بالإضافة الى ضرورة الأخذ بعين الاعتبار سيولة الأصل المراد الاحتفاظ به.
- ب- **معدلات الفائدة:** غالباً ما يبنى المصرف قراراته الاستثمارية على توقعاته بشأن أسعار الفائدة في المستقبل لأنه وفي الغالب ما تكون العلاقة عكسية بين سعر الورقة المالية من جهة وبين معدل الفائدة عليها، لذلك عندما يتوقع المصرف ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل فإنه يتجه نحو الاستثمار في السندات (خاصة الحكومية منها وذلك كونها أقل مخاطرة) وعندما يتوقع انخفاض معدلات الفائدة في المستقبل يتجه للاستثمار في الأسهم كونها تضمن له الحصول على عوائد أعلى.
- ت- **تاريخ الاستحقاق:** يؤثر طول فترة الاستثمار (أجل استحقاق الأصل المالي) على المخاطر المرتبطة بهذا الأصل، فكلما زادت فترة استحقاق الأصل المالي ازدادت المخاطر التي يمكن

^١ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٧٠.

^٢ كنعان، علي وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف، مرجع سبق ذكره، ص ٢٩١.

للمصرف أن يتعرض لها وبالتالي يجب على المصرف أن يراعي التدرج في تواريخ الاستحقاق بما يضمن له التدرج في التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها وبالتالي تخفيض مخاطر السيولة الى أدنى حد ممكن.

ث- **الضوابط القانونية والتشريعات المصرفية:** وبقصد بذلك مدى التزام إدارة المصرف بالمعايير القانونية والتي تحدد أنواع الاستثمارات المسموح التعامل بها وتحديد القيمة القصوى التي يمكن حيازتها من كل نوع من أنواع الاستثمارات وهذا ما يساهم بتخفيض المخاطر الى أدنى حد ممكن بغض النظر عن الأرباح المحققة.

وأيضاً يجب أن تكون السياسة الاستثمارية منسجمة مع القواعد التي حددها المصرف المركزي في تعليماته وخاصة بما يتعلق بمقررات لجنة بازل ٣.^١

حيث نجد أن مقررات لجنة بازل ٣ قد أعطت لكل نوع من أنواع الأصول البنكية وزناً ترجيحياً للمخاطرة وذلك لتحديد حجم رأس المال المصرفي اللازم توافره لتغطية مخاطر كل أصل من هذه الأصول ولذلك نجد أن رأس المال الواجب توافره لتغطية مخاطر الأوراق المالية الحكومية أقل بكثير من رأس المال الواجب توافره لتغطية مخاطر الأسهم والعقارات.

^١ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف مرجع سبق ذكره، ص ٣٤٤.

المبحث الثاني:

أنواع الاستثمار المصرفي

تتعدد المجالات التي تستثمر فيها المصارف أموالها، ولكن هذه الاستثمارات من حيث الحجم والتنوع تكون خاضعة لمجموعة من المحددات الواردة في سياسة الاستثمار وبالتالي يجب أن نتطرق لكيفية اعداد سياسة الاستثمار قبل أن نتابع السرد في مجالات الاستثمار المصرفي.

١. اعداد سياسة الاستثمار في المصارف:

ان عملية اعداد سياسة الاستثمار في المصارف من العمليات المصرفية المعقدة حيث تشارك فيه مختلف المستويات الإدارية ضمن المصرف وتحتاج الى تكاتف جميع الخبرات والمهارات بما يضمن نجاح هذه السياسة. وفي الحقيقة يتم إعداد هذه السياسة عبر ثلاث مستويات إدارية:^١

أ- **إدارة الاستثمار:** تقوم مديرية الاستثمار بوضع الخطط الاستثمارية المختلفة آخذة بعين الاعتبار اعتبارات الربحية والمخاطرة والسيولة عند اعداد هذه الخطط، ويجب أن تضمن كل خطة أنواع الاستثمارات المراد توظيف الأموال فيها (أوراق مالية – عقارات – ذهب- عملات – ذهب – مشتقات مالية) وحجم التوظيف في كل منها. ثم يحدد المسؤولون في المديرية إيجابيات وسلبيات والأرباح المتوقعة من كل خطة. ثم يرفع المسؤولون هذه الخطط الى الخبراء والمستشارين الماليين.

ب- **الخبراء والمستشارون الماليون:** حيث يقوم الخبراء والمستشارون المالية بمراجعة خطط الاستثمار المعدة من قبل إدارة الاستثمار واجراء التعديلات عليها بما يتناسب مع ظروف السوق والاقتصاد الوطني وظروف الشركات المراد الاستثمار بها.

ت- **الإدارة العليا:** يقع على عاتق الإدارة العليا مسؤولية تحديد واختيار إحدى خطط الاستثمار المرفوعة لها من قبل الخبراء والمستشارين الماليين وإقرارها لتكون سياسة استثمارية للمصرف وبالتالي فإن نجاح هذه السياسة أو فشلها تتحملها الإدارة العليا، كما تتولى الإدارة العليا مسؤولية الرقابة على إدارة الاستثمار أثناء تنفيذ هذه السياسة.

وبعد التعرف على كيفية اعداد سياسة الاستثمار في المصرف لا بد من معرفة ماهي وظائف إدارة الاستثمار في المصرف.

^١ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف مرجع سبق ذكره، ص 350.

٢. وظائف قسم الاستثمار ضمن المصرف:

في الحقيقة يقوم قسم الاستثمار المصرفي بتقديم ثلاثة وظائف رئيسية:^١

أ- الاستثمار والمتاجرة بالأصول الحقيقية والمالية لحساب المصرف الخاص:

الشكل ١: جزء من الميزانية العمومية لمصرف الإمارات دبي الوطني لعام ٢٠١٥

الإمارات دبي الوطني (ش.م.ع.)		٣	بيان المركز المالي الموحد للمجموعة كما في ٣١ ديسمبر ٢٠١٥	
٢٠١٤	٢٠١٥	إيضاح	الموجودات	
ألف درهم	ألف درهم		نقد وودائع لدى المصرف المركزي	
٥٦,٦٣٨,٩٧٣	٥٤,٩٧٤,٦٧٠	٤	مستحق من البنوك	
١٩,٨١٢,٠٦٧	٣٩,٨٣٦,٥٨٤	٥	أوراق مالية للمتاجرة	
٨٣٢,٢٥٥	١,٦٧٨,٨٦٩	٦	أوراق مالية استثمارية	
١٤,٤٧٩,٦٧٦	١٥,٩٢٦,٥٨١	٧	القروض والذمم المدينة	
٢١٢,٠١٩,٥٩٩	٢٢٦,٦٩٦,٥٤١	٨	ذمم مدينة للتمويل الإسلامي	
٣٣,٩٥٤,١٤٢	٤٣,٨٨٤,٣١٧	١٠	استثمارات في شركات زميلة ومشاريع مشتركة	
١,٧٨١,٠٧٢	١,٦١٥,٠٢١	١١	القيمة العادلة الموجبة للمشتقات	
١,٣١٠,٤٥٥	٢,٦٦٩,٠٧٩	٣٦	عقارات استثمارية	
١,٢١٣,٠٧٧	٨٠٥,٩٣٧	١٢	قبولات العملاء	
٣,٨٥٩,٨٦٤	٣,٧١٢,٧٤٩	٤٠	ممتلكات ومعدات	
٢,٦٥٩,٧٨٧	٢,٣٩٦,٣١٤	١٣	الشهرة التجارية والموجودات غير الملموسة	
٦,١٥٦,٣٨٠	٦,٠٣٠,٨٢٥	١٤	موجودات أخرى	
٨,٣٠٣,٦٤٤	٦,٣٣٢,٦٨٨	١٥	إجمالي الموجودات	
٣٦٣,٠٢٠,٩٩١	٤٠٦,٥٦٠,١٧٥			

المصدر: الميزانية العمومية لبنك الإمارات دبي الوطني لعام ٢٠١٥

يظهر الشكل السابق جانب الموجودات من قائمة المركز المالي لبنك الإمارات دبي الوطني والتي تظهر الاستثمارات والأصول الاستثمارية المختلفة التي يحوز عليها المصرف وتشمل على:

i. أوراق مالية: وتشمل الأسهم والسندات والأوراق المالية الحكومية التي يحوزها المصرف والتي تقسم بدورها الى نوعين:^٢

(١) أوراق مالية للمتاجرة: وهي الأوراق المالية التي تحوزها المصارف بغرض البيع قصير الأجل أو تحتفظ بها بقصد جني أرباح قصيرة الأمد وهي متاحة للبيع في أي وقت تلبية لاحتياجات السيولة أو التغير في أسعار الأسهم (اعتبارات الربح والخسارة الرأسمالية نتيجة تغير سعر السهم)

¹ Stowell, David. (2013). Investment banks ,hedge funds and private equity (2nd ed.). USA, Elsevier publication, P.7.

² تقرير مدققي الحسابات، شركة ارنست اند يونغ، عن القوائم المالية لبنك الإمارات دبي الوطني عن الفترة المنتهية ٣١-١٢-٢٠١٥

٢) أوراق مالية استثمارية: وهي موجودات مالية تحتفظ بها المصارف حتى تاريخ الاستحقاق وتكون ذات دفعات ثابتة وتاريخ استحقاق ثابت وغالباً ما تكون أدوات دين (السندات)

ii. **العقارات الاستثمارية:** وهي لا تشمل العقارات التي يستخدمها البنك لتنفيذ أعماله.

iii. **المشتقات المالية:** حيث تسجل بقيمتها العادلة.

ب- **إدارة الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية:**

عندما ترغب الشركة في التحول الى شركة مساهمة عامة فإن عليها أن تطرح أسهمها للاكتتاب العام وهذا ما يسمى بالطرح الأولي (IPO) ويستخدم هذا التمويل للتوسع في نشاطات الشركة أو من أجل تسهيل جزء من مساهمات المؤسسين (cash-out)^١

وأيضاً قد تحتاج الشركة الى أموال إضافية لتحقيق النمو وتوسيع عملياتها فتلجأ الى إصدار أسهم جديدة إضافية (طرح ثانوي) أو طرح سندات. وبالتالي فإن قسم الاستثمار هو المسؤول عن إدارة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات.

ولتنفيذ عملية الإصدار يقوم قسم الاستثمار بالمهام التالية:^٢

i. تقديم النصح والمشورة فيما يخص حجم الإصدار وتوقيته وتسعيه وفيما إذا كان هناك

وسائل أخرى أكثر ملائمة للحصول على التمويل اللازم.

ii. القيام بالإجراءات التنفيذية الخاصة بإصدار الورقة المالية ومنها الاتصال بالجهات المسؤولة مثل هيئة الأوراق والأسواق المالية.

iii. الاكتتاب على الأوراق المالية الجديدة المصدرة، أو التعهد ببذل أكبر جهد لبيع أكبر قدر ممكن من الأوراق المالية وذلك مقابل عمولة معينة.

iv. التوزيع الفعلي للإصدار وذلك من خلال جمهور المستثمرين أو العملاء المحتملين.

ت- **تقديم المشورة حول عمليات الاندماج والاستحواذ:**

ويقصد باندماج الشركات ((هو اتحاد المصالح بين شركتين أو أكثر ينتج عن هذه العملية كيان جديد)) بينما المقصود باستحواذ الشركات ((السيطرة الإدارية والمالية لإحدى الشركات على نشاط شركة أخرى وذلك من خلال شراء نسبة أو كل الأسهم العادية التي لها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة المستحوذ عليها))

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سورية، ص ٣٧.

^٢ هندي، منير إبراهيم. (٢٠٠٢). إدارة الأسواق والمنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٤٨٥.

وإن الهدف الأساسي من عمليات الاستحواذ والاندماج يكون تخفيض التكاليف (الإدارية والمحاسبية والقانونية) وتقليل تكاليف استئجار العقارات والمركبات وتحقيق وفرة في المبيعات وبالتالي زيادة ثروة المساهمين خلال فترة زمنية وجيزة.¹

إن الدور التي تلعبه إدارة الاستثمار في عمليات الاندماج والاستحواذ يشمل دراسة و تقييم و تنفيذ هذه العمليات، حيث إدارة الاستثمار ضمن البنك بالبحث عن الشركات التي يمكن أن تباع و تشتري أو يمكن أن تندمج، ثم تقوم بدراسة و تحليل هذه الشركات و وضع سيناريوهات للصفقات التي يمكن أن تتم على هذه الشركات و ذلك يتضمن توقعاً للفوائد و السلبيات من عملية الاندماج و الاستحواذ، وبعد أن تقبل الشركة الدخول في الصفقة يقدم البنك دراسة مالية موسعة و نصائح عن هيكل الإداري للشركة الجديدة، و يقوم البنك اما بتمويل عملية الاندماج أو الاستحواذ بأمواله الخاصة أو عن طريق تمريرها عبر الأسواق المالية. وفي نهاية المطاف يتابع البنك عمليات إتمام الأعمال الورقية عند إنجاز الصفقة ويحصل عند انتهاء الصفقة على عمولة تتراوح (١%- ٢%) من قيمة الصفقة.²

ولا بد أن نذكر إن المصارف الكبرى في الدول المتقدمة والتي تقدم الأعمال المصرفية الاستثمارية إلى جانب الأعمال المصرفية التجارية فإن إدارة الاستثمار المصرفي تشمل أيضا قسم المتاجرة (والتي من مهامها القيام بأعمال الوساطة المالية أي بيع وشراء الأصول المالية والعملات والسلع لصالح العملاء وتقديم النصح لهم في عمليات المتاجرة) الى جانب قسم إدارة الأصول (إدارة حسابات الاستثمار لصالح العملاء وإدارة صناديق استثمارية).

٣. أنواع الاستثمار المصرفي:

لقد قسم بعض الباحثين المصرفيين المجالات التي يمكن للمصارف استثمار فائض الأموال القابلة للإقراض فيها الى قسمين:³

أ- **الاستثمارات المباشرة:** وهي الاستثمارات التي يقوم بموجبها المصرف بتأسيس وإنشاء شركات مساهمة جديدة.

¹ Stowell, David. (2013). Investment banks ,hedge funds and private equity (2nd ed.), USA: Elsevier publication, P.72.

² Stowell, David. (2013). Investment banks ,hedge funds and private equity (2nd ed.), Op.Cit, P. 75.

³ الصيرفي، محمد. (٢٠٠٧). إدارة المصارف (ط.١)، مصر، دار الوفاء للنشر، ص ٥٥.

ب- **الاستثمارات غير المباشرة:** وهي الاستثمارات التي يقوم بموجبها المصرف بالاكتتاب على الأسهم والسندات وأذون الخزانة الحكومية.

ولكن ونتيجة لتطور عمل المصارف وتطور الأسواق المالية وظهور منتجات استثمارية فقد تطورت مجالات الاستثمار أمام هذه المصارف ومنها:

أ- **المساهمة في تأسيس الشركات المساهمة الجديدة:**

ويقصد بذلك قيام المصرف بتأسيس الشركات الجديدة بغض النظر عن الحصة التي يمتلكها المصرف في هذه الشركات، حيث يتولى البنك دراسة المشروعات الجديدة المتاحة على الخارطة الاستثمارية للدولة أو ما يعرض عليه من مشروعات من قبل مستثمرين آخرين، ثم يقوم البنك بإعداد دراسة جدوى اقتصادية لهذه المشروعات فإذا ما بينت دراسة الجدوى إمكانية نجاح هذه المشروعات فستساهم المصارف بإنشاء هذه الشركات من خلال تملك حصة منها و عادة ما يكون هذا النوع من الاستثمارات الأكثر تحقيقاً للعائد و خاصة المشروعات السياحية و الصناعات الغذائية^١ ومن أبرز الأمثلة على هذا النوع من الاستثمارات الشركات التي تم تأسيسها في كل من ألمانيا واليابان بعد الحرب العالمية الثانية.

ب- **خصخصة شركات القطاع العام:**^٢

حيث تمتلك المصارف حصصاً أو أسهماً في شركات القطاع العام ثم تقوم بإعادة هيكلة هذه الشركات وتعمل على تطويرها وتحويلها الى شركات رابحة وتشارك في إدارة هذه الشركات واستثمار أرباحها بالشكل الأمثل مما يرفع من قيمتها السوقية ويدر على البنك أرباحاً كبيرة.

ت- **الاستثمار في الذهب:**

غالباً ما ينتشر هذا النوع من الاستثمارات في الدول المتقدمة وخاصة المصارف المركزية في هذه الدول ولكن عندما تستثمر المصارف التقليدية في الذهب فيكون الهدف منه ما يلي:

- i. تحقيق أرباح كبيرة من خلال المضاربة على سعر الذهب من خلال شراء الذهب عندما يكون سعره منخفضاً وبيعه عندما يرتفع السعر.
- ii. يعتبر الاستثمار في الذهب ملاذاً آمناً حيث تميل أسعار الذهب للارتفاع في الأمد الطويل بسبب قلة العرض منه.

^١ كنعان، على وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف مرجع سبق ذكره، ص ٢٨٦.

^٢ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 329.

ث- الاستثمار في العملات الأجنبية:

وهنا يجب أن نميز بين قيام المصرف بتقديم خدمة تصريف العملات الأجنبية للزبائن وبين قيامه بالاستثمار والمتاجرة بالعملات الأجنبية وذلك من خلال سوق العملات الأجنبية (الفوركس) وهي سوق قصيرة الأجل.

وتلعب المصارف التقليدية عدة أدوار في سوق العملات منها:^١

- i. المساهمة في إنشاء وإدارة صناديق استثمارية مخصصة للمتاجرة في العملات الأجنبية.
- ii. القيام بدور الوسيط من خلال بيع وشراء العملات الأجنبية تلبية لرغبات الزبائن
- iii. اتخاذ مراكز بيع وشراء في سوق العملات الأجنبية (الفوركس)
- iv. توفير إمكانية تقديم عقود آجلة على العملات الأجنبية.
- v. غالباً ما تقوم المصارف بمنح قروض دولية مما يتطلب منها بيع وشراء العملات الأجنبية.

الشكل ٢: أكبر المصارف العالمية من حيث حجم التداول بالعملات الأجنبية لعام ٢٠١٦

Top 10 currency traders [62]
% of overall volume, May 2016

Rank	Name	Market share
1	 Citi	12.9 %
2	 JP Morgan	8.8%
3	 UBS	8.8%
4	 Deutsche Bank	7.9%
5	 Bank of America Merrill Lynch	6.4%
6	 Barclays	5.7%
7	 Goldman Sachs	4.7%
8	 HSBC	4.6%
9	 XTX Markets	3.9%
10	 Morgan Stanley	3.2%

مصدر الصورة www.daytradingforexlive.com

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٢.

يظهر الشكل (٢) حصص أكبر المصارف العالمية من عمليات المتاجرة في سوق العملات الأجنبية لعام ٢٠١٦ حيث نجد أن مصرف (CITI Group) الأمريكي هو صاحب أكبر حصة من عمليات المتاجرة العالمية وبنسبة تقارب ١٢,٩ %.

ج- الخدمات الاستثمارية:

وتشمل:

- i. **خدمات المتاجرة:** ومن خلاله تقوم المصارف بتقديم المشورة للزبائن في عمليات بيع وشراء الأصول المالية، وأيضاً لعب دور الوسيط في عمليات المضاربة في الأسواق المالية لحساب العملاء.^١
 - ii. **إدارة الأصول:** وذلك من خلال تكوين محافظ استثمارية للعملاء وإدارتها مقابل الحصول على نسبة من الأرباح وأيضاً تقديم منتجات استثمارية جديدة كتأسيس صناديق استثمارية وإدارتها وأيضاً منح فرصة الاستثمار في أدوات الدخل الثابت والاستثمارات البديلة.^٢
- وتعد الخدمات الاستثمارية التي تقدمها المصارف بمثابة استثمارات للمصارف لعدة أسباب أهمها:
- (١) إن المصرف عندما يقدم هذه الخدمات إنما يتعامل بشكل مباشر مع الأصول والأسواق المالية.
 - (٢) إن المصرف يحصل مقابل هذه الخدمات على عمولات أو نسبة من الأرباح (كما هو الحال في إدارة المحافظ الاستثمارية).
- ### ح- الاستثمار في العقارات:

وهي مجموعة العقارات التي يمتلكها المصرف ويستثمرها على شكل إيجارات أو بيعها بسعر أعلى من سعر الشراء، وغالباً ما يكون هذا النوع من العقارات هو عبارة عن ضمانات لقروض تعثر الحاصلون عليها فتملكها البنك نتيجة لهذا التعثر، يتم تقييم هذه العقارات بشكل سنوي من قبل البنك بواسطة خبراء تقييم عقاري وتسجل في الميزانية بقيمتها العادلة.

¹ Stowell, David. (2013). Investment banks ,hedge funds and private equity (2nd ed.), Op.Cit, P. 75.

² Stowell, David. (2013). Investment banks ,hedge funds and private equity (2nd ed.), Op.Cit, P. 19.

طورت المصارف هذا النوع من الاستثمارات وتعد صناديق الاستثمار العقاري (REITs) إحدى أهم الخدمات الاستثمارية التي تقدمها المصارف حالياً، فيتولى المصرف إحداث وإدارة هذه الصناديق وبيع وحداتها الاستثمارية لجمهور المستثمرين. أما العمل الرئيسي لصناديق (REITs) هو إنشاء المجمعات العقارية الكبرى وتأجيرها ومنها (المنتجعات الطبية، الفنادق، أبراج المكاتب التجارية) ويعد هذا النوع من الاستثمارات مشهوراً جداً في الدول المتقدمة والناشئة (بريطانيا العظمى والمملكة العربية السعودية).

خ- التمويل التأجيري:

لقد عرف التمويل التأجيري بأنه ((اتفاق تعاقدي بين طرفين يخول بموجبه أحد الأطراف الى الطرف الآخر حق الانتفاع بأصل مملوك له مقابل دفعات فورية ضمن زمن محدد وقد ينتهي هذا التعاقد بالتمليك))^١

وإن للتأجير التمويلي نوعين أساسيين:

i. التمويل التأجيري للأراضي والعقارات.

ii. التمويل التأجيري للآلات والمعدات.

ظهر مفهوم التمويل التأجيري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة ١٩٥٢ حيث تقوم من خلاله المصارف بتأجير الأصول التي تمتلكها (أراضي ومنشآت صناعية أو عقارات أخرى والآلات والمعدات) الى المستثمرين مقابل دفعات سنوية محددة وقد تنتهي عقود التأجير هذه بتمليك هذه الأصول للمستثمرين في نهاية مدة العقد. ويهدف البنك من خلال هذا النوع من الاستثمارات:

(١) زيادة الأرباح: حيث يحصل البنك على دفعات سنوية دورية هي أقساط تأجير الأصول وعادة ما تكون أكبر من سعر الفائدة

(٢) انخفاض حجم المخاطر: حيث أن الأصول تبقى باسم البنك ولا تنقل الى اسم الزبون حتى نهاية العقد

(٣) الإجراءات في التمويل التأجيري أضمن من منح قرض مباشر للعميل، حيث في حال تعثر العميل في حالة التمويل التأجيري يمكن استبدال المستثمر الحالي وإدخال مستثمر جديد.

^١ ضبان، حنان كمال الدين. (٢٠١٥). عقد التأجير التمويلي وتطبيقاته المعاصرة (دراسة فقهية)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

د- الاستثمار في الأصول المالية:

لقد تطور الدور التي تلعبه المصارف في الأسواق المالية حيث تزايد حجم استثمارات المصارف في أسواق رأس المال والأسواق النقدية والعملات والمشتقات المالية.

وتتجه المصارف للاستثمار في أسواق رأس المال (أسهم الشركات الكبرى والسندات متوسطة وطويلة الأجل) بحثاً عن العائد المرتفع، بينما توظف أموالها في أسواق النقد (أذون الخزانة) لانخفاض مخاطرها وسيولتها الكبيرة. أما بالنسبة لعقود المشتقات المالية فقط طورت المصارف هذه العقود بهدف التحوط من التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ثم ما لبثت أن استخدمتها في عمليات المضاربة حتى وصل حجم تعامل المصارف في المشتقات المالية في عام ٢٠١٨ إلى ٥٩٥ تريليون دولار أمريكي وذلك حسب بنك التسويات الدولية.^١

وهنا لا بد أن نذكر أن الحد الفاصل في بين حساب الاستثمار (أوراق مالية طويلة وقصيرة الأجل) وحساب الاحتياطات الثانوية (أوراق مالية قصيرة الأجل) ضمن المصرف هو فقط تاريخ الاستحقاق بافتراض أن جودة الأوراق المالية ودرجة سيولتها هي نفسها، فتعتبر الأوراق المالية التي تستحق خلال ٦ أشهر أو أقل ضمن حساب الاحتياطات الثانوية (مواجهة مخاطر السيولة) والأوراق المالية الذي يفوق أجل استحقاقها ٦ أشهر تعتبر ضمن حساب الاستثمار.^٢

^١OTC derivatives at end of June 2018, retrieved April 6,2019 , from www.BIS.org.

^٢ كنعان، على وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف مرجع سبق ذكره، ص٢٨٦.

المبحث الثالث:

الاستثمار في الأصول المالية

تمهيد:

إن الهدف الأساسي من نشأة الأسواق المالية كان تسهيل انتقال الأموال من المقرضين (وحدات الفائض) الى المقترضين (وحدات العجز) بأسهل طريقة و أسرع وقت و أقل تكلفة ممكنة، و لقد نشأ نوعين من الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية: أسواق رأس المال (capital markets) و فيه يتم إصدار و تداول الأوراق المالية طويلة الأجل (السندات و الأسهم) و أسواق النقد (money markets) وفيها يتم إصدار و تداول الأصول المالية قصيرة الأجل (شهادات الإيداع القابلة للتداول، أذونات الخزينة، الأوراق التجارية) و ثمة سوق للأصول المالية نشأت حديثاً هي سوق المشتقات المالية (derivatives market) كان الهدف الأساسي من نشأتها هو التحوط من التغير في أسعار الفائدة و أسعار الصرف.

١. الاستثمار المصرفي في أدوات سوق النقد:

إن سوق النقد هو السوق التي يتم فيها إصدار و تداول الأصول المالية قصيرة الأجل والتي غالباً ما يكون أجل استحقاقها أقل من عام، و تمتاز سوق النقد بمجموعة من الخصائص^١:

- أ- المرونة: فمعظم الصفقات تتم فيها بتكاليف منخفضة وإجراءات بسيطة
 - ب- السيولة المرتفعة: فالعرض والطلب على الأدوات المالية ذات الأجل القصير يكون كبيراً
 - ت- تدني مستوى المخاطرة:
 - i. المخاطرة السوقية الناجمة عن حالة عدم اليقين المرتبطة بانخفاض القيمة السوقية للورقة المالية وذلك كون الأوراق المالية المتداولة في السوق ذات أجل قصير.
 - ii. المخاطرة الائتمانية التي قد تنشأ عن عدم قدرة مصدر الورقة المالية عن سداد التزاماته، وذلك لأن معظم مصدري الأدوات المالية في سوق النقد هم إما حكومات أو مصارف كبيرة أو شركات ذات جدارة ائتمانية مرتفعة.
- وقد لعبت المصارف دوراً هاماً في احداث و تطوير سوق النقد وذلك من خلال ثلاثة طرق^٢:
- أ- لقد طورت المصارف خطابات الضمان لتسهيل عمليات الاستيراد وجعلت منها قابلة للتداول
 - ب- جعلت الأوراق التجارية المصدرة من قبل التجار مضمونة بخط ائتماني وذلك من أجل تسهيل عمليات التجارة وتمويل رأس المال العامل
 - ت- أصدرت شهادات الإيداع القابلة للتداول.

^١ كنعان، علي. (٢٠١٧). الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، ص ٣٧.

^٢ Good friend, Marvin. (2011, December). Money markets. Annual review of financial economics, Vol.3, No.1, P.119-137.

وهناك العديد من الأدوات المالية التي يتم إصدارها وتداولها في سوق النقد وأهمها:

i. **أذونات الخزانة (treasury bills):** إن أذون الخزانة هي عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل غالباً ما يصدرها المصرف المركزي لحساب الحكومة وتتراوح آجالها بين ٣ شهر وسنة. وتقدم عروض شراء أذون الخزانة على أساس تنافسي أو غير تنافسي. العروض التنافسية غالباً ما يتم الاكتتاب عليها من قبل المستثمرين الكبار (المستثمرين المؤسسيين) وفي هذه العروض يحدد المستثمر كمية الأذون التي يرغب بشرائها و السعر الذي يرغب بدفعه مقابل كل أذن من الأذون و يمكن أن يدخل المستثمر بأكثر من عرض تنافسي محدداً كميات مختلفة يرغب بشرائها بأسعار مختلفة، أما في العروض غير التنافسية فيحدد المستثمر الكمية التي يرغب بشرائها من أذون الخزانة مقابل دفع السعر الوسطي المرجح المقبول بالعروض التنافسية و غالباً ما يتقدم الى هذه العروض الشركات الصغيرة و المستثمرين الأفراد، و غالباً ما تحدد السلطات النقدية الحد الأقصى من الإصدار الذي يمكن أن يحصل عليه عارض وحيد (٣٥% في الولايات المتحدة الأمريكية).^١

ولعل أهم الخصائص التي تتميز بها أذون الخزانة:^٢

- (١) انخفاض مستوى المخاطر الائتمانية: حيث تعتبر أذون الخزانة من الأصول المالية عديمة المخاطر كونها تصدر عن الحكومات.
- (٢) ذات سيولة مرتفعة: حيث إن العرض والطلب عليها يكون مرتفعاً بسبب انخفاض مخاطرتها مما يجعل من سوقها الثانوي نشط جداً.
- (٣) الإعفاءات الضريبية: حيث إن الإيرادات المتحصلة من الاستثمار في أذون الخزانة لا تخضع للضرائب أو تخضع لضرائب مخفضة.
- (٤) تصدر بفئات صغيرة تتراوح (١٠٠٠-١٠٠٠٠ \$) وهذا ما يشجع المستثمرين على الاستثمار بشكل مباشر.

تعتبر المصارف التقليدية من أهم حائزي أذون الخزانة وترتبط حيازتها لأذون الخزانة بالطلب على القروض فعندما يكون هناك ركود بالطلب على القروض تزداد حيازة المصارف من أذون الخزانة والعكس صحيح. كما تشكل المصارف التقليدية في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي

¹ Cook, Timothy Q, Iaroche Robert K, Goodfriend, Marvin, Whelpley, William, Mengle, David L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market. Federal reserve bank of Richmond publications, P.78.

² Arnold, Glen.(2015). Financial times guide to bond and money markets, Pearson, UK, p263

ثلث الوسطاء الأوليين (السوق الأولية) لأذون الخزانة الذين يدخلون في المزادات ثم يبيعونها لجمهور المستثمرين ويحصلون على ربح هو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.^١

تباع أذون الخزانة بسعر خصم ويعبر عن العائد السنوي المتحصل من أذون الخزانة الفرق بين سعر شراء الأذن والقيمة الاسمية المستردة في تاريخ الاستحقاق أو الفرق بين سعر شراء الأذن وسعر بيعه إذا لم يرغب المستثمر بالاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق ويمكن تمثيله بالمعادلة التالية:^٢

$$Y_T = \frac{sp - pp}{sp} \times \frac{360}{n}$$

حيث:

SP: سعر البيع؛

PP: سعر الشراء؛

n: عدد أيام الاحتفاظ بأذون الخزانة.

ii. شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificate of deposits): وهي

عبارة عن شهادات تصدرها المصارف التجارية الكبرى وغيرها من مؤسسات الإيداع للحصول على التمويل قصير الأجل ويكون مسجلاً على هذه الشهادات قيمة الشهادة وأجل استحقاقها ومعدل الفائدة عليها. وقد ظهرت لأول مرة في ستينات القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية وغالباً ما تصدر بقيمة \$١٠٠٠٠٠ ومضاعفاتها وبالتالي لا يمكن للأفراد الاستثمار بها إلا بواسطة صناديق الاستثمار بأدوات السوق النقدي وغالباً ما تصدرها المصارف التجارية لأجل تتراوح بين شهر و١٢ شهر.^٣

و يحقق إصدار شهادات الإيداع ميزتين للمصارف:

(١) الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الطلب المتزايد على القروض.

(٢) تمويل أصول مالية قصيرة الأجل تتناسب مع أجل استحقاق شهادات الإيداع (تمويل شراء بعض الاستثمارات)

¹ Cook, Timothy Q, Iaroche Robert K, Goodfriend, Marvin, Whelpley, William, Mengle, David L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market. Op.Cit, P. 87.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٩٦.

³ Melicher Ronald W. and Norton Edgar A. (2017). Introduction to finance, (16th ed.), USA, Wiley, p35

إن لشهادات الإيداع ثلاثة أنواع:

- i. شهادات الإيداع المصدرة محلياً: وهي عبارة عن الشهادات التي تصدرها المصارف ويستثمر فيها مستثمرون محليون.
- ii. شهادات إيداع يورو دولار: وهي شهادات الإيداع تصدرها المصارف التي تعمل خارج الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار.
- iii. شهادات الإيداع التي تصدرها مؤسسات الإقراض ومصارف الادخار.

في الحقيقة إن العائد على شهادات الإيداع تحدده المصارف بشكل أساسي تبعاً لتاريخ استحقاقها أو تبعاً لمعدل العائد على أذون الخزانة أو معدل (LIBOR) وتعمل على بيعها مباشرة للجمهور، و أما شهادات إيداع التي تجد صعوبة في بيعها (شهادات إيداع ذات أجل استحقاق طويل الأمد أو ذات معدل فائدة متغير) فتلجأ للوسطاء من أجل بيعها.

وفي النهاية نجد أن العائد على شهادات الإيداع يكون أعلى منه على أذون الخزانة وذلك لعدة أسباب أولها أن شهادات الإيداع تتضمن مخاطر ائتمانية أكبر، ثانيها وعلى الرغم من أن السوق الثانوي النشط لشهادات الإيداع إلا أنه أقل عمقاً من السوق الثانوي لأذون الخزانة وأخيراً أن الإيرادات المتحصلة من شهادات لا تخضع للإعفاءات الضريبية كما هو الحال بالنسبة لأذون الخزانة.

ويتمثل العائد على شهادات الإيداع بالفرق بين سعر شراء الشهادة وسعر البيع مضافاً إليها الفائدة التي يتحصل عليها المستثمر ويمكن تمثيلها بالمعادلة التالية:¹

$$y_t = \frac{sp - pp + interest}{sp}$$

حيث:

SP: سعر البيع؛

PP: سعر الشراء؛

interest: مبلغ الفائدة المتحصل من الاستثمار في شهادات الإيداع.

¹ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٩٦.

iii. الأوراق التجارية (commercial papers): تعرف الأوراق التجارية بأنها أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة والجدارة الائتمانية المرتفعة بهدف تمويل رأس المال العامل وإدارة السيولة في المنشآت.

وغالباً ما تصدر الشركات الكبرى الأوراق التجارية لأنها بديل منخفض التكلفة عن القروض المصرفية، وعادةً لا تكون الأوراق التجارية المصدرة مضمونة بأي أصل من أصول الشركة المصدرة إنما فقط سمعة الشركة هي الضمان الوحيد لها أو قد تكون مضمونة بخط تسهيلات ائتمانية من قبل أحد المصارف.

ومن أهم ميزات الأوراق التجارية:¹

(١) إن أجل استحقاق الأوراق التجارية قد يصل الى ٢٧٠ يوم فهي تستخدم في إدارة رأس المال العامل (المخزون والمدينون)، وبما أن آجالها قصيرة الأجل يفضل المستثمرون فيها الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق وهذا ما يجعل من سوقها الثانوي غير نشيط (سيولته منخفضة)^٢

(٢) تستطيع الشركات أن تبيعها الى جمهور المستثمرين إما بشكل مباشر أو من خلال وسطاء ماليين

(٣) تباع بفئات \$١٠٠٠٠٠ فأكثر لكل ورقة مما يجعل معظم المستثمرين فيها هم مستثمرين مؤسساتيين أما الأفراد فيمكن لهم الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار في أدوات السوق النقدي. وعادة ما يتم الاكتتاب عليها بشكل الكتروني.

إن حساب العائد على الأوراق التجارية يشبه حساب العائد على أذون الخزانة (الفرق بين سعري شراء وبيع الأوراق التجارية)^٣

$$Y_T = \frac{sp - pp}{sp} \times \frac{360}{n}$$

حيث:

SP سعر البيع؛

PP سعر الشراء؛

¹ Cook, Timothy Q, Iarches Robert K, Goodfriend, Marvin, Whelpley, William, Mingle, David L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market. Op.Cit, P. 106.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٩٧.

^٣ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٩٧.

n: عدد أيام الاحتفاظ بالأوراق التجارية.

iv. قروض ما بين المصارف (Interbank loans)¹: تعتبر هذه الأدوات جوهر أدوات

السوق النقدي، حيث إن معدل الفائدة على هذه القروض تشكل أسعار الفائدة على أنواع القروض الأخرى.

في جوهر هذه القروض تقوم المصارف التي تمتلك فائضاً في الاحتياطي الإلزامي بإقراض المصارف التي تواجه عجزاً في الاحتياطي الإلزامي. وتأخذ هذه القروض شكل التعهد الخطي غير المكتوب المضمون من قبل المصرف المركزي

ومن أهم مميزاتها:²

(١) لا يقل أجلها عن يوم واحد وغالباً ما تمتد أكثر من يوم حيث قد تستثمرها المصارف لأغراض استثمارية

(٢) سوق احتكارية (أداة دين غير قابلة للتداول بين جمهور المستثمرين)، وبالتالي لا يوجد سوق ثانوي لها.

(٣) أموال جاهزة للإقراض الفوري بين المصارف حيث يتم نقل الأموال بشكل دفترى فتقوم المصارف المقترضة بتصنيف مبلغ القرض في حساباتها على أنه قروض مصرفية بدلاً من كونه ودائع تحت الطلب موضوعة لدى البنك المقرض

(٤) غالباً ما يتحدد سعر الفائدة عليها على أساس العرض والطلب ويكون أعلى من معدل العائد على أذون الخزانة لأنها ذات مخاطر ائتمانية أعلى، على العموم لا تخضع القروض ما بين المصارف للقيود التي يضعها المصرف المركزي على أسعار الفائدة.

v. اتفاقيات إعادة الشراء (REPOs): وهي عملية يقوم فيها أحد المشاركين في السوق النقدي باقتراض أموال بشكل فوري من قبل المستثمر مقابل بيعه أوراق مالية مع التعهد بإعادة شراء هذه الأوراق في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر محدد مسبقاً.

¹ Mishkin, Fredric S. and Eakins Stanley G.(2012).Financial markets and institutions, (7th ED).USA,Pearson,P265

²Cook, Timothy Q, larches Robert K, Goodfriend, Marvin, whelpley, William, Mengle, David L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market. Op.Cit, P. 7.

تعتبر هذه الأداة من أدوات السوق النقدي الاحتكارية أي التي تكون غير قابلة للتداول وتكون فقط بين طرفين فقط وغالباً ما تتم بواسطة شبكة من الوسطاء والاتصالات.

ومن أهم خصائص اتفاقيات إعادة الشراء:¹

- إن أجل استحقاقها تتراوح بين ليلة واحدة وحتى عدة أيام (اتفاقيات إعادة الشراء قصيرة الأجل) وقد يتراوح أجلها بين ٣ شهور وحتى ٩ شهور (اتفاقيات إعادة الشراء طويلة الأجل)
- تباع بشرائح بين ١٠ مليون دولار و ٢٥ مليون دولار.

إن العائد الذي يحصل عليه المقرض (مشتري الأوراق المالية) هو الفرق بين سعر الشراء الأوراق المالية وسعر إعادة بيعها، وعادة ما تكون اتفاقيات إعادة الشراء مضمونة بالأوراق المالية نفسها (غالباً ما تكون أوراق مالية حكومية)

ويتمثل العائد عليها بالمعادلة التالية:²

$$\text{REPO rate} = \frac{sp - pp}{sp} \times \frac{360}{n}$$

حيث:

SP: سعر البيع؛

PP: سعر الشراء؛

n: عدد أيام حتى تاريخ إعادة البيع.

vi. سوق اليورو دولار (Euro-Dollars Market):

اليورو دولار هي عبارة عن التزامات الودائع الموضوعة بالدولار الأمريكي لدى المصارف ولكنها لا تخضع للقواعد المصرفية الأمريكية.³

¹ Cook, Timothy Q, Iarches Robert K, Goodfriend, Marvin, Whelpley, William, Mingle, David L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market. Op.Cit, P. 59.

² سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ١٠٩.

³ Cook, Timothy Q, Iarches Robert K, Goodfriend, Marvin, Whelpley, William, Mingle, David L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market. Op.Cit, P. 50.

وتشمل هذه الودائع الأموال المودعة بالدولار الأمريكي في المصارف التي تعمل خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو الأموال المودعة بالدولار الأمريكي لدى فروع المصارف الأجنبية العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية.

ومن أهم سمات هذه الودائع أنها لا تخضع لسقوف معدلات الفائدة التي تحددها السلطات النقدية، ولا تخضع لمتطلبات الاحتياطي الإلزامي المفروضة على بقية الودائع.

❖ أهم أدوات سوق اليورو دولار:

إن الهدف الأساسي من احتفاظ المصارف الأجنبية بودائع بالدولار الأمريكي هو أهمية هذه العملة في التجارة الدولية لذلك تدفع المصارف الأجنبية فوائد مرتفعة على الودائع بالدولار بهدف استخدامها في تمويل عمليات التجارة الدولية ولعل أهم استخدامات لهذه الودائع:

(١) **شهادات إيداع قابلة للتداول باليورو دولار:** تصدرها المصارف الأجنبية العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية أو فروع المصارف الأمريكية العاملة في الخارج وبشرائح تتراوح بين \$٢٥٠٠٠٠ و \$٥٠٠٠٠٠٠، وقد تكون هذه الشهادات ذات معدل فائدة ثابت أو متغير.

(٢) **السندات المصدرة باليورو دولار:** هي سندات تصدر بآجال تتراوح بين ٥ إلى ٧ سنوات أو بآجال قصيرة الأجل بين (٣ إلى ٦ شهور)

(٣) **أوراق تجارية باليورو دولار:** يتم إصدارها لآجال مختلفة ولكن تبقى مصدر تمويل أعلى تكلفة من إصدار أوراق تجارية عادية لذلك لم يتطور سوقها كثيراً.

vii. **القبولات المصرفية (Banker's Acceptance):** إن القبولات المصرفية هو عبارة عن سندات مسحوبة على البنك من قبل أحد العملاء، أي أنه أمر دفع يطلب بمقتضاه العميل من البنك الدفع له أو لشخص آخر مبلغ محدد من المال في موعد محدد في المستقبل، وتصبح القبولات المصرفية مقبولة الدفع عندما يختم عليها البنك المسحوب عليه على السند كلمة ((مقبول)).

عادة ما تستخدم القبولات المصرفية في تسهيل عمليات التجارة الدولية فعندما يرغب أحد المستوردين المحليين استيراد بضاعة على الحساب من الخارج يطلب من البنك ختم قبول

مصرفي له، يلزمه هذا الختم بدفع مبلغ محدد الى المصدر الأجنبي بتاريخ محدد في المستقبل، ثم يستوفي البنك قيمة القبول من المستورد المحلي مضافاً اليه عمولته.^١

يمكن للمصدر أن يحتفظ بالقبول حتى تاريخ الاستحقاق أو أن يبيعه بخضم قبل ذلك التاريخ، أما المستثمر الجديد الذي اشترى القبول فالعائد الذي يحصل عليه هو الفرق بين سعر الشراء والمبالغ التي يستحق دفعها في تاريخ الاستحقاق.

للقبولات المصرفية سوق ثانوية نشيط ويتراوح أجل استحقاقها بين ٣٠ و ٢٧٠ يوم ومعدل العائد عليها غالباً ما يكون أعلى من معدل العائد على أذون الخزانة لأنها تحمل مخاطر أكبر منها.

يتأثر الطلب على القبولات المصرفية بمعدل الفائدة على القروض المصرفية فإذا ارتفعت معدلات الفائدة على القروض زاد الطلب على القبولات المصرفية وكلما انخفض معدل الفوائد على القروض انخفض الطلب على القبولات المصرفية كونه يصبح من الأسهل على المستوردين أسهل قروض مباشرة وتمويل مستورداتهم.

viii. نافذة الخصم (Discount window): ويقصد بنافذة الخصم قيام المصارف بالاقتراض من المصرف المركزي من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية التي تمتلكها لديه، غالباً ما تتجه المصارف للاقتراض من المصرف المركزي عند حاجتها للسيولة من أجل تأمين متطلبات (الاحتياطي الإلزامي).^٢

يتأثر معدل الخصم بسياسة المصرف المركزي بكيفية إدارة السيولة وبتاريخ استحقاق الورقة التجارية.

مما تقدم يمكن إيجاز دور المصارف التقليدية في السوق النقدي بما يلي:

- (١) الاقتراض من أجل تمويل محفظة قروضهم وتمويل العجز في الاحتياطي الإلزامي من خلال إصدار شهادات الإيداع وإعادة خصم الأوراق التجارية لدى المركزي
- (٢) تزويد السوق النقدية (المقترضين) بالسيولة من خلال الاكتتاب على أذون الخزينة وإصدار القبولات المصرفية
- (٣) الإقراض والاقتراض من السوق النقدي باستخدام أدوات كالأوراق التجارية وقروض فائض الاحتياطي الإلزامي

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٠١.

^٢ Cook, Timothy Q, larches Robert K, Goodfriend, Marvin, whelpley, William, Mengle, David L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market. Federal reserve bank of Richmond publications, P. 22.

٤) تلعب المصارف دور السوق الأولي (الوسيط الأولي) لبعض إصدارات أدوات السوق النقدي ثم تبيعها للجمهور مثل أذون الخزانة والأوراق التجارية.

❖ أدوات السوق النقدي في سورية:

في الحقيقة لم يتطور سوق الأدوات النقدية في سورية بسبب غياب البنية التحتية اللازمة، ومع ذلك فقط ظهرت أدوات السوق النقدي في سوريا ومنها:

i. **أذون الخزانة:** في تاريخ ٢٦/١٢/٢٠١٠ أعلن مصرف سورية المركزي عن إصدار تجريبي من أذون الخزانة السورية ولمرة واحدة وبأجل استحقاق مدته ٣ أشهر بقيمة مليار ليرة سورية فقط لا غير، وكانت نسبة التغطية ٢٨،٨ مرة (العروض المقبولة كانت ٢،٨ مليار ليرة سورية).^١

ii. **سندات الخزينة:** أصدرت وزارة المالية سندات خزينة بقيمة ١٥٠ مليار ليرة سورية بتاريخ ٣ شباط ٢٠٢٠ بمزاد أولي ويمتد أجل استحقاقها لمدة سنتين، حيث إن تاريخ تسويتها في ٢٠٢٢-٢-٦، وبلغت نسبة التغطية ٩٩% حيث بلغت قيمة الاكتتاب ١٤٨,٥ مليار ليرة سورية بمعدل فائدة ٦,٧%، علماً أن عملية الاكتتاب حصرت فقط بالمصارف الخاصة والعامة وشارك فقط سبعة مصارف بعملية الاكتتاب منها ٣ مصارف عامة.^٢

كما تم إصدار سندات خزينة للمرة الثانية من قبل وزارة المالية بقيمة ١٥٠ مليار في شهر آب من عام ٢٠٢٠ ميلادي، و أعلنت فيه الوزارة أن العروض المقبولة من قبل ٥ مصارف كانت بمبلغ ١٥٩,٥ مليار ليرة سورية ونسبة تغطية ١٠٦% تقريباً و بمعدل فائدة ٦,١٧%.^٣

iii. **شهادات الإيداع:** قامت بعض المصارف العامة في سورية بإصدار شهادات إيداع غير قابلة للتداول وهذا و قد أعلن المصرف العقاري السوري عن إمكانية إصدار شهادات إيداع للمواطنين بمعدل فائدة ٩ % و ٩,٥ % و ١٠ % وذلك لأجل استحقاق تتراوح بين السنة وثلاث سنوات.^٤

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ١١٣.

^٢ سبعة مصارف تفوز بمزاد سندات الخزينة، موقع الاقتصادي، استرجع في (٢٠٢٠-٢-٥).

^٣ المالية : نحو ١٦٠ مليار ليرة سورية حجم الاكتتاب بمزاد سندات الخزينة ، موقع الاقتصادي، استرجع في (٢٠٢٠-١-١٥)

^٤ <https://aliqtisadi.com/1667862-%D8%A5%D8%AC%D8%B1%D8%A7%D8%A1-%D8%A6%D8%AC-%D8%A7%D9%D8%AA%D8%A7%D8%A6%D8%AC-%D8%A7%D9>

^٤ شهادات الإيداع، المصرف العقاري السوري، <http://www.reb.sy/reb/ar->

كما أن المصرف المركزي السوري قام بإنجاز العديد من إصدارات شهادات الإيداع و هي كالآتي:^١

❖ في عام ٢٠١٩ قام بإصدار شهادات إيداع وفق القرار ١٣٣/ل.أ بقيمة ١٣٠،٨ مليار ليرة سورية وبمعدل فائدة ٤،٥% سنوياً ولأجل استحقاق سنة واحدة واكتتبت عليها جميع المصارف العامة ومعظم المصارف الخاصة التقليدية، كان الهدف الأساسي من إصدارها إدارة السيولة النقدية ومساعدة المصارف على تحمل جزء من تكلفة الإيداع لديها

❖ في عام ٢٠٢٠ تم الإعلان عن ثلاثة إصدارات من شهادات الإيداع:

١. الإصدار الأول بتاريخ ٢٤-٣-٢٠٢٠ وبقيمة اسمية ١٠٠ مليون ليرة سورية لكل شهادة ولأجل استحقاق ستة شهور وبسعر اقتطاع ٦،٥% و اكتتبت عليها المصارف العامة و الخاصة و بلغ حجم الإصدار حوالي ٩٢ مليار و ٢٠٠ مليون ليرة سورية و بنسبة تغطية بلغت ٨١%

٢. الإصدار الثاني بتاريخ ٣-٦-٢٠٢٠ وبقيمة اسمية ١٠٠ مليون ليرة سورية لكل شهادة و لأجل ٦ شهور و بسعر اقتطاع ٦،٥% و اكتتبت عليها ٨ مصارف عامة وخاصة وبلغ حجم الإصدار ٧٤ مليار و ٣٠٠ مليون ليرة سورية لا غير و بنسبة تغطية وصلت لحدود ٦٦%.

٣. الإصدار الثالث بتاريخ ١٥-١١-٢٠٢٠ و بقيمة اسمية ١٠٠ مليون ليرة سورية لكل شهادة و لأجل ٦ شهور و بسعر اقتطاع ٦،٥% و اكتتبت عليها ٨ مصارف عامة وخاصة و بلغ حجم الإصدار ١٠١ مليار و ٦٠٠ مليون ليرة سورية لا غير و بنسبة تغطية ٨٧%.

٢. الاستثمار المصرفي في سوق الأسهم:

تستثمر المصارف جزء من فائض السيولة المتاح لها في أسواق رأس المال سواء في سوق السندات أو سوق الأسهم، فعندما ترغب شركة معينة بالتحول الى شركة مساهمة عامة فإن عليها أن تطرح أسهمها للاكتتاب العام وتهدف الشركة من هذا الطرح أن تجمع الأموال بغية تمويل نمو الشركة أو استرجاع جزء من أموال المؤسسين (Cash out).^٢

^١ إعلان نتائج الاكتتاب على شهادات الإيداع بالليرة السورية- مصرف سورية المركزي، <http://cb.gov.sy/ar/ei>

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٣١.

وعادة ما تلجأ الشركة الى طرح أسهم بدلاً من الاقتراض عندما تحتاج الى أموال ضخمة وطويلة الأجل بغرض توسيع أعمال المنشأة (في الولايات المتحدة الأمريكية يجب ألا تقل قيمة الطرح عن ٥٠ مليون دولار أمريكي)

ويعرف السهم بأنه ((شهادة تمثل ملكية جزئية في الشركة وتصدره الشركة في السوق الأولية عندما ترغب في الحصول على مصدر أموال طويل الأجل وحامل السهم يكون شريكاً (مالكاً) في الشركة وليس دائناً كما هو الحال في القروض.))^١

وقد عرفت أيضاً بأنها ((مستند ملكية يدون عليه اسم المالك ومفصل عنوانه ويعتبر هذا السند وثيقة تثبت ملكية صاحبه في هذه الشركة أو تلك ويتم إصداره بقيمة اسمية عند الاكتتاب برأسمال الشركة من خلال الاكتتاب العام للشركات المساهمة.))^٢

وتلعب المصارف دوراً هاماً في سوق الأسهم وذلك من خلال:

- أ- إصدار الأسهم جديدة للاكتتاب وإمكانية التداول على هذه الأسهم من قبل المستثمرين
- ب- تقديم خدمات استثمارية من خلال إدارة محافظ الأسهم للعملاء و المتاجرة بالأسهم لحسابهم وتقديم المشورة لهم في عمليات التداول والاستثمار في سوق الأسهم،
- ت- تأسيس صناديق للاستثمار في الأسهم والاشراف على ادارتها.
- ث- الاستثمار في الأسهم لحسابها الخاص.
- ج- تلعب المصارف دوراً هاماً في عمليات الطرح الأولي والثانوي للأسهم من قبل الشركات فتعمل أولاً على إعداد نشرة الإصدار والتي تبين فيه الشركة الهدف من الإصدار وتنتشر قوائمها المالية فيه وتعرف بالمخاطر المرتبطة بالاستثمار، ثم يقوم المصرف بالعمل على تسعير الإصدار بالسعر المناسب، وأخيراً العمل على بيعه وتوزيعه من خلال عرضه على شبكة من المستثمرين المؤسسيين أو بيعه مباشرة للجمهور.

i. أنواع الأسهم:

تصنف الأسهم استناداً الى معيار الملكية إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها، واستناداً الى معيار طريقة الدفع فتصنف الى أسهم نقدية وأسهم عينية، واستناداً الى الحقوق الممنوحة لمالكها فتصنف الى أسهم عادية وأسهم ممتازة.^٣

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٣٣.

^٢ كنعان، علي. (٢٠١٧). الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٤٦.

^٣ بلال، عبد الله ياسين. (٢٠١٥). الأسواق المالية المتقدمة، منشورات جامعة حلب، سوريا، ص ١٥٥.

(1) **الأسهم الاسمية:** يكون السهم اسماً عندما يحمل صك السهم اسم المساهم الذي يحمله، وتحفظ الشركة مصدرة السهم بسجل يكون مدوناً فيه اسم المساهم ورقمه وعدد الأسهم التي يمتلكها ونوعها وعمليات البيع أو الهبة التي وقعت على السهم.

(2) **الأسهم لحاملها:** لا يدون اسم مالك السهم على صك السهم بل يذكر فقط أن السهم لحامله، من مخاطره أنه في حال فقدته من قبل مالكه فإنه يمكن بيعه من قبل الشخص الذي يحصل عليه.

(3) **الأسهم النقدية:** وهي الأسهم التي يدفع المستثمر فيها قيمتها نقداً بشكل كامل أو على أقساط.

(4) **الأسهم العينية:** وهي تلك الأسهم التي تصدرها الشركة للمساهمين فيها والذين قدموا أصولاً عينية للشركة من عقارات أو سيارات أو آلات ولا تقبل أن يقدم الشخص قوة عمله مقابل الحصول على هذه الأسهم.

(5) **الأسهم العادية:** كما ذكرنا يعتبر مالك السهم العادي بمثابة شريك في الشركة وليس دائناً لها كما هو الحال في السندات، ويتمتع حملة الأسهم العادية بالخصائص التالية:

أ- يحق لحملة الأسهم العادية انتخاب مجلس الإدارة للشركة والترشح لعضوية مجلس الإدارة في حال تملكهم لحد أدنى من الأسهم

ب- يحق لهم الحصول على نصيب من الأرباح في حال حققت الشركة أرباحاً وقررت توزيع جزء منها.

ت- يحق لحامل السهم العادي وفي حال أصدرت الشركة أسهماً جديدة أن يشتري الأسهم الجديدة قبل غيره من المستثمرين وبسعر تفضيلي من أجل الحفاظ على مركزه التصويتي في الشركة

ث- لمالك الأسهم العادية الحرية في بيع وشراء الأسهم في الأسواق المالية دون استشارة بقية المالكين.

ج- يحق لحامل الأسهم العادية الحصول على جزء من نتائج التصفية عند إفلاس الشركة ولكن بعد حصول جميع الدائنين على أموالهم ومالكي الأسهم الممتازة على قيمة أسهمهم.

ويكون للأسهم العادية ٤ قيم:

(١) **القيمة الاسمية للسهم:** وهي القيمة التي تحدد في صك تأسيس الشركة المساهمة وتدون على وثيقة السهم.

(٢) **القيمة السوقية للسهم:** وهي قيمة السهم عندما يتم تداوله في الأسواق المالية يتحدد طبقاً للعرض والطلب. وغالباً ما تختلف القيمة الدفترية للسهم عن قيمته الاسمية وعن قيمته السوقية

(٣) **القيمة الدفترية^١:** وتساوي الى:

$$\frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح المحتجزة} - \text{حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

(٤) **القيمة العادلة للسهم:** وتتحدد تبعاً لعدة عوامل منها حجم أصول الشركة ومبيعاتها وأرباحها وسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة وعادة ما يتم تحديد القيمة العادلة للسهم بطريقتين:

- طريقة صافي التدفقات النقدية: تقوم هذه الطريقة على أساس أن القيمة الحالية لأي أصل مالي تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من هذا الأصل في المستقبل. وبالتالي فإن قيمة السهم تعطى بالعلاقة:^٢

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسهم العادي

D_t : التوزيعات للسهم العادي خلال الفترة t

K: معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمرين

P_n : سعر السهم العادي في الفترة N

وتتأثر هذه الطريقة سلباً باختلاف العائد المطلوب من قبل المستثمرين مما يؤدي الى اختلاف قيم الأسهم التي ممكن الحصول عليها عن طريق حسابها باستخدام هذه العلاقة.

- مكرر الربحية: وهو مكرر يقيس العلاقة بين أسعار الإغلاق للأسهم وبين ربحية السهم ويعطى بالعلاقة:

^١ كنعان، علي. (٢٠١٧). الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق، سورية. ص ٤٧

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٤٥.

$$\text{مكرر الربحية}^1 = \frac{\text{سعر الإغلاق للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

وبالتالي انطلاقاً العلاقة السابقة يمكن تقدير القيمة الحالية للسهم العادي بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة الحالية للسهم العادي} = \text{مكرر الربحية للسهم} * \text{ربحية السهم المتوقعة}$$

تتسم هذه الطريقة بسهولة ولكن يؤخذ على هذه الطريقة أنها تتأثر بالتوقعات المختلفة لربحية السهم من مختلف المستثمرين مما يجعلها غير دقيقة.

٥) **القيمة التصفوية للسهم:**^٢ وهي تمثل قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها وذلك بعد استبعاد قيمة الديون المترتبة على الشركة وحقوق الأسهم الممتازة.

٦) **الأسهم الممتازة:** وهي إحدى وسائل التمويل طويل الأجل التي تستخدمها الشركات ولكنها أقل استخداماً من الأسهم العادية، وتصدرها الشركات بخصائص مميزة بهدف تشجيع الناس على الاكتتاب بها ولعل أهم خصائصها:^٣

- أ- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة انتخاب مجلس الإدارة أو الترشح لمجلس الإدارة إلا إذا نصت قوانين الشركة على عكس ذلك.
- ب- لهم الأولوية على حساب حملة الأسهم العادية في الحصول على قيمة أسهمهم عند تصفية الشركة وذلك بعد تسديد أموال الدائنين.
- ت- يحصلون على نسبة ثابتة من الأرباح التي تحققها الشركة وعادة ما تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم ولا يحق لهم الحصول على أرباح ما لم تقرر الشركة توزيع أرباح شأنهم شأن حملة الأسهم العادية.

ويتم تقييم الأسهم الممتازة وفق العلاقة^٤:

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

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٤٩.

^٢ الكراسية، إبراهيم. (٢٠١٠). إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، منشورات صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة، ص ٧.

^٣ بلال، عبد الله ياسين. (٢٠١٥). الأسواق المالية المتقدمة. مرجع سبق ذكره، ص ١٥٨.

^٤ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٥٢.

وذلك باعتبار أن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق، ولا تخضع لنمو في معدل الأرباح الموزعة.

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسهم الممتاز

D_p : توزيعات السهم الممتاز

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

ii. العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم:^١

(١) **عوامل اقتصادية:** حيث تتأثر أسعار الأسهم بالعوامل الاقتصادية وظروف الاقتصاد الكلي ومنها:

i. **معدل النمو الاقتصادي:** حيث ترتبط أسعار الأسهم بعلاقة طردية مع معدل النمو الاقتصادي، فإن دلت المؤشرات الاقتصادية الكلية المختلفة (حجم الناتج المحلي الإجمالي، معدلات البطالة....) إلى ارتفاع معدل النمو الاقتصادي فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات التي تقدمها الشركات وبالتالي زيادة مبيعاتها وصافي أرباحها ومن ثمة زيادة في أسعار أسهمها.

ii. **معدلات الفائدة:** إن العلاقة بين معدلات الفائدة و أسعار الأسهم هي علاقة متشعبة فعندما تكون أسعار الفائدة الأساسية منخفضة فإن المستثمرين يتجهون بأموالهم نحو الاستثمار بسوق الأسهم بدلاً من وضعها كودائع لدى المصارف مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم و لكن غالباً ما تترافق معدلات الفائدة المنخفضة مع ظروف اقتصادية سيئة، بينما عندما تكون أسعار الفائدة الأساسية مرتفعة فإن الأفراد سيتجهون بأموالهم لوضعها كودائع (كونها أكثر أماناً) و بالتالي سيقال الطلب على الأسهم وسيؤدي ذلك إلى انخفاض أسعارها و لكن غالباً ما تترافق معدلات الفائدة المرتفعة مع ظروف اقتصادية منتعشة.

iii. **سعر صرف العملة المحلية:** يرتبط تأثير سعر صرف العملة المحلية على أسعار أسهم الشركات بطبيعة نشاط هذه الشركة (شركة مصدرة أو مستوردة)، بالنسبة للشركات المصدرة فإن انخفاض سعر صرف العملة المحلية سيؤدي إلى زيادة الصادرات وبالتالي زيادة أرباح الشركة وزيادة أسعار أسهمها، والعكس الصحيح بالنسبة للشركات

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٥٣.

المستوردة حيث سترتفع قيمة المستوردات وبالتالي انخفاض في أرباحها وانخفاض في أسعار أسهمها.

(2) **عوامل سلوكية:** تتأثر أسواق الأسهم بشكل عام بمجموعة من العوامل السلوكية التي يكون مصدرها المستثمرين الأفراد ومن أهم هذه العوامل:

i. شعور المستثمرين: في بعض الأحيان لا يرتبط أداء سوق الأسهم بالعوامل الاقتصادية فقط بل أيضاً بتوقعات المستثمرين المستقبلية تجاه السوق والاقتصاد، ففي بعض الأوقات نرى أن الظروف الاقتصادية تكون ضعيفة ولكن أسعار الأسهم مرتفعة وذلك يرجع إلى أن المستثمرين يتوقعون تحسن الاقتصاد في المستقبل والعكس صحيح.

ii. الحالات الشاذة: حيث تفترض نظرية كفاءة الأسواق أن أسعار الأسهم تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة في السوق وتستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، ولكن معظم الدراسات قد وجدت أن معظم الأسواق المالية في العالم غير كفوءة وأداء هذه الأسواق يتخللها العديد من الانحرافات يطلق عليها (حالات شاذة) وتقسم هذه الحالات الشاذة إلى نوعين:

- حالات شاذة أساسية:¹ وأهمها حالة (تأثير الحجم) والتي تظهر أن الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة تحقق عوائد أعلى في الأسواق المالية في البورصة بالمقارنة مع الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر، (حالة تأثير الطرح الأولي) والتي تظهر أن المستثمرين الذين يشترون أسهم عند التأسيس ويحتفظون بها حتى تاريخ الطرح الأولي يحققون أرباح غير عادية.

- حالات شاذة تقويمية:² وأهمها حالة (أثر شهر في السنة) حيث ترتفع أسعار الأسهم في شهر كانون الثاني بالمقارنة في أسعار الأسهم في باقي الأشهر ويستفيد المستثمرون من هذا الأثر لتحقيق أرباح غير عادية. و (أثر يوم في الأسبوع) ويفسر هذا الأثر ارتفاع أسعار الأسهم في أول يوم تداول بالأسبوع بالمقارنة مع بقية الأيام.

¹ Schwert, G William. (2003). anomalies and market efficiency . Handbook of the Economics of Finance, Elsevier, P. 972.

² Davidsson, Marcus, (2006): 'Stock market anomalies', literature review and estimation of calendar effect on the S&P 500 index. Jonkoping University, P.7-8.

(3) عوامل مرتبطة بالشركة المصدرة:

- i. **أرقام المتعلقة بحجم المبيعات والأرباح:** ويقصد بذلك أنه عندما تظهر التقارير المالية للشركة ارتفاع في مبيعات الشركة أو أرباحها الفصلية فإن المستثمرين سيتوقعون ارتفاع في توزيعات الأرباح من قبل الشركة مما سيدفعهم لشراء أسهم الشركة وهذا ما سيؤدي الى زيادة الطلب عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها، والعكس صحيح.
 - ii. **التغير في سياسات توزيع الأرباح:** ويقصد بذلك أن الشركة عندما تعلن عن زيادة في معدل الأرباح الموزعة فإن ذلك سيعطي إشارة إيجابية للمستثمرين الى أن الشركة قادرة على الاستمرار في التوزيعات المرتفعة بالمستقبل مما يزيد الطلب على أسهم الشركة وبالتالي ارتفاع أسعارها، بينما تخفيض معدل الأرباح الموزعة أو إلغاءها يعطي إشارة سلبية للمستثمرين حول الوضعية المالية للشركة وبالتالي سيعمد المستثمرين الى بيع أسهم هذه الشركة وسيؤدي زيادة العرض منها الى انخفاض أسعارها.
 - iii. **الاندماج والاستحواذ وبيع الوحدات:** عادة ما ترافق أخبار اندماج الشركات بارتفاع في أسعار أسهم الشركات التي ترغب في الاندماج حيث تترافق عمليات الاندماج بوفورات كبيرة في النفقات وبالتالي توقع بارتفاع الأرباح الشركات الجديدة الناشئة، كما أن وجود أخبار عن رغبة إحدى الشركات باستحواذ على شركة أخرى عادة ما يترافق بارتفاع في سعر سهم الشركة المراد الاستحواذ عليها.¹
- كما أنه عندما تعلن شركة عن رغبتها في بيع إحدى وحداتها فإن لهذا الإعلان أثرين على سعر سهم الشركة التي ترغب في البيع، فإذا كان الوحدة المراد بيعها لا تتعلق بالنشاط الأساسي لعمل الشركة فإن ذلك سيؤدي الى ارتفاع أسهم الشركة الأم، أما إذا كانت الوحدة المراد بيعها تتعلق بالنشاط الأساسي لعمل الشركة إن ذلك سيؤدي الى انخفاض سعر سهم الشركة الأم.
- iii. **دور المصارف في سوق الأسهم:**
- في الحقيقة يختلف حجم استثمار المصارف في أسواق الأسهم باختلاف الدول، بعض التشريعات المالية تمنع المصارف من الاستثمار في الشركات غير المالية، بينما في دول أخرى يقيد حجم الاستثمار المصرفي في الأسهم بنسبة معينة من رأس المال.

¹ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٥٨.

ترتبط المخاوف الأساسية من استثمار المصارف في سوق الأسهم بثلاث نقاط أساسية الأولى أن سوق الأسهم على درجة عالية من المخاطرة مما يعرض البنك المستثمر لدرجة عالية من المخاطر الاستثمارية لذلك غالباً ما تطالب السلطات النقدية المصارف عندما تقوم باستثمارات في الأسهم بالتحوط من هذه المخاطر من خلال تخصيص مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة و تحديد النسبة الملائمة من رأس المال اللازمة لتغطية مخاطر هذا النوع من الأصول، و الثانية أن زيادة استثمار المصارف في سوق الأسهم سيؤدي الى حدوث مبالغة في تقييمات الأسهم (فقاعة) وهذا ما يهدد بحصول انهيار في أسواق رأس المال، و أما الثالثة إن زيادة الأموال المستثمرة من قبل المصارف في أسواق الأسهم سيجعل المصارف تبتعد عن نشاطها الأساسي و هو تمويل الشركات و المنشآت و إقراضها مما قد يحرمها من الحصول على الأموال اللازمة لعملها و يتسبب لها بالفشل.¹

وهناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على قدرة البنك على الاستثمار في سوق الأسهم.²

(1) حجم البنك: كلما زاد حجم البنك مقاساً بحجم أصوله زادت قدرته على الاستثمار في سوق الأسهم لأنه كلما زاد حجم أصول البنك زادت قدرته على تحمل المخاطر.

(2) الخبرة والتجربة: إن كفاءة إدارة الاستثمار في المصارف تزيد من قدرة المصارف على الاستثمار في سوق الأسهم، فزيادة خبرة موظفي قسم الاستثمار يزيد من رغبة المصارف في زيادة استثماراتها في المصارف.

(3) وجود شركات مالية تابعة: حيث تزداد قدرة البنك على الاستثمار في سوق الأسهم إذا كان يملك شركة متخصصة بالوساطة المالية، لأن ذلك سيجعل البنك أكثر خبرة في مجال الاستثمار في الأسهم.

وفي النهاية نجد أن المصارف إنما تهدف عندما تستثمر في سوق الأسهم الى تحقيق مجموعة من الغايات³:

- تحقيق الربح، حيث تتعدد مصادر الربحية في سوق الأسهم ومنها: ١-الربح الرأسمالي (فرق بين سعري شراء السهم وبيعه) ، ٢-عمولات الوساطة ، ٣-أرباح التوزيعات النقدية.

¹ Iqbal, kazi, and Islam, Mir ariful. (2014). Commercial banks investment in capital market and its impact on private sector credit, Op.Cit, P. 54.

² Iqbal, kazi, and Islam, Mir ariful. (2014). Commercial banks investment in capital market and its impact on private sector credit, Op.Cit, P. 60.

³ González, Francisco. (2004). Do equity investments affect banks' profitability? Evidence from OECD countries. Op.Cit, P.1111-1124

- شراء حصة سهمية في الشركات المقترضة من البنك بهدف ضبط الأمور المالية للشركة والعمل على التنسيق بين الدائنين الآخرين للشركة مما يساعد الشركة على الاستمرار في دفع أقساط القرض مع فوائده للبنك.
- شراء حصة سهمية في الشركات بقصد إدارتها والمساهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية للشركة مما يساعد الشركة على تحقيق أرباح أكبر وهذا ما يعود على البنك بعوائد أفضل.

٣. الاستثمار المصرفي في السندات:

تعتبر السندات إحدى أهم أدوات الدين المتوسطة والطويلة الأجل والتي يتم تداولها في أسواق رأس المال، وهذه الأدوات يتم إصدارها عن طريق الشركات بهدف تمويل مشاريعها التوسعية أو عن طريق الحكومات بهدف تمويل مشاريع البنية التحتية.

و نجد تقارب التعاريف المختلفة للسندات و منها ((أدوات دين طويلة الأجل تصدرها الحكومة أو إحدى وكالاتها أو الشركات ويلتزم بها مصدر السند (المقترض) بدفع فوائد (كوبونات) لحامل السند بشكل دوري سنوي أو نصف سنوي وإعادة القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق))^١

كما عرفت بأنها ((هي أوراق مالية يتم إصدارها من قبل الحكومات و الشركات المختلفة بهدف جمع المال من المستثمرين بمقابل أداء دفعات مستقبلية لهؤلاء المستثمرين، علماً أن شروط إصدار السندات يتم تحديدها في صك السند متضمنة تاريخ الاستحقاق و تاريخ أداء الفوائد و مبلغها))^٢

أ- خصائص السندات:^٣

حيث تتميز السندات بمجموعة من الخصائص أهمها:

- i. تعتبر السندات أقل الأوراق المالية خطورة بسبب انخفاض تقلبات قيمتها السوقية من جهة وكون حاملي السندات لهم الأولوية في استرداد قيمة السندات عند تصفية الشركة.
- ii. يوفر لحامله دخلاً مستقراً متمثلاً بالفوائد الدورية المدفوعة لحملة السندات.
- iii. ليس لحملة السندات الحق بالتدخل بالشؤون الإدارية للشركة مصدرة السندات أو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وذلك باعتبار حامل السندات هو دائن للشركة.

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٢٣.

^٢ Berk, Jonathan and Demarzo, Peter.(2014). Corporate finance, (3rd ED.),USA,Pearson,p170

^٣ بلال، عبد الله ياسين. (٢٠١٥). الأسواق المالية المتقدمة. مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٠

iv. لحملة السندات الحرة في بيع وشراء السندات وتداولها في الأسواق المالية.

v. لها تاريخ استحقاق معين، يسترد فيه حامل السند القيمة الاسمية للسند.

ب- أنواع السندات:^١

تصنف السندات تبعاً لمجموعة من المعايير:

i. حسب ملكية السند: تصنف السندات حسب ملكية السند الى:

- سندات اسمية: وهي السندات التي يسجل اسم حاملها على السند وتحتفظ الشركة بسجل لجميع العمليات التي تمت على السند من بيع وشراء.
- سندات لحاملها: وهي السندات التي لا يذكر اسم حاملها بل تنتقل من يد لأخرى دون أن تحتفظ الشركة المصدرة بسجل لها.

ii. حسب معيار إيراد السند: تصنف السندات حسب هذا المعيار الى:

- سندات ذات فائدة بمعدل ثابت: يحصل حملة هذه السندات على نسبة معينة من القيمة الاسمية للسند بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.
- السندات بكوبون صفري: وهي السندات التي لا تدفع عليها فوائد دورية إنما تباع بسعر خصم مرتفع، ويتمثل العائد الذي يحصل عليه حملة هذا النوع من السندات بالفرق بين سعر شراء السند والقيمة الاسمية المتحصلة في تاريخ الاستحقاق.

iii. حسب معيار طبيعة المصدر:^٢ وتصنف الى:

- السندات الحكومية: وهي السندات التي تصدرها الحكومة المركزية أو المقاطعات المحلية وتهدف من خلالها الى إقامة مشاريع البنية التحتية، وغالباً ما ينظم المصرف المركزي مزادات بيع هذه السندات لصالح الحكومة.
- سندات الشركات: وهي التي تصدرها الشركات بمختلف أنواعها وتهدف من خلالها الى تمويل مشاريعها الإنتاجية أو استخدام حصيلة بيع هذه السندات في إعادة شراء أسهم الشركة الخاصة من السوق كون تكلفة التمويل باستخدام السندات تكون أقل من إصدار الأسهم.

^١ بلال، عبد الله ياسين. (٢٠١٥). الأسواق المالية المتقدمة. مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٥.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٢٥.

وهناك عدة معايير أخرى لتصنيف السندات منها حسب تاريخ الاستحقاق (سندات قابلة للاسترداد بموعد محدد وسندات غير قابلة للاستحقاق) وحسب معيار الضمان (سندات مرهونة بأصول الشركة وسندات غير مرهونة).

ت- تسعير السندات:

إن السندات شأنها شأن الأوراق المالية الأخرى يجب أن تعكس في قيمتها الحالية التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من السند (الفوائد + القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق). وبالتالي فإن الصيغة المستخدمة لتقييم السندات بمعدلات فائدة سنوية هي^١:

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

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسند

C : الفائدة المدفوعة سنوياً على السند

M : القيمة الاسمية للسند عند أجل الاستحقاق

K : معدل خصم السندات (معدل العائد المطلوب على الاستثمار)

N : عدد سنوات الاحتفاظ بالسند.

من خلال الصيغة السابقة نجد أن سعر السندات يتأثر بمعدل العائد المطلوب للاستثمار، وبما أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يمكن حسابه من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)^٢:

$$Expected\ Return = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

حيث:

r_f : معدل العائد دون خطر (معدل العائد على أذون الخزانة)

β : بيتا وهي مقياس للمخاطر المنتظمة في السوق

r_m : معدل العائد في السوق. و $(r_m - r_f)$ تمثل علاوة خطر السوق.

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٤٠.

^٢ Ross-Westfield-Jaffe. (2002). Corporate finance (6th.ed), USA, McGraw hill, P. 284.

نجد أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يتأثر:

- i. بمعدل الفائدة دون خطر (معدل العائد على أذونات الخزينة): (RF) حيث كلما ارتفع هذا المعدل ارتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار وانخفض سعر السند، وإن معدل العائد على الخطر يتحدد تبعاً لمجموعة من العوامل منها معدلات التضخم والنمو الاقتصادي، ويزداد تأثير معدلات الفائدة على أسعار السندات كلما طال أجل استحقاق السند.
- ii. كما ويتأثر معدل العائد المطلوب على الاستثمار بعلاوة خطر السوق وهي التي تعبر عن الهامش بين معدل الفائدة السائد في الأسواق ومعدل الفائدة دون خطر فكلما زاد هذا الهامش زاد معدل العائد المطلوب على الاستثمار وانخفض سعر السند، وإن علاوة خطر السوق تعتبر ذات حساسية مرتفعة لطول فترة الاستحقاق حيث يزداد احتمال تقلب الظروف الاقتصادية.

ث- دور المصارف في سوق السندات:

تلعب المصارف دوراً هاماً في سوق السندات سواء في إصدار أو الاستثمار أو تداول هذه السندات ويمكن تلخيص هذا الدور بما يلي:

- i. تقوم المصارف بإصدار سندات خاصة من أجل تأمين أموال إضافية لتمويل مشاريع استثمارية ضخمة أو من أجل افتتاح فروع جديدة.
- ii. الاستثمار في السندات كأصل مالي لتنويع محفظتها الاستثمارية وتحقيق عوائد إضافية، حيث تفضل المصارف أن تزيد استثماراتها من الأوراق المالية التي تمثل صكوك مديونية بسبب العائد الدوري الذي تعود به على حاملها وانخفاض مخاطرها السوقية^١.
- iii. مساعدة الشركات على إصدار سندات خاصة من خلال الاكتتاب على السندات المصدرة الجديدة (إيجاد سوق أولي للسندات) ويشمل ذلك تأجير نوافذ البنك لبيع السندات وتقديم المشورة لهذه الشركات بحجم الإصدار وسعر الإصدار وذلك مقابل عمولات معينة^٢.
- iv. تقديم المشورة والنصح للمتعاملين في سوق السندات وإدارة محافظ السندات لحساب عملاء المصرف.

^١ هندي، منير إبراهيم. (٢٠٠٢). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٧٤.

^٢ بلال، عبد الله ياسين. (٢٠١٥). الأسواق المالية المتقدمة. مرجع سبق ذكره، ص ١٩٨.

❖ سوق السندات في سورية:

شهادات الاستثمار: أحدثت هذه الشهادات بالمرسوم التشريعي رقم ٥٧ تاريخ ١٩٧٠/١/٢٧ ويصدرها مصرف التسليف الشعبي نيابة عن وزارة المالية وتحول حصيلة الشهادات للوزارة بهدف تمويل مشاريع التنمية في الدولة بينما تدفع الوزارة التكاليف والنفقات المترتبة من إصدار هذه الشهادات.

وأهم أنواع هذه الشهادات:^١

(١) شهادات الاستثمار (أ) تباع بسعر الإصدار وتدفع عليها فوائد ربع سنوية وأجل استحقاقها يمتد لمدة ١٠ سنوات ويمكن استرداد قيمتها في أي وقت.

(٢) شهادات الاستثمار (ب) تباع بسعر الإصدار وتدفع فائدها بشكل نصف سنوي أجل استحقاقها يمتد لمدة ١٠ سنوات ويمكن استرداد قيمتها بأي وقت.

(٣) شهادات الاستثمار (ج): تباع بسعر الإصدار ولا تدفع عليها الفوائد، بل تدخل في سحب جوائز (يا نصيب) دوري شهري ويمكن استرداد قيمتها بأي وقت.

٤. الاستثمار المصرفي في المشتقات المالية:

نتيجة للعولمة الاقتصادية والتطور السريع في أسواق المال، فقد زادت حدة التنافس بين المؤسسات المالية لابتكار منتجات مالية جديدة باستخدام الهندسة المالية. ولعل أهم هذه الأدوات كان المشتقات المالية والتي كان الهدف من ابتكارها أساساً هو توفير التحوط من المخاطر المحتملة الناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف ومعدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية الأخرى، إلا أن المزايا التشغيلية التي تمتعت بها سوق المشتقات المالية من انخفاض في تكاليف المتاجرة وسيولتها المرتفعة جعلت منها سوقاً مغرية للقيام بعمليات المضاربة وتحقيق الأرباح إن الهدف من هذا القسم هو تلخيص أهم أنواع المشتقات المالية والدور التي تلعبه المصارف في هذه الأسواق.

أ- تعريف المشتقات المالية:

فقد عرفها بعض الباحثين بأنها ((أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية -موضع العقد- وبالتالي فإن قيمة هذه المشتقات تعتمد على قيمة الأصل الذي اشتقت منه وبالتالي فإنها تسمح للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء هذا الأصل))^١

^١ شهادات الاستثمار، مصرف التسليف الشعبي، <http://www.pcb-bank.sy/Services/InvestmentCertificates>

وتم تعريفها أيضاً بأنها ((عقود مالية والتي تشتق عوائدها من أصل معين – أوراق مالية، عقود مالية، أسعار فائدة، أسعار صرف وحتى أحوال الطقس-وبالتالي فإن قيمة هذه المشتقات تعتمد على قيمة الأصل المشتقة منه وتتغير بتغيره، وبواسطة هذه المشتقات يستطيع المستثمرون أفراداً أو مؤسسات تحويل المخاطر غير المرغوب بها لأطراف آخرين والذين يرغبون بتحمل هذه المخاطر))^٢

ومن خلال التعريفين السابقين نستخلص مجموعة من خصائص عقود المشتقات المالية أهمها:

- i. عقود مالية
- ii. يتم تسويتها في تاريخ محدد بالمستقبل
- iii. تعتمد قيمتها وبالتالي وربح وخسارة المستثمر على قيمة الأصل موضوع العقد
- iv. يتم تحديد مدة سريان العقد وسعر التنفيذ المستقبلي والأصل محل التعاقد عند توقيع العقد في الوقت الحالي

ولعقود المشتقات عدة أنواع أهمها: الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلة.

(١) عقود الخيارات (Options):

أ- مفهوم عقود الخيارات:

تعرف الخيارات بأنها ((عقد بين طرفين يقوم فيه مشتري الخيار بشراء الحق في بيع أو شراء أصل معين من البائع بسعر محدد وفي وقت محدد في المستقبل وذلك مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع عند توقيع العقد))^٣

ومن هذا التعريف نستطيع استنتاج مجموعة من خصائص الخيارات:

- i. إن عقود الخيارات هي عقود منمطة بمعنى أنها عقود لها تواريخ استحقاق محددة مسبقاً بناء على طبيعة الأصل محل التعاقد (شهرية أو ربعية أو نصف سنوية) وتكون كمية الأصل محل التعاقد محددة بشكل مسبق لا يمكن تغييرها (الخيار الأمريكي يضم ١٠٠ سهم والأوروبي ١٠ أسهم) ويتم تداولها في الأسواق المنظمة.^٤

^١ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٧٩.

^٢ Chance Don M, Brooks Robert. (2014). An introduction to derivatives and risk management. (10thed), USA ,engage learning, P. 4.

^٣ Chance Don M, Brooks Robert. (2014). An introduction to derivatives and risk management (10thed). Op.Cit, P. 28.

^٤ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٩٠.

- ii. إن العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الخيار تعبر عن سعر الخيار وهي غير قابلة للرد ولا تعتبر جزءاً من العقد.
- iii. تلزم مؤسسة تسوية عقود الخيارات بائع الخيار بإيداع هامش نقدي لدى السمسار وذلك حماية لمشتري الخيار في حالة عدم الوفاء، أما المشتري فهو غير ملتزم بشيء كونه دفع العلاوة بشكل مسبق.
- iv. يوجد سعرين أساسيين في عقود الخيارات سعر السوقى للأصل (S) وهو عبارة عن سعر السوقى للأصل الذي يقوم عليه عقد الخيار وسعر التنفيذ (K) وهو سعر الذي يلتزم به بائع العقد بشراء أو بيع الأصل في تاريخ الاستحقاق بغض النظر عن سعر الأصل محل التعاقد في السوق بذلك التاريخ.

ويمكن ملاحظة أن لعقود الخيارات عدة أنواع أهمها^١:

- **خيار الشراء (Call option):** وهو عبارة عن عقد بين طرفين (بائع ومشتري) وبموجبه يمنح البائع مشتري الخيار الحق في شراء كمية معينة من أصل معين وذلك في تاريخ محدد وبسعر تنفيذ يحدد في لحظة توقيع العقد. يتوقع مشتري الخيار الشراء أن سعر الأصل محل التعاقد سيرتفع في المستقبل بينما يتوقع بائع الخيار انخفاضه في المستقبل.
- **خيار البيع (put option):** وهو عبارة عن عقد بين طرفين (بائع ومشتري) وبموجبه يمنح البائع للمشتري الحق في أن يبيعه كمية معينة من أصل معين وفي تاريخ محدد مستقبلاً وذلك مقابل سعر متفق عليه مسبقاً. ويتوقع مشتري خيار البيع أن سعر الأصل محل التعاقد سينخفض في المستقبل بينما يتوقع بائع الخيار ارتفاعه في المستقبل.
- **الخيارات المختلطة (Exotics)^٢:** وهي خيارات يحق لمشتريها وقبل تاريخ استحقاقها تحويلها الى خيارات شراء أو بيع.
- **الضمانات (Warrants):** هي عبارة عن عقود خيار شراء تصدر بواسطة الشركة على أسهمها وعادة ما تترافق مع إصدار أسهم جديدة للشركة أو السندات.

¹ Ross, Peter and Hudgins, Sylvia.(2005).Bank management and financial services,(6th Ed.), USA,Mcgrawhill,p252-253

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٨٤.

وهنا لا بد أن نذكر أنه يوجد تصنيفات أخرى لعقود الخيار كتصنيفها تبعاً لتاريخ لتنفيذ فيوجد (الخيار الأمريكي) الذي يتضمن ١٠٠ سهم ويمكن تنفيذه بأي لحظة خلال مدة سريان العقد و (الخيار الأوروبي) والذي يتضمن ١٠ أسهم ويتم تنفيذه في تاريخ الاستحقاق فقط^١.

ب- تقييم الخيارات:

عند التعاقد يقوم مشتري الخيار (سواء كان خيار بيع أو خيار شراء) بدفع علاوة لبائع الخيار، تمثل هذه العلاوة سعر الخيار وتتأثر هذه العلاوة بشكل كبير بسعر تنفيذ الخيار (K) فكلما ارتفع سعر التنفيذ كانت علاوة خيار الشراء ضعيفة والعكس صحيح، وكلما انخفض سعر التنفيذ كانت علاوة خيار البيع صغيرة والعكس صحيح.

إن قيمة الخيار أيضاً تتحدد تبعاً لسعر التنفيذ والفرق بينه وبين السعر السوقي للأصل محل التعاقد في تاريخ التنفيذ.

في عقد خيار الشراء يتوقع المشتري ارتفاع سعر الأصل في المستقبل بينما يتوقع بائع خيار الشراء انخفاض سعره، وبالتالي إن مشتري الخيار لا يقوم بتنفيذ الخيار في تاريخ الاستحقاق إلا إذا كان السعر السوقي للسهم (S) أعلى من سعر التنفيذ (K). وبالتالي فإن قيمة خيار الشراء تكون الفرق بين سعر السوقي للأصل (S) وسعر التنفيذ (K)

$$\text{Call} = \text{Max}\{s - k, 0\}$$

وبالتالي فإن ربح مشتري الخيار يكون = (الفرق الموجب بين سعر التنفيذ والسعر السوقي للأصل) * كمية الأصل - العلاوة المدفوعة مقدماً.

أما في حال كان سعر التنفيذ أعلى من السعر السوقي للأصل في تاريخ الاستحقاق فلن يقوم مشتري الخيار بتنفيذ الخيار لأن ذلك سيحقق له خسائر كبيرة وبالتالي تكون قيمة الخيار في هذه الحالة صفراً، ويخسر المشتري فقط قيمة العلاوة المدفوعة مقدماً.

أما بالنسبة لخيار البيع، فإن مشتري الخيار يتوقع انخفاض سعر الأصل في المستقبل بينما البائع يتوقع ارتفاع سعر الأصل في المستقبل، وبالتالي إن مشتري الخيار لا يقوم بتنفيذ الخيار في تاريخ الاستحقاق إلا إذا كان سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي للأصل في تاريخ الاستحقاق وفي حال كان السعر السوقي (S) أكبر من سعر التنفيذ (K) فإن مشتري الخيار لا يقوم بتنفيذ العقد في تاريخ الاستحقاق وبالتالي تكون قيمة الخيار صفراً، وتعطى قيمة خيار البيع بالعلاقة التالية

^١ بلال، عبد الله ياسين. (٢٠١٥). الأسواق المالية المتقدمة. مرجع سبق ذكره، ص ٢٣١.

$$\text{Put} = \text{Max} \{k-s, 0\}$$

وبالتالي فإن ربح مشتري الخيار البيع (في حال التنفيذ) يكون = (الفرق الموجب بين التنفيذ والسعر السوقي للأصل) * كمية الأصل – العلاوة المدفوعة مقدماً.

وفي حال عدم التنفيذ يكون مشتري خيار البيع قد خسر فقط قيمة العلاوة.

٢) العقود المستقبلية (FUTURES): أ- مفهوم العقود المستقبلية:

عرفت العقود المستقبلية بأنها ((عقد معياري منظم بواسطة بورصة منظمة وهو اتفاق بين بائع ومشتري في الزمن الحاضر zero لتبادل أصل مقابل نقد وذلك في تاريخ لاحق وبسعر يحدد الآن))^١

كما عرفت بأنها ((الالتزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما يسلم الآخر أن يستلم منه وبواسطة طرف ثالث – وسيط – كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد))^٢

إن معظم هذه العقود تنشأ على سلع حقيقية (سكر، بن، نفط) أو أصول مالية (أسهم وسندات).

وإن للعقد المستقبلي مجموعة عناصر:

- i. البائع والمشتري
- ii. تاريخ التعاقد
- iii. نوع الأصل محل التعاقد
- iv. كمية الأصل
- v. سعر التنفيذ
- vi. مكان التسليم

وللعقود المستقبلية مجموعة من الخصائص:

- يتم تنظيم العقود المستقبلية على كمية محددة من أصل معين على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق بالمستقبل.

^١ حماد، طارق عبد العال. (٢٠٠١). المشتقات المالية – المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة. مصر، الدار الجامعية، ص ١١١.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٨.

- يتم التعامل على العقود المستقبلية بطريقة المزداد العلني المفتوح وتتولى بيوت المقاصة تنظيم التسويات في نهاية كل يوم وتحديد أرباح وخسائر كل طرف في نهاية كل يوم.
 - يلتزم طرفي العقد (بائع ومشتري) بإيداع مبلغ نقدي لدى السمسار يقدر يتراوح بين ٥- ١٠% من قيمة العقد حماية لكل طرف من مخاطر عدم الوفاء.^١
 - هناك مجموعة من الشروط الواجب توافرها بالسلعة حتى يمكن إنشاء عقود مستقبلية حتى يتم تداولها في الأسواق المنظمة. ومن هذه الشروط أن تكون السلعة قابلة للتخزين وبالتالي يمكن الحفاظ عليها حتى تاريخ التسليم، أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة، أن تكون لها قيمة مقارنة بحجمها، أن يكون الطلب على السلعة نشطاً.
- وكما ذكرنا سابقاً تعتبر العقود المستقبلية عقود منمطة يتم تداولها في البورصات المنظمة وأشهر هذه البورصات هي بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية ولكن حتى يتم تداول هذ العقود لا بد من توافر بعض الشروط الأساسية فيها، وأهم هذه الشروط^٢:
- **الأصل:** إن الأصل محل التعاقد إما أن يكون سلعة حقيقية ذات مواصفات محددة من حيث الجودة (نخب أول، نخب ثاني، مغلف غير مغلف) أو أصل مالي معين (أسهم، سندات، مؤشرات أسهم، أذون خزانة) وهنا لا داعي لتحديد جودة الأصل.
 - **حجم العقد:** أي عدد الوحدات التي يتضمنها العقد المستقبلي وتختلف باختلاف الأصل محل التعاقد فمثلاً إن العقود المستقبلية على أذون الخزانة الأمريكية تصل حتى (١٠٠٠٠٠ \$) وعقود على مؤشرات الأسهم تصل الى (١٠٠) ضعف المؤشر.
 - **اتفاقيات التسليم:** ويقصد بها تحديد تاريخ استحقاق العقد وكيفية تسليم الأصل للمشتري ومكان التسليم وجودة الأصل عند التسليم وهذه الشروط غالباً ما يتم تحديدها من قبل إدارة البورصة.
 - **ساعات التداول:**^٣ تحدد إدارة البورصة ساعات التداول المحددة لكل نوع من أنواع العقود، فالعقود على السلع الزراعية يتم التداول عليها في بورصة شيكاغو لمدة ٤ ساعات يومياً بينما العقود على الأوراق المالية يتم التداول عليها لمدة ٦ ساعات يومياً.

^١ قاسم عبد الرزاق، العلي أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. منشورات جامعة دمشق، سورية، ص ٢٧٢.

^٢ Hull, John C.(2012).Options, futures and other derivatives (8th.ed). USA ,Pearson, P. 25.

^٣ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢١٢.

ب- تقييم العقود المستقبلية:

عادة ما تتولى غرفة المقاصة في بورصة العقود المستقبلية عملية التعديل اليومي للقيمة السوقية للعقد المستقبلي، فتطلب من المشتري (متخذ المركز الطويل في العقد) و البائع (متخذ المركز القصير في العقد) إيداع هامش نقدي (مبدئي) تتراوح نسبته بين (٥-١٠%)^١ من حجم العقد المستقبلي في الرصيد البنكي لكل منهما و الهدف منه هو حماية كل طرف من مخاطر عدم الوفاء، بالإضافة لذلك تقوم إدارة البورصة بتحديد نسبة الهامش الوقائي (وهو الحد الأدنى من رصيد الهامش المبدئي الذي لا يمكن أن ينخفض دونه و إلا يجب على المستثمر أن يضيف مبلغ معين الى رصيده البنكي حتى يصل الى نسبة الهامش المبدئي).^٢

وتقوم غرفة المقاصة بحساب ربحية المستثمر في شراء العقد المستقبلي على نحو يومي فإذا ارتفع السعر السوقي للأصل موضوع التعاقد حقق المشتري ربحاً وقدره^٣:

(السعر السوقي-السعر المستقبلي) * حجم العقد

وإذا انخفض السعر السوقي تكبد المشتري خسارة. أما بالنسبة للمستثمر في عقد البيع فإذا انخفض سعر السوقي للأصل محل التعاقد حقق ربحاً وقدره:

(السعر المستقبلي-السعر السوقي) * حجم العقد

أما إذا ارتفع السعر السوقي للأصل تكبد البائع خسارة. وبناء على حركة السعر السوقي يتم احتساب الربح والخسارة فور اغلاق التعامل بالعقود المستقبلية نهاية اليوم وتسجل هذه الأرباح والخسائر بشكل ورقي، وفي تاريخ الاستحقاق يتم تسوية العقد فتقوم إدارة السوق بتغيير أوضاع المستثمرين في سوق فيصبح البائع مشتري والمشتري بائعاً (بمعنى أن المشتري يشتري الأصل بسعر المستقبلي الذي تم الاتفاق عند التعاقد ويبيعه بالسوق بسعره السائد)، علماً بأنه نسبة قليلة من هذه العقود يتم تنفيذها فعلياً في تاريخ الاستحقاق^٤.

^١ قاسم عبد الرزاق، العلي أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٧٢.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢١٢.

^٣ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢١٣.

^٤ Hull, John C.(2012). Options, futures and other derivatives (8th.ed). Op.Cit, P. 25.

تخضع العقود المستقبلية للكثير من عمليات المضاربة، وللمحد من هذه العمليات غالباً ما تفرض إدارة السوق حداً أقصى لعدد العقود المستقبلية التي يمكن لمستثمر واحد أن يتخذ بها مركزاً محدداً (طويل أو قصير)، كما تفرض حداً أدنى وأقصى للتقلبات اليومية السعرية للعقد الواحد. و كمثال لتوضيح كيفية تحديد قيمة العقد المستقبلي نفترض أن تاجر بتاريخ ٢٠٢٠/٦/١ اتصل بالسمسار للدخول في عقد مستقبلي على محصول قمح و كان السعر المستقبلي لطن القمح ٤٠ دولار و حجم العقد هو ١٠٠ طن و تم تحديد تاريخ التسليم في يوم ٢٠٢٠/٦/٨ و كانت أسعار الإغلاق خلال هذا الأسبوع بالجدول التالي :

الجدول (1): أسعار الإغلاق لقيمة طن القمح بشكل يومي

٦/٨	٦/٥	٦/٤	٦/٣	٦/٢
٤٠٢	٤٠١	٣٩٦	٣٩٢	٣٩٠

المصدر: من إعداد الباحث

وبالتالي فإن قيمة العقد تتغير كما هو موضح بالجدول التالي:

الجدول (٢): مثال توضيحي لكيفية حساب قيمة العقود المستقبلية

التاريخ	سعر الإغلاق	رصيد الهامش	الربح و الخسارة التراكمية
٦/٢	٣٩٠	٣٩٠٠٠	(١٠٠٠)
٦/٣	٣٩٢	٣٩٢٠٠	(٨٠٠)
٦/٤	٣٩٦	٣٩٦٠٠	(٤٠٠)
٦/٥	٤٠١	٤٠١٠٠	١٠٠
٦/٨	٤٠٢	٤٠٢٠٠	٢٠٠

المصدر: من إعداد الباحث

حيث نجد أن في نهاية العقد بلغ ربح التاجر ٢٠٠ \$.

٣) العقود الآجلة (Forwards):

أ- مفهوم العقود الآجلة:

تعرف العقود الآجلة بأنها ((عقد بين طرفين – بائع ومشتري – لشراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل وذلك وفق سعر محدد في الوقت الحالي))^١

كما تعرف بأنها ((اتفاق تعاقد بين بائع ومشتري في الوقت الحاضر بهدف تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق وبسعر يحدد الآن))^٢

وقد ظهرت هذه العقود نتيجة حالة عدم التأكد المرتبطة بأسعار صرف العملات ومعدلات الفائدة المستقبلية، حيث يدخل المستثمرون في عقود آجلة تحوطاً من حالة عدم التأكد المرتبطة بسعر أصل معين في المستقبل، وعلى العموم فإن معظم العقود الآجلة تتم على أصول حقيقية (كالسلع) أو أصول مالية (الأسهم ومؤشرات الأسهم والعملات الأجنبية).

وتتميز هذه العقود بمجموعة من الخصائص أهمها:^٣

- i. هي عقود غير منمطة (عقود شخصية) يتم الاتفاق على شروطها (المبلغ – تاريخ الاستحقاق-كيفية التسليم) عن طريق التفاوض بين الطرفين (المشتري والبائع) وهذا ما يمنحها خاصية المرونة.
- ii. لا يتطلب الدخول هذا النوع من العقود إيداع أي مبلغ نقدي كهامش مبدئي، فالضامن الوحيد لهذا النوع من العقود هو نوايا المتعاملين وهذا ما يجعل من مخاطر عدم الوفاء فيها مرتفعة.
- iii. يتم تداول هذه العقود في الأسواق غير المنظمة وتشكل المصارف التقليدية والاستثمارية وشبكة من السماسرة هذه السوق.
- iv. لا تتصف بالسيولة حيث لا يتمكن أحد الأطراف من الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف يجل محله.

ب- تقييم العقود الآجلة:

على العكس من العقود المستقبلية يبقى السعر في العقود الآجلة ثابتاً طوال مدة العقد ولا يخضع للتقلبات السعرية، وغالباً ما تتم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملاءها

¹ Chance Don M, Brooks Robert. (2014). An introduction to derivatives and risk management (10thed). Op.Cit, P. 4.

^٢ حماد، طارق عبد العال. (٢٠٠١). المشتقات المالية – المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة. مرجع سبق ذكره، ص ١١١.

^٣ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٣.

والهدف الأساسي منها هو التحوط. وفي تاريخ الاستحقاق تتحدد ربحية المستثمرين على أساس العلاقة بين كل من السعر السوقي للأصل محل التعاقد وبين السعر المستقبلي الذي تم الاتفاق عليه في بداية التعاقد وذلك وفق الصيغتين التاليتين:

إذا كان: $\text{السعر السوقي} < \text{سعر التنفيذ}$

يحقق المشتري ربحاً كونه يستطيع شراء الأصل بأقل من قيمته الجارية وإعادة بيعه في السوق.

أما إذا كان: $\text{سعر التنفيذ} < \text{السعر السوقي}$

حقق البائع ربحاً لأن الأصل سيبيع بأكثر من قيمته الجارية.

٤) عقود المبادلة (SWAPS):

تعرف عقود المبادلة على أنها ((اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهد بموجبه الطرفان إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر وذلك دون اخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون اخلال بحق كل منهما بتلك الأصول، وتسمى الأطراف الداخلة في عقود المقايضة 'counterparties'))

وإن لعقود المبادلة عدة أنواع:

i. عقود مبادلة معدلات الفائدة

ii. عقود مبادلة العملات

iii. عقود مبادلة على السلع

على العموم فإن النوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في الأسواق المالية.

i. **عقود مبادلة معدلات الفائدة:** لا بد أن نذكر أن معظم عقود المبادلة تتم بين المؤسسات المالية (المصارف بشكل خاص)، لقد نشأ هذا نوع من العقود نتيجة لاختلاف توقعات المستثمرين حول معدلات الفائدة في المستقبل.^٢

^١ قاسم عبد الرزاق، العلي أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٧٢.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٢٦.

ولعل أشهر أنواع عقود مبادلة أسعار الفائدة هو مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات الفائدة المتغيرة وفيها يوافق أحد الأطراف الداخلة في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة (ويطلق عليه اسم fixed-rate payer) وفي الوقت نفسه يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات فائدة عائمة، ويطلق على الطرف الذي يدفع سلسلة التدفقات النقدية القائمة على معدلات الفائدة العائمة (floating-rate payer).^١

ii. عقود مبادلة العملات (عقود مبادلة أسعار الصرف): ويقصد بعقود مبادلة أسعار الصرف شراء عملة معينة وبيع عملة أخرى على أساس السعر الفوري لكل منهما وفي الوقت نفسه إعادة بيع العملة الأولى وشراء العملة الثانية بموجب سعر المبادلة الآجل الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين معدل الفائدة على الإقراض ومعدل الفائدة على الإيداع بالنسبة لكل من العملتين في ذلك الوقت.

غالباً ما يتم تداول عقود المبادلة في الأسواق المنظمة سواء كانت أسواق رأس المال التي يتم فيها تداول عقود المبادلة طويلة الأجل والتي تأخذ الطابع التحوطي أكبر من طابع المضاربة وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بهدف الاقتراض طويل الأجل من الأسواق المالية، حيث تجد المصارف خاصة والمؤسسات المالية عامة في هذه العقود ميزة نسبية تساعد على تحقيق الوفرة عند الاقتراض من الأسواق المالية.

فمثلاً بعض المصارف تمتلك ميزة نسبية للاقتراض من الأسواق المالية ذات معدلات الفائدة الثابتة على الرغم من رغبتها بالاقتراض من أسواق ذات معدلات فائدة عائمة (LIBOR) وذلك لمواجهة أي تغيرات في الفوائد المدفوعة على الودائع، بينما ترغب مصارف أخرى بالحصول على تمويل من أسواق معدلات الفائدة الثابتة - من أجل حماية الأرباح المحققة - على الرغم من أنها تمتلك ميزة تنافسية للاقتراض من أسواق المال ذات معدلات الفائدة العائمة، وفي هذه الحال يمكن لكل بنك الاقتراض من أسواق المال التي تحقق الميزة النسبية (الوفرة) لكل منهما ثم يدخل البنكين في عقود على معدلات الفائدة.^٢

أما عقود المبادلة قصيرة الأجل يتم عقدها في أسواق النقد ويكون الهدف الأساسي من إنشائها هو تحقيق الأرباح من خلال الاستفادة من تقلبات أسعار الصرف ومعدلات الفائدة.

^١ قاسم عبد الرزاق، العلي أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٨١.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٣٠.

وفي النهاية لا بد أن نذكر أن عقود المبادلة هي عقود الزامية للأطراف الداخلة في العقد ويتم تسويتها بشكل دوري كل ثلاثة أو ستة أشهر من قبل إدارة البورصة.^١

ب- دور المصارف في سوق المشتقات المالية:

تلعب المصارف دوراً هاماً في سوق المشتقات المالية حيث إن معظم التداولات التي تتم في الأسواق المالية المنظمة وغير المنظمة تكون المصارف طرفاً فيها، وتدخل المصارف في سوق المشتقات المالية إما كمستخدمة لهذه المشتقات (بيع وشراء لحسابها) أو كمتدخلة من خلال القيام بعملية الوساطة بين الأطراف الراغبة في التعاقد مقابل عمولة معينة.

ويمكن تلخيص الدور الأساسي للمصارف في سوق المشتقات المالية بما يلي:^٢

i. التحوط وإدارة المخاطر: فعندما تحوز المصارف على أصل معين (ورقة مالية مثلاً) فإنها تسعى لتخفيض المخاطر المرتبطة بحيازة هذا الأصل، وبالتالي فإنها تلجأ لاستخدام المشتقات المالية وخاصة أن سعر العقد مرتبط أصلاً بسعر الأصل محل التعاقد وذلك بهدف التحوط من مخاطر التقلبات السعرية لهذا الأصل.

فمثلاً يمكن لبنك ما عند حيازته أوراق مالية أن يقوم ببيع عقود مستقبلية على هذا الأصل وبالتالي يخفض مخاطر الاستثمار، لأنه في حال انخفاض السعر السوقي للأصل محل التعاقد عن السعر المستقبلي حقق البائع (البنك) ربحاً، وبالتالي يعمل البنك على اتخاذ مراكز مختلفة على أصل معين (مركز طويل في الأصل ومركز قصير في عقود المشتقات) للتحوط من تقلبات أسعار هذا الأصل في المستقبل.

ii. المتاجرة وتحقيق الأرباح: لقد طورت المصارف استراتيجيات لاستخدام المشتقات المالية بهدف تحقيق الأرباح عن طريق المتاجرة (المضاربة) بها. عندما تدخل المصارف في سوق المشتقات المالية راغبة في تحمل درجة عالية من المخاطر فإنها تدخل كطرف مضارب على ارتفاع أو انخفاض سعر أصل معين في المستقبل، وقد انتعشت عمليات المضاربة التي تقوم بها المصارف في المشتقات المالية نظراً للمزايا التشغيلية التي تتمتع بها هذه السوق من ناحية أن الدخول بها لا يتطلب حجم رأس مال كبير كما أنها تتمتع بسيولة مرتفعة وتكاليف المعاملات فيها منخفضة مما يشكل فرصة ذهبية للمتاجرة بها وتحقيق الأرباح. إلا أن المبالغة

^١ قاسم عبد الرزاق، العلي أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية. مرجع سبق ذكره ص ٢٨٠.

^٢ Chance Don M, Brooks Robert. (2014). An introduction to derivatives and risk management (10thed). Op.Cit, P.14.

في عمليات المتاجرة بالمشتقات المالية عرض الكثير من المصارف لمخاطر الإفلاس وهذا ما حصل مع بنك (سوسيتيه جنرال) الفرنسي حيث تكبد البنك خسائر وصلت لحوالي ٤,٩ مليار يورو نتيجة مضاربات خاسرة في العقود الآجلة على مؤشرات الأسهم في عام ٢٠٠٨.^١

iii. الوساطة في سوق المشتقات المالية: تشكل سوق المشتقات المالية مورداً هاماً من إيرادات المصارف المتعلقة بالعمولات المحصلة وذلك نتيجة الدور الذي يلعبه البنك كسمسار (وسيط مالي) في السوق غير المنظمة (over the counter) وذلك نتيجة الخبرة الكبيرة التي تتمتع فيها المصارف في هذا المجال (كصلة وصل بين البائعين والمشتريين).

وختاماً نجد أن المصارف تقوم باستثمار جزء مهم من إجمالي أموالها القابلة للإقراض تصل الى حوالي ٢٥% في شراء والتعامل في أصول مالية مختلفة ولأهداف مختلفة منها السيولة والأمان والربحية. إلا أن نسب الاستثمار في هذه الأصول وكيفية بناء محافظها الاستثمارية هو ما سيتم مناقشته في الفصل القادم.

٥. الأوراق المالية ذات الجاذبية للمصارف:

يشكل الاستثمار في الأصول المالية حوالي ٢٥% من توظيفات البنك^٢، و غالباً ما ترجح المصارف عند اتخاذها لقرار الاستثمار عامل المخاطرة الناشئة عن هذا الاستثمار على عامل الربحية، لذلك تقوم المصارف بزيادة استثماراتها في الأصول المالية الحكومية^٣ (أذون الخزانة) وذلك لدواعي السيولة حيث تتميز بأنها أوراق مالية مرتفعة السيولة بسبب قصر أجلها، بالإضافة الى الاستثمار في السندات الحكومية بسبب انخفاض المخاطر الائتمانية فيها، بالإضافة الى أن الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية يحقق للمصارف وفورات في العائد بسبب الإعفاءات الضريبية للعائد المتحقق من الاستثمار في أدوات الدين الحكومية.

وبعد ذلك تفضل المصارف الاستثمار في شهادات الإيداع كونها تحقق عائد ثابت مجزٍ بالإضافة الى انخفاض مخاطرها (بسبب قصر أجلها وكونها صادرة عن مصارف ذات جدارة ائتمانية مرتفعة).

وفي الدرجة التالية يأتي الاستثمار بسندات الشركات ذات تصنيف مرتفع وذلك بحثاً عن العائد، وأخيراً تستثمر المصارف جزء قليل من أموالها سوق الأسهم وخاصة الشركات الكبيرة المستقرة

^١ مسعود، سميح. (٢٠١٠). الأزمة المالية العالمية-نهاية الليبرالية المتوحشة. الأردن، دار المنهل، ص ٦٩.

^٢ كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية. مرجع سبق ذكره، ص ١٩٨.

^٣ Ross, Peter and Hudgins, Sylvia. (2005). Bank management and financial services, (6th Ed.), Op.Cit.p317

وذلك بحثاً عن توزيعات الأرباح، وان انخفاض اقبال المصارف على الاستثمار في الأسهم
مخاطرها السوقية المرتفعة والتقلب الكبير في أسعارها.^١

٦. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

تعرف المخاطر الناشئة عن الاستثمار بأنها ((عدم انتظام العوائد المتوقعة بمعنى أنها انحراف
المحققة الفعلية عن العوائد المتوقعة)).

وقد تصل المخاطر المرتبطة بالاستثمار لدرجة تحقيق الخسائر الرأسمالية (فقدان رأس المال).
تتعرض المصارف عند الاستثمار في الأوراق المالية لنوعين من المخاطر: مخاطر منتظمة
ومخاطر غير منتظمة.

أ- **المخاطر المنتظمة:** وهي المخاطر التي تؤثر بمختلف الأوراق المالية بمعنى أنها لا تصيب
فقط قطاع أو شركة معينة وغالباً ما تكون مرتبطة بالظروف الاقتصادية والسياسية والكلية
(حالات كساد – معدلات فائدة – الحروب) وهذه الحالات تؤثر بالسوق المالية ولا يمكن
التخلص من هذه المخاطر عن طريق التنويع. وللمخاطر المنتظمة مجموعة من المصادر
أهمها:^٢

i. **مخاطر التقلبات في معدلات الفائدة:** إن التغير في معدلات الفائدة يؤثر في القيمة السوقية
للأوراق المالية وغالباً ما تكون العلاقة عكسية بين معدلات الفائدة والقيمة السوقية للأسهم
والسندات، إلا أن تأثير أسعار الفائدة تختلف تبعاً لطبيعة الورقة المالية وأجل استحقاقها،
فمثلاً تؤثر التغيرات بمعدلات الفائدة بشكل أكبر في القيمة السوقية للأوراق المالية ذات
الدخل الثابت (ومنها السندات) بالمقارنة من تأثيرها على الأوراق المالية ذات الدخل المتغير
(الأسهم العادية). كما يزداد تأثيرها بازدياد أجل استحقاق الورقة المالية (السندات طويلة
الأجل تتأثر بالتقلبات في معدلات الفائدة بشكل أكبر من السندات قصيرة الأجل).

ii. **التضخم:** ويقصد بذلك انخفاض القوة الشرائية للنقود بفعل ارتفاع معدلات التضخم يؤثر على
العوائد المتحققة نتيجة الاستثمار في الأوراق المالية، حيث إن أدوات الدخل الثابت تتأثر
بشكل أكبر بمعدلات التضخم، أما الاستثمار في الأسهم العادية يشكل حماية للمصارف من
مخاطر التضخم كون أن أسعار الأسهم تعكس في قيمتها السوقية معدلات التضخم.

iii. **المخاطر السوقية:** وتنجم عن التغيرات في القيمة السوقية للأصل المالي نتيجة لظروف
غير متوقعة (سياسية أو اقتصادية) أو حتى نتيجة لظروف نفسية لدى المستثمرين

^١ هندي، منير إبراهيم. (٢٠٠٢). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. مرجع سبق ذكره، ص ١٧٤.
^٢ قاسم عبد الرزاق، العلي أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. منشورات جامعة دمشق، ص ٥٥.

(معلومات غير صحيحة، حالات ذعر) وتعد سوق الأسهم الأكثر تعرضاً لهذه المخاطر بالمقارنة مع أسواق السندات.

ب- **المخاطر غير المنتظمة:** وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع صناعي معين، ولا تؤثر بالسوق ككل ويمكن التخلص منها عن طريق التنويع. ولهذه المخاطر عدة مصادر:¹

i. **مخاطر الإدارة:** وأهم هذه المخاطر عدم القدرة على التخطيط الناجح للمستقبل قد تؤدي الى انخفاض في حجم المبيعات وعدم القدرة على التعامل مع الأزمات مما يؤدي مثل حدوث إضرابات عمالية، إن حدوث هذه الاضطرابات سيؤثر سلباً على أعمال الشركة ويؤدي الى انخفاض العائد المتوقع تحقيقه.

ii. **مخاطر الصناعة:** وهي المخاطر التي تؤثر بقطاع صناعي معين لسبب ما مثل انقطاع المواد الأولية أو تغير أذواق المستثمرين بسبب الاختراعات الجديدة.

iii. **المخاطر الائتمانية:** وهي التي تنشأ عن عدم قدرة مصدر الورقة المالية على سداد القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق (كما في حالة السندات) ونجد أن هذه المخاطر تكون أقل في حالة الأوراق المالية الحكومية مقارنة بسندات الشركات.

ونجد هنا أن هناك مقياسين أساسيين للمخاطر:

(١) **الانحراف المعياري^٢:** وهو الذي يقيس درجة المخاطر الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة) والتي تنعكس بتشتت عوائد الأوراق المالية عن العائد المتوقع لها وذلك لأي سبب كان و هو عبارة عن الجذر التربيعي للتباين الذي يعطى بالعلاقة التالية:^٣

$$s^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T-1}$$

حيث:

S^2 : يمثل تباين عوائد الورقة المالية عن المعدل الوسطي للعائد

$\bar{R}$: معدل العائد الوسطي على ورقة مالية خلال فترة زمنية معينة.

^١ قاسم عبد الرزاق، العلي أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٦٠.

^٢ سليمان، عدنان، وموصلي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٦٠.

^٣ CFA L1 book 5.(2020), derivatives, Alternative investments and portfolio management and equity investment. Schweser Notes,USA, P. 101.

Rt: العائد على ورقة مالية في نقطة زمنية.

T: العينة من الأوراق المالية و عددها

(٢) مقياس بيتا: وهو يقيس المخاطر المنتظمة التي تؤثر في الأوراق المالية، حيث يعتمد على قياس حساسية عائد السهم للتغير في عائد السوق، تقاس بيتا اعتماداً على المشاهدات التاريخية للعوائد وتعطى بالعلاقة¹:

$$\text{Beta of security } i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\text{Var}(R_M)}$$

حيث:

COV(Ri,Rm): التباين المشترك بين عائد الورقة المالية و عائد السوق؛

VAR(Rm): تباين في عائد السوق.

وبناء على ما سبق وكخلاصة للفصل الأول، يلاحظ وفرة المجالات الاستثمارية التي يمكن للمصارف أن توظف بها جزء من أموالها الجاهزة للاستثمار والتي تختلف بناء على قدرة البنك على تحمل المخاطر والعائد المتوقع الحصول عليه ومدى قدرة المصرف من الوصول للأسواق المالية العالمية وكفاءة إدارة الاستثمار فيه. وإذ يدرك الباحث أهمية الاستثمار في المشتقات المالية المختلفة بالنسبة للمصرف بهدف التحوط من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف في التجارة الدولية، وأيضاً أهمية الاستثمار في الأسهم والسندات لكونها ترفد خزانة المصرف بالعوائد الإضافية التي تعينه على تغطية تكاليفه التشغيلية إلا أنه يرى أن الاستثمارات الأجدى على المدى البعيد هي الاستثمار في إنشاء شركات مساهمة محلية (وخاصة في ظروف خاصة لدولة مثل سوريا) فهي تساهم في تحسين الاقتصاد الوطني وزيادة الناتج المحلي.

كما يرى الباحث أن الاستثمار (غير المباشر) للمصارف التقليدية في الأسواق المالية من خلال إنشاء صناديق استثمار مشترك وصناديق استثمار عقاري يعتبر أكثر إفادة للاقتصاد من خلال توظيف مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو المجالات الأكثر ربحية ويمثل دعامة في بناء البنية التحتية للحيز الجغرافي الذي يعمل به المصرف.

¹ CFA L1 book 5.(2020), derivatives, Alternative investments and portfolio management and equity investment.OP.Cit, P. 126

و يحظى استثمار المصارف التقليدية بالأصول المالية باهتمام واسع في وقتنا الحالي وعلى الرغم من كونه يشكل نقطة قوة للمصارف من ناحية تعظيم الربحية إلا أنه يمكن أن يشكل نقطة ضعف أيضاً من خلال تعريض المصارف لمخاطر كبيرة من ناحية وإهمالها للجانب الأساسي في عملها والمتمثل في منح القروض للأفراد والمنشآت المحتاجة للتمويل مما يؤثر سلباً على عمل الاقتصاد الوطني ككل.

الفصل الثالث:

إدارة المحافظ الاستثمارية
في المصارف التقليدية
وأثرها على الربحية المصرفية

عنوان الفصل: إدارة المحفظة الاستثمارية في المصارف التقليدية وأثرها على الربحية المصرفية
المبحث الأول: الربحية في المصارف التقليدية
١. الربحية المصرفية ومقاييسها
٢. العوامل المؤثرة على الربحية في المصارف التقليدية
المبحث الثاني: المدخل النظري لمفهوم المحفظة الاستثمارية
١. مفهوم المحفظة الاستثمارية
٢. أنواع المحافظ الاستثمارية
٣. قياس العائد على المحفظة الاستثمارية ومخاطرها
٤. المحفظة المثلى
المبحث الثالث: إدارة المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية
١. بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية في المصارف التقليدية
٢. تنويع المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية
٣. سياسات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية
٤. استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية
٥. تقييم المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية

مقدمة:

في الغالب لا تقوم المصارف التقليدية بتمويل عملياتها التشغيلية باستخدام أموال المؤسسين الخاصة بل تعتمد في ذلك على مصادر تمويل متعددة منها مصادر داخلية (ذاتية) وأهمها الأرباح المحتجزة بالإضافة إلى مصادر خارجية كالودائع على اختلاف أنواعها وإصدار شهادات الإيداع.

بينما توظف أموالها في مجالات عدة أهمها القروض، بينما يأتي في المرتبة الثانية من حيث التوظيفات تكوين محفظة استثمارية من خلال توجيه جزء من الأموال الجاهزة للإقراض نحو حيازة أصول مالية وحقيقية تدر عائداً مجزياً للمصرف.

وتبقى عملية تكوين المحافظ الاستثمارية لدى المصارف من العمليات المعقدة تبدأ من عملية التخطيط لبناء المحفظة بتحديد الأصول المالية التي يرغب المصرف بالاستثمار بها ثم مرحلة حيازة هذه الأصول وانتهاء بعملية المراجعة الدورية لتوليفة الأصول المكونة للمحفظة وتغييرها بما ينسجم مع ظروف الاقتصاد بشكل عام وأداء المحفظة بشكل خاص.

يحاول هذا الفصل التعريف بطرق قياس الربحية المصرفية وخطوات تكوين محافظ استثمارية بالمصارف التقليدية واستراتيجيات إدارة هذه المحافظ بما يحقق للمصرف أكبر منفعة ممكن من حيازة الأصول المالية المتنوعة

المبحث الأول:

الربحية في المصارف التقليدية

١. الربحية المصرفية ومقاييسها:

تعد الربحية المصرفية الهدف الأساسي للمصرف وهي الشرط اللازم لبقاء المصرف واستمرار عمله، وهنا لا بد أن نذكر أن كفاءة الإدارة في تحديد مصادر وأحجام التمويل اللازمة لعمل المصرف وكفاءتها في تحديد مجالات استثمار واقراض هذه الأموال هو العامل الأساسي الذي يساهم في تحقيق المصرف للأرباح وتعظيمها.

وقد أشار بعض الباحثين الى تعريف الربحية إلى أنها:^١

((قدرة المنشأة على تحقيق العائد المناسب على الأموال المستثمرة في أنشطتها، وفي تحليل الربحية للمنشأة يتوجب مراعاة عنصرين أساسيين هما اللذان يحددان الربحية: قدرة المنشأة على الرقابة على التكاليف، وكفاءة الإدارة في استخدام الأصول في توليد المبيعات)).

بينما فرق باحثون آخرون بين مفهومي الربح المحاسبي والربح الاقتصادي:^٢

فالربح بمفهومه المحاسبي: هو الزيادة في الإيرادات الكلية عن التكاليف الكلية خلال مدة معينة، أي أنه الفرق بين العوائد المحققة وكلفتها.

الربح بمفهومه الاقتصادي: وهي زيادة الإيرادات الكلية عن التكاليف الكلية سواء كانت ظاهرة أو ضمنية (تكلفة الفرصة البديلة).

وهناك مجموعة من المؤشرات المالية التي تستخدم في قياس ربحية المصارف أهمها ثلاثة نسب:^٣

أ- العائد على إجمالي الأصول (ROA):

وهي نسبة تقيس العائد المتولد عن استثمار ليرة سورية واحدة في الموجودات بغض النظر عن مصدر التمويل إن كان داخلياً أو خارجياً ويعطى بالصيغة

$$ROA = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

وهنا لا بد أن نشير بأنه كلما زادت هذه النسبة زادت ربحية المصرف.

^١ القاضي، لورين. (٢٠١٦). أثر كفاءة إدارة المحفظة على ربحية المصارف التجارية – دراسة اختبارية على المصارف التجارية الأردنية بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. مرجع سبق ذكره، ص ٢٩.

^٢ كنعان، علي وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف. مرجع سبق ذكره، ص ٤٤٤.

^٣ جميل، سنان محمد وسعيد، سوسن. (٢٠٠٧). تقييم أداء المصارف التجارية باستخدام نسب السيولة والربحية بالتطبيق على مصرف الموصول للتنمية والاستثمار بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. ورقة بحثية، مجلة تنمية الراقدين، المجلد ٨٥ العدد ٢٩، ص ١١١:١٣١.

ب- العائد على حقوق الملكية (ROE):^١

وهو يقيس العائد على رؤوس الأموال الخاصة المستثمرة في البنك (العائد الذي يحققه حملة الأسهم العادية) ويعطى بالعلاقة:

$$ROE = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

وكذلك كلما زادت هذه النسبة زادت ربحية المصرف.

ت- صافي هامش الفائدة (NIM):

وهو يقيس قدرة المصرف على توليد أرباح من خلال الفرق بين الفوائد المفروضة على القروض والمتحصلة من الاستثمارات وبين الفوائد المدفوعة على الودائع والأموال المقترضة من قبل البنك وتعطى بالصيغة:

$$NIM = \frac{\text{الفوائد الدائنة - الفوائد المدينة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وكما زادت هذه النسبة يعني زيادة الهامش الموجب بين الفوائد الدائنة والمدينة وبالتالي زيادة هامش ربح المصرف.

٢. العوامل المؤثرة على الربحية في المصارف التقليدية:

يوجد العديد من العوامل التي تؤثر على الأرباح التي تحققها المصارف، ويمكن تصنيفها الى عوامل خارجية تعلق بالبيئة الخارجية التي تحيط بالجهاز المصرفي والتي تؤثر على عمل جميع المصارف (الاستقرار الأمني والاقتصادي) وعوامل داخلية خاصة بكل مصرف.

وفيما يلي نستعرض أهم العوامل التي تؤثر على الربحية المصرفية:

أ- العوامل الخارجية:

وهي مجموعة العوامل المتعلقة بظروف الاقتصاد الكلي ولعل أهمها:

- i. **الظروف الاقتصادية والسياسية:** حيث تتأثر الأرباح التي تحققها المصارف باستقرار الظروف السياسية والاقتصادية للدول، لأن أي اضطرابات ستؤدي الى زيادة حجم القروض المتعثرة وعزوف المصارف عن منح تسهيلات ائتمانية جديدة بالإضافة الى زيادة مخصصات الديون المشكوك فيها وهذا ما يؤثر سلباً على ربحية هذه المصارف.^٢

^١ جبل، علاء الدين. (٢٠٠٤). تحليل القوائم المالية. منشورات جامعة حلب، ص ١٦٢.

^٢ أبو زعيتر، باسل جبر حسن. (٢٠٠٦). العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية العاملة في فلسطين (١٩٩٧-٢٠٠٤)، مرجع سبق ذكره، ص ٩٢.

- ii. التشريعات والضوابط المصرفية:** تصدر السلطات النقدية تعليمات وقوانين تهدف من خلالها الى الحفاظ على السلامة المالية للمصارف وتنظيم عمل المصارف^١. ولعل أهم القوانين التي تنظم عمل المصارف التقليدية في سورية هو القانون رقم ٢٨ لعام ٢٠٠١ وتعديلاته والذي حدد فيه الحد الأدنى لرأسمال المصارف والمجالات التي يسمح للمصارف السورية النشاط فيها والتي منها شراء وبيع جميع أنواع الأسهم والسندات للشركات المساهمة المطروحة أسهمها للاكتتاب العام وجميع الأوراق المالية التي يسمح بتداولها في الجمهورية العربية السورية^٢.
- iii. النمو الاقتصادي:**^٣ فعندما تسود ظروف اقتصادية جيدة يزداد طلب الشركات والأفراد على القروض وبالتالي زيادة أرباح المصرف والعكس صحيح، فعندما تسود ظروف اقتصادية سيئة يتكبد البنك خسائر بفعل انخفاض الطلب على القروض والخسائر الائتمانية الناجمة عن القروض المتعثرة.
- iv. معدل التضخم:** على الرغم من الآثار السلبية التي تسببها معدلات التضخم المرتفعة على الاقتصاد الوطني، فإن تأثير معدل التضخم على ربحية المصارف يتحدد تبعاً لقدرة البنك على التنبؤ بمعدلات التضخم وعكسها ضمن هامش الفائدة (الفرق بين الفوائد الدائنة والمدينة)، كما يتحدد بمقدار انعكاس معدل التضخم على التكاليف التشغيلية للمصارف وخاصة بند (الأجور والرواتب).
- v. معدل الفائدة:** يعد معدل الفائدة أحد أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها السلطات النقدية، ويتباين تأثير سعر الفائدة على الربحية المصرفية فمثلاً عندما تكون معدلات الفائدة مرتفعة جداً تزداد تكلفة جذب الودائع للمصارف وهذا ما يؤثر سلباً على الأرباح التشغيلية. وعندما تكون منخفضة جداً سيؤدي ذلك الى تسرب الودائع خارج الجهاز المصرفي وهذا ما يؤثر على قدرة المصارف على من قروض وبالتالي على أرباحها.
- vi. الوعي المصرفي:** يؤثر الوعي المصرفي وطرق الدفع في الاقتصاد على أرباح المصارف، حيث إن انتشار الثقافة المصرفية في المجتمع واستخدام عمليات الدفع الالكتروني والوصول

¹ Sufian, Fadlazan and Habibullah, Muzfar Shah. (2009). Banks specific and macroeconomic determinants of bank profitability: Evidence from the China banking sector. Research paper, Frontiers of china, Vol. 4, P. 288.

^٢ القانون رقم ٢٨ لعام ٢٠٠١ (قانون إحداث المصارف الخاصة في سورية).

³ Trujillo-Ponce, Antonio. (2013). what determines the profitability of banks? Evidence from Spain. Research paper, journal of accounting and finance, Vol. 53, P.570.

لمرحلة الشمول الالكتروني يساعد المصارف على تحقيق أرباح إضافية من خلال العملات التي تحصل عليها من خلال السحب والإيداع والدفع.

vii. المنافسة: تؤثر المنافسة بين المصارف على ربحيتها، وذلك بسبب محدودية الموارد المالية المتاحة للمصارف مما يضطرها الى دفع معدلات فائدة مرتفعة لجذب الودائع وخاصة إذا كان هناك أكثر من بنك يعملون في منطقة معينة وتظهر أوجه المنافسة الأخرى من خلال ابتكار منتجات مصرفية جديدة أو تخصيص القطاعات والصناعات التي يمكن تمويلها بالإضافة الى جودة الخدمات المقدمة.

ب- العوامل الداخلية:

وهي مجموعة العوامل التي تتعلق بالمصرف وإدارته ومنها:

i. حجم المصرف: ويقصد به مجموع الأصول التي يمتلكها المصرف، حيث وجدت بعض الأبحاث أن كلما زاد حجم المصرف زادت أرباحه وذلك بسبب وفورات الحجم (انخفاض تكلفة الخدمة المقدمة بسبب زيادة كمية الخدمات المصرفية المقدمة)، بينما ترى دراسات أخرى أن المصارف الصغيرة والمتخصصة أكثر كفاءة في تخفيض تكاليفها وبالتالي زيادة أرباحها.¹

ii. هيكل الأصول: حيث توصلت العديد من الدراسات أنه كلما زاد حجم القروض الممنوحة كنسبة من أصول البنك إن ذلك سيؤدي الى زيادة ربحيته على الرغم من أن ذلك يعرضه لمزيد من مخاطر السيولة.

iii. جودة الأصول: ويقصد بذلك أنه كلما زاد حجم القروض العاملة والاستثمارات الربحية التي يقوم بها البنك زادت ربحية البنك وخاصة أن زيادة حجم القروض المشكوك بها يعني تخصيص البنك جزءاً من هامش ربحه كاحتياطات لمواجهة خسائر البنك المحتملة بالإضافة الى زيادة تكاليف مراقبة القروض الممنوحة وبالتالي انخفاض صافي الربح المحقق من قبل البنك.

iv. هيكل رأس المال:² ويقصد به تركيب رأس المال المصرفي سواء كان رأس مال خاص (أموال المالكين) أو الديون (القروض طويلة ومتوسطة الأجل)، فعلى الرغم من أن

¹ Wang, Rouchen and Wang, Xuan. (2015). What determines the profitability of banks. Evidence from US. Simon Fraser University, Canada, P.3.

² Trujillo-Ponce, Antonio. (2013). what determines the profitability of banks? Evidence from Spain. Op.Cit, P.566.

الدراسات السابقة أظهرت أن تكلفة حقوق الملكية تكون مرتفعة إلا أنها تحقق الأمان للمصرف وتضمن له الاستمرار وبالتالي تحقيق أرباح أكبر في المستقبل، بينما الاعتماد على الاستدانة في تمويل رأس مال البنك فإنه سيكبد البنك دفع فوائد مرتفعة على هذه القروض (تكلفة الدين) وبالتالي تخفيض هامش الربح المحقق.

v. هيكل التمويل: تعتمد المصارف بشكل أساسي في تمويل أعمالها وأنشطتها على ودائع المتعاملين وذلك في الظروف الاقتصادية الملائمة ولكن عند زيادة حجم الطلب على القروض غالباً ما تلجأ المصارف لتمويل أنشطتها عن طريق إصدار السندات أو الحصول على قروض متوسطة أو طويلة الأجل وذلك تجنباً لرفع الفوائد على الودائع وبالتالي تخفيض هامش الربح.

vi. الكفاءة: ويقصد بذلك قدرة إدارة المصرف على ضبط النفقات واستخدام الوسائل التقنية الحديثة وتخفيض تكاليف التشغيل مع الحفاظ على جودة الخدمات المقدمة للمتعامل سيساهم في زيادة أرباح البنك.

vii. تنوع الدخل: تعتبر القروض المصدر الأساسي لربحية المصارف ولكن لا بد للمصارف من تنوع مصادر الدخل لديها من خلال استثمار جزء من الأموال المتاحة للإقراض في الأسواق المالية وزيادة العمولات على الخدمات المصرفية المقدمة وتقديم الخدمات الاستثمارية الخاصة للمتعاملين بما يحقق لها زيادة في العمولات الدائنة وبالتالي زيادة أرباحها.

المبحث الثاني:

المدخل النظري لمفهوم المحفظة الاستثمارية

تمهيد:

تنسب نظرية المحفظة الاستثمارية الى (Harry Markowitz) حيث قدم عام ١٩٥٠ ورقة بحثية يقيس فيها مزايا التنوع في خفض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر وذلك باستخدام الانحراف المعياري كمقياس لخطر الاستثمار، وأهم استخلاصات نموذج ماركويتز أنه إذا لم تكن عوائد الأوراق المالية الداخلة في تركيب المحفظة مرتبطة ببعضها البعض ارتباطاً تاماً موجباً فإن خطر المحفظة الاستثمارية يمكن تخفيضه من خلال التنوع.

وفي عام ١٩٦٠ تم تطوير هذه النظرية على يد مجموعة من الباحثين ومنهم (Treynor, Sharpe, Linter, and Moses) حيث قاموا بتوسيع نظرية ماركويتز ليتم إنتاج ما يسمى (النظرية المعاصرة في المحفظة الاستثمارية) (MPT) والتي وجدت أن عوائد محفظة الأوراق المالية هي نتيجة لمخاطر محفظة السوق والتي لا يمكن التخلص منها بالتنوع.

١. مفهوم المحفظة الاستثمارية:

تتشابه تعاريف الواردة بمختلف المصادر لمفهوم المحفظة الاستثمارية وهنا نورد أهم هذه التعريفات:

نجد أولاً أن التميمي وسلام يعرفان المحفظة الاستثمارية ((بأنها عبارة عن تشكيلة من الأوراق المالية – أسهم أو سندات أو أسهم وسندات – والتي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم العائد))^١

بينما تعرفها القاضي بأنها ((المحفظة الاستثمارية عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو أوراق تجارية تمسكها البيوت المالية ويمكن أن تتكون المحفظة الاستثمارية من أصول حقيقية أو من أصول مالية أو مزيج يجمع بينهما))^٢

بينما يعرفها قاسم وعلي بأنها ((هي عبارة عن تشكيلة من أدوات الاستثمار وقد تكون من أصليين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها وكما قد يكون موظفاً لإدارتها. وتختلف المحافظ المالية في تنوع أصولها، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب والسلع ويمكن أن تكون جميع أصولها مالية

^١ التميمي، أرشد وسلام، أسامة. (٢٠٠٤). الاستثمار في الأوراق المالية (تحليل وإدارة). دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ص ١٩٠.

^٢ القاضي، لورين. (٢٠١٦). أثر كفاءة إدارة المحفظة على ربحية البنوك التجارية – دراسة اختبارية على المصارف التجارية الأردنية بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. مرجع سبق ذكره، ص ١٣.

كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والخيارات وفي أغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي تجمع بين الأصول الحقيقية والمالية^١

ومن خلال التعاريف السابقة نجد أن المصرف أو المستثمر عندما يقوم بتكوين محفظته الاستثمارية فإنه يسعى لتحقيق مجموعة من الأهداف ومنها:^٢

أ- حماية رأس المال:

وذلك من خلال المفاضلة بين التوليفات المختلفة للأصول المالية المختلفة التي تدخل في تركيب المحفظة الاستثمارية بما يسهم بالحفاظ على رأس المال المستثمر بالمحفظة ونموه ونمو الدخل الناتج عنها.

ب- الحصول على دخل مستمر:

إن الحصول على دخل مستمر ومستقر من المحفظة يعطي لمالك المحفظة إمكانية إعادة استثمار المبلغ الناتج في توسيع المحفظة وتحسين مستوى المعيشة.

ت- التنويع:

وذلك بما يضمن للمالك تحقيق هدف السيولة من خلال الاستثمار في أصول مالية ذات أجل قصير وهدف الربح من خلال الاستثمار في أصول مالية طويلة الأجل على أن يراعي مالك المحفظة كلفة التنويع عمليات المتاجرة والإدارة والحصول على المعلومات وذلك من خلال الابتعاد عن التنويع الساذج.

٢. أنواع المحافظ الاستثمارية:^٣

تختلف أنواع المحافظ الاستثمارية تبعاً للهدف منها فتقسم الى:

أ- **محافظ النمو:** وتستثمر هذه المحافظ بدرجة كبيرة في الأسهم العادية للشركات المتوقع نمو مبيعاتها بشكل كبير في المستقبل وتهدف بشكل أساسي الى تحقيق مكاسب رأسمالية للمستثمر أكثر من السعي لتحقيق دخل منتظم (توزيعات أرباح أو كوبونات السندات) ولذلك غالباً المخاطر المرتبطة بها النوع من المحافظ تكون عالية نسبياً نظراً للتقلبات المحتملة بأسعار الأسهم

^١ قاسم، عبد الرزاق والعلوي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٧٦.

^٢ التميمي، أرشد وسلام، أسامة. (٢٠٠٤). الاستثمار في الأوراق المالية (تحليل وإدارة). مرجع سبق ذكره، ص ١٩٦.

^٣ قاسم، عبد الرزاق والعلوي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٧٧.

ب-محافظ الدخل: والهدف منها تأمين دخل دوري مستقر للمستثمر وتركز على الأوراق المالية التي تحقق دخلاً سنوياً مثل أسهم الشركات الكبيرة أو ما تصدره هذه الشركات من سندات بالإضافة إلى السندات الحكومية.

ت-المحافظ المتوازنة: وهي أكثر الأنواع شيوعاً ويهدف من خلالها المستثمر الى تحقيق أرباح رأسمالية وعوائد دورية من أجل الحفاظ على رأسمال المحفظة وتنميتها ويحوي هذا النوع من المحافظ على أسهم عادية وسندات لشركات كبرى وأسهم ممتازة.

ث-المحافظ المتخصصة في قطاعات معينة:^١ وهي تتخصص في الاستثمار في أسهم شركات في قطاعات محددة كالاستثمار في أسهم وسندات لشركات الطيران أو الطاقة.

ج-المحافظ العالمية: وهي تستهدف الاستثمار في الأسهم والسندات بالأسواق الدولية بهدف تخفيض المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) ولكن ينشأ عنها نوع آخر من المخاطر وهي مخاطر أسعار الصرف.

ح-محافظ السوق النقدي:^٢ وهي المحافظ التي تحوي على الأوراق المالية قصيرة الأجل (مدرجة في سوق النقد) وتهدف الى توفير قدر عالٍ من السيولة والحفاظ على رأس المال وتحقيق عائد مادي (ولو كان قليلاً) بدلاً من الاحتفاظ بالأموال على شكل نقود ويعتبر هذا النوع من المحافظ هو المفضل للشركات الكبرى والمصارف.

٣. قياس العائد على المحفظة الاستثمارية ومخاطرها:

أ- العائد على المحفظة الاستثمارية:

إن أهم مقاييس نجاح مدير المحفظة في إدارتها هو العائد التي تدره المحفظة لحاملها وبما أن المحفظة تتكون من مجموعة الأصول المالية فلا بدّ من تلخيص أساليب قياس العائد على الأصل الفردي وأهم هذه المقاييس:^٣

i. العائد خلال فترة الاقتناء **Holding period return (HBR):** وهو الفرق بين قيمة

الأصل المالي في نهاية الفترة وقيّمته في بداية الفترة مع الأخذ بعين الاعتبار التوزيعات النقدية الحاصلة خلال الفترة ويعطى هذا المقياس بالعلاقة:

^١ قاسم، عبد الرزاق والعلوي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٧٧.

^٢ القاضي، لورين. (٢٠١٦). أثر كفاءة إدارة المحفظة على ربحية المصارف التجارية – دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. مرجع سبق ذكره، ص ٢٢.

^٣ CFA L1 book 5.(2020), derivatives, Alternative investments and portfolio management and equity investment. OP.Cit, P 96.

$$= \frac{P_t - P_0 + \text{Div}_t}{P_0}$$

حيث:

P_t : قيمة الأصل المالي في نهاية فترة الاستثمار.

P_0 : قيمة الأصل المالي في بداية فترة الاستثمار.

Div_t : التوزيعات النقدية خلال فترة الاستثمار.

إن قيمة (HPR) هي دائماً صفر أو أكبر ولا يمكن أن تكون سالبة، فإذا تجاوزت القيمة (١) فهذا يعني معدل عائد إيجابي وهذا يعني زيادة بثروة المستثمر، أما إذا قلت قيمة (HPR) عن (١) فهذا يعني معدل عائد سلبي وانخفاض في ثروة المستثمر.

ii. **حساب العائد باستخدام المتوسط الحسابي (arithmetic mean):** وهو عبارة عن المتوسط الحسابي لسلسلة من العوائد خلال فترات زمنية مختلفة ويعطى بالعلاقة:

$$= \frac{(R_1 + R_2 + R_3 + \dots + R_n)}{n}$$

حيث أن:

$R_{1, 2, N}$: هو العائد الفعلي على أصل مالي خلال فترات زمنية مختلفة.

n : عدد الفترات الزمنية.

iii. **حساب العائد باستخدام المتوسط الهندسي (Geometric mean):** وهو عبارة عن معدل مركب ويعطى بالعلاقة التالية:

$$= \sqrt[n]{(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times (1 + R_3) \times \dots \times (1 + R_n)} - 1$$

حيث أن:

$R_{1, 2, N}$: هو العائد الفعلي على أصل مالي خلال فترات زمنية مختلفة.

إن استخدام المتوسط الحسابي بحساب العائد غالباً ما يعطينا نتائج متحيزة (أعلى من العائد المقاس بطريقة المتوسط الهندسي) ولكنه مقياس جيد للعائد المتوقع عن فترة زمنية مستقبلية، بينما يعتبر المتوسط الهندسي أكثر دقة في حساب العائد عن فترات زمنية سابقة.

iv. **العائد المتوقع:** بناء على العوائد التاريخية يمكن للمصرف محاولة توقع العائد المستقبلي التي من الممكن تحقيقه في نهاية فترة الاحتفاظ، مع الأخذ بعين الاعتبار التوزيعات

الاحتمالية لإمكانية تحقق هذه العوائد وهذه التوزيعات تكون مرتبطة بالظروف الاقتصادية الكلية وتعطى بالعلاقة:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n R_i \cdot P_i$$

حيث يمثل (R_i) متوسط العائد المتوقع لاستثمار ما في الحالة الاقتصادية (t) مثقلاً باحتمال تحقق هذه الحالة الاقتصادية (P_i)، بينما $E(R)$ يمثل العائد المتوقع من الأصل المالي.^١

v. **العائد المطلوب:**^٢ ويقصد به العائد الذي يرغب المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نتيجة الاستثمار في أصل مالي خطر معين (السندات و الأسهم)، فالمستثمر يتوقع أن يحصل على مكافأة نتيجة تحمله لمخاطر إضافية بمعنى الحصول على علاوة مخاطرة، لذلك عندما يقوم المصرف باختيار الأصول المالية التي يرغب بضمها إلى محفظته لابد له من الأخذ بعين الاعتبار العائد الإضافي لكل أصل من الأصول و الذي يتمثل بالفرق بين (عائد الأصل المالي مطروحاً منه عائد الأصل المالي الخالي من المخاطرة – سندات الخزينة-). و يمكن حساب معدل العائد المطلوب من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من خلال العلاقة:

$$CAPM: E(R_i) = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

حيث يمثل :

$E(R_i)$: العائد المطلوب من قبل المستثمر.

R_f : يمثل العائد الخالي من المخاطرة.

β : تمثل المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها الأصل المالي

R_m : تمثل العائد على محفظة السوق.

$\beta(R_m - R_f)$: علاوة خطر السوق.

^١ الشهاب، أيمن. (٢٠١٥). اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سورية). أطروحة دكتوراه منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، ص ٥٦.

^٢ الشهاب، أيمن. (٢٠١٥). اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سورية). مرجع سبق ذكره، ص ٥٨.

ومما تقدم يمكن تحديد العائد المتوقع على محفظة استثمارية تتألف من أصول ذات مخاطر بأنه المتوسط المرجح للعائد على الأصول الفردية التي تتكون منها المحفظة ويعطى بالعلاقة التالية:¹

$$R_p = \sum_{g=1}^G w_g R_g$$

أو يمكن كتابتها بالشكل التالي:

$$R_p = w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_G R_G$$

حيث أن:

R_p : تمثل العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية خلال فترة الاستثمار

R_g : تمثل العائد على الأصل G خلال فترة الاستثمار

w_g : وزن الأصل ضمن المحفظة الاستثمارية.

G : عدد الأصول ضمن المحفظة الاستثمارية.

ب-مخاطرة المحفظة الاستثمارية:

تتعرض المحافظ الاستثمارية الى نوعين من المخاطر (مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة).

أما المخاطر المنتظمة فهي تمثل مخاطر السوق والمخاطر المتعلقة بظروف الاقتصاد الكلي والظروف السياسية والتي لا يمكن التخلص منها بالتنويع، أما المخاطر غير المنتظمة فهي مخاطر خاصة بالأصل المالي نفسه (سوء إدارة، سوء تخزين للسلع) ويمكن التخلص منها عن طريق التنويع.

وبالتالي فإن المخاطر الكلية التي تتعرض لها المحفظة تشمل المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

¹ Drake, Pamela and Fabozzi Frank. (2010). The basics of finance – An introduction to financial markets, business finance and portfolio management. Wiley ,USA, P. 418.

وقد أظهرت العديد من الدراسات أن العائد المتوقع على المحفظة يرتبط فقط بالمخاطر المنتظمة بمعنى أن السوق لا تعوض المستثمر عن المخاطر غير المنتظمة التي تحيط بمحفظة الاستثمارية.

و يعتبر الانحراف المعياري أهم المقاييس المستخدمة في قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية مؤلفة من أصلين خطرين و هو يقيس تقلب توزيع العائد حول قيمة متوقعة ويعطى بالعلاقة¹:

$$\sigma_{\text{portfolio}} = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2}$$

حيث أن:

w_1 : هو الوزن النسبي للأصل (١) ضمن المحفظة الاستثمارية.

w_2 : هو الوزن النسبي للأصل (٢) ضمن المحفظة الاستثمارية.

σ_1^2 : تمثل الانحراف المعياري للأصل (١) وهي تقيس المخاطرة المرتبطة بهذا الأصل.

σ_2^2 : تمثل الانحراف المعياري للأصل (٢) وهي تقيس المخاطرة المرتبطة بهذا الأصل.

ρ_{12} : وهو يمثل معامل الارتباط بين عائدي الأصل (١) و (٢).

ومن العلاقة السابقة يمكن أن نستخلص أن مخاطرة محفظة استثمارية إنما تتأثر بالخطر الخاص بكل أصل فردي تتضمنه مقاساً بالانحراف المعياري للأصل والوزن النسبي لهذا الأصل ضمن المحفظة الاستثمارية بالإضافة الى معامل الارتباط بين الأصلين. وإن معامل الارتباط يقيس الحركة المشتركة بين عوائد أصلين وتتراوح قيمته بين (-١، +١) فإذا كانت قيمة معامل الارتباط (+١) فهذا يعني أن انحرافات العوائد عن القيمة المتوقعة للعائد تتحرك باتجاه واحد وهنا يكون الارتباط موجب تام، أما إذا كانت قيمته (-١) فهذا يعني أن انحرافات العوائد عن القيمة المتوقعة للعائد تتحرك باتجاهين متعاكسين وهنا يكون الارتباط سالب تام،

أما إذا كانت قيمة معامل الارتباط (٠) فإن ذلك أنه لا يوجد علاقة بين عوائد الأصلين الماليين وإن معرفة حركة اتجاه أحد العوائد لا تفيدنا في معرفة حركة اتجاه العائد الآخر. ويسعى المستثمر دائماً لأن يكون معامل الارتباط بين الأصول التي تتضمنها المحفظة سالب تام لأن ذلك يخفض مخاطر المحفظة إلى أدنى حد ممكن، بينما عندما يكون معامل الارتباط

¹ CFA L1 book 5.(2020), derivatives, Alternative investments and portfolio management and equity investment. OP.Cit, P 105..

موجب تام فإن ذلك يرفع مخاطر المحفظة الى أعلى حد (مع مراعاة الأوزان النسبية للأصول
الخطرة ضمن المحفظة).^١

٤. المحفظة المثلى:

إن أبرز تعريف للمحفظة المثلى هو ((هي المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى
معين من المخاطر أو تلك التي تخفض الخطر الى الحد الأدنى عند مستوى معين من العائد
المتوقع)).^٢

تختلف مكونات المحفظة المثلى باختلاف نوع المستثمر، حيث إن مكونات المحفظة المثلى
لمستثمر رشيد تختلف عن مكونات المحفظة المثلى للمضارب. وإن نوع المستثمر إنما يتحدد
في طور متغيرين:

أ- معدل العائد على الاستثمار (ROI):

ويقصد به الزيادة في القيمة الإجمالية للأصول المكونة للمحفظة منسوبة إلى القيمة الإجمالية
لهذه الأصول.

ب- مستوى المخاطرة:

وهو أقصى حد من المخاطرة يمكن أن يتحملة المستثمر.

ومما سبق نرى أن المضارب تكون قدرته أكبر على تحمل مخاطر إضافية في سبيل تحقيق
معدل عائد أعلى.

وبما أن معظم المستثمرين في السوق يتصفون بالعقلانية فبناء عليه يتم تحديد مواصفات
المحفظة المثلى بما يلي:

- i. إن المحفظة المثلى تحقق للمستثمر التوازن بين العائد والمخاطرة.
- ii. أن تتسم أصولها بقدر كافٍ من التنوع (تنوع جغرافي-تنوع بفئات الأصول-تنوع بأجال
الاستحقاق).
- iii. أن تحقق للمستثمر حداً أدنى من السيولة مما يمنحه المرونة في إجراء تعديلات جوهرية في
مكونات المحفظة يراها المستثمر ضرورية.

¹ CFA L1 book 5.(2020), derivatives, Alternative investments and portfolio management and equity investment. OP.Cit, P 106

² قاسم، عبد الرزاق والعلي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٩٥.

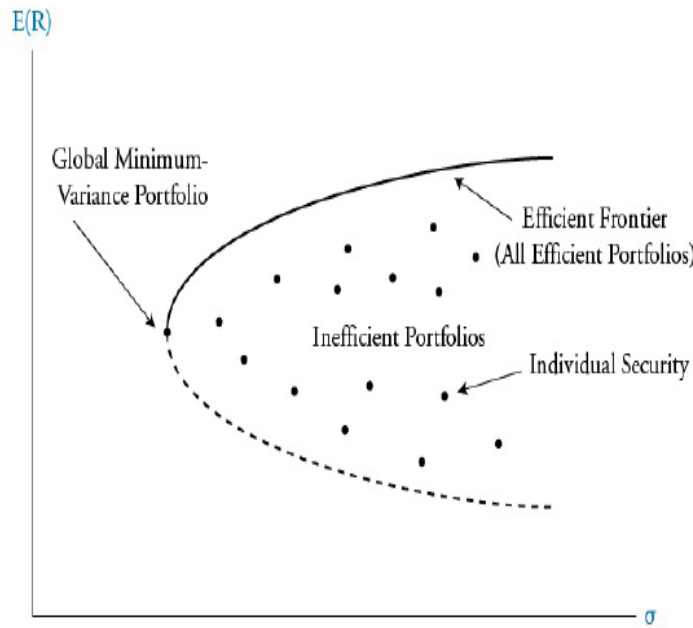
وبالتالي فإذا كان أمام المستثمر محفظتين تحققان له العائد نفسه ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما فإنه سيختار المحفظة ذات المخاطر الدنيا، أما إذا كان أمام المستثمر محفظتين لهما درجة نفسها فإن المستثمر سيختار المحفظة ذات العائد الأعلى.

ولتوضيح مفهوم المحفظة المثلى لابد من توضيح مفهومين أساسيين هما (منحني الحد الكفاء أو ما يعرف بمنحني الحد الفعال ومنحنيات السواء).

(١) **منحني الحد الكفاء:**^١ وهو يمثل النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى ويرسم من خلال العلاقة (مقايضة العائد بالمخاطرة) بناء على البيانات التاريخية لهذين العنصرين لمختلف أدوات الاستثمار على أن تكون الأدوات هي أصول خطرة (ليست أصول خالية من المخاطر)

ويمثل الشكل التالي منحني الحد الكفاء:

الشكل ٣: منحني الحد الكفاء



المصدر: Cfa schweser notes Book 2020

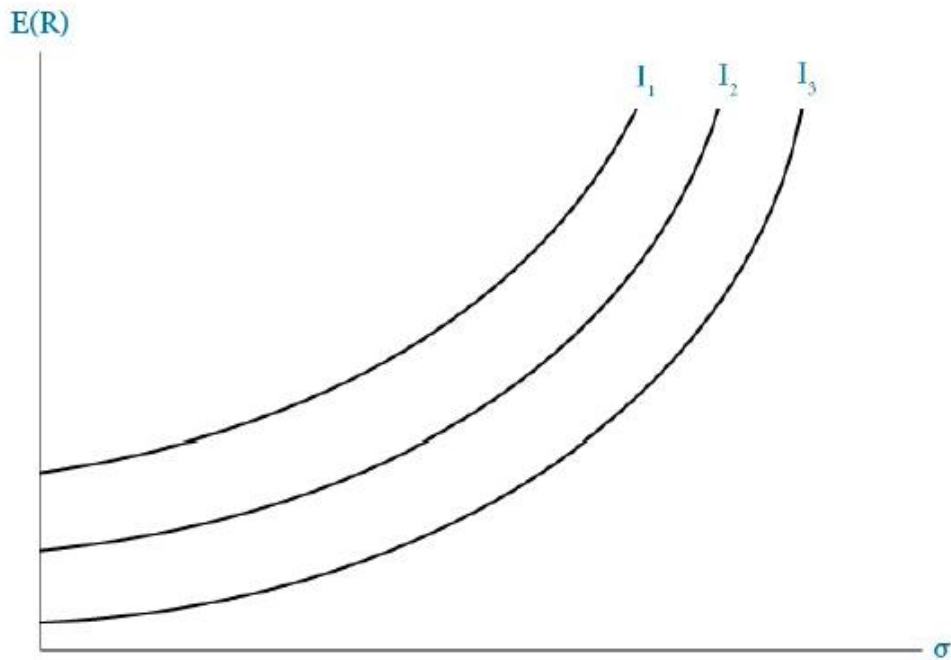
¹ Elton, Edwin, Gruber, Martin, Brown, Stephen and Goetzmann, William.(2014). Modern portfolio theory and investment analysis, (9th Ed.), USA, Wiley, p81.

حيث يمثل المحور العامودي $E(R)$ العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية والمحور الأفقي مخاطرة المحفظة، تقع على منحنى الحد الكفء جميع المحافظ الكفوءة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى محدد من المخاطرة أو أدنى مخاطرة ممكنة عند مستوى محدد من العائد.

(٢) منحنيات السواء:^١

حيث تعكس منحنيات السواء ميول المستثمرين تجاه العلاقة بين (المخاطر والعائد) وبالتالي تعكس سلوك المستثمر في مقايضة العائد بالمخاطر والذي يختلف من مستثمر لآخر حسب درجة المخاطرة المقبولة من المستثمر أو العائد الذي يرغب بالحصول عليه

الشكل ٤ : منحنيات السواء للمستثمر



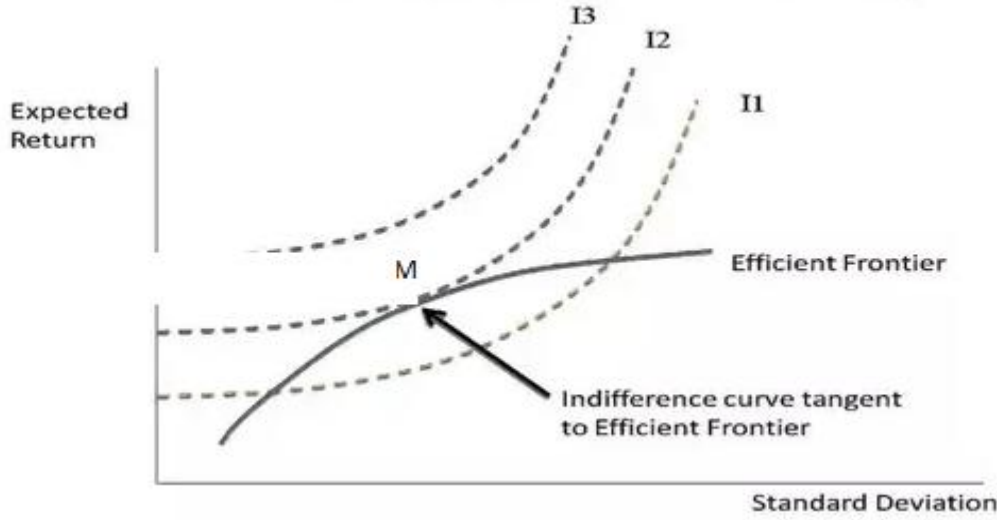
المصدر: Cfa schweser notes Book 2020

يمثل الشكل رقم (٤) منحنيات السواء للمستثمر ونلاحظ أن هذه المنحنيات تتجه من الأسفل إلى الأعلى من يسار إلى اليمين، ونلاحظ أن المستثمر عند منحنى سواء (I_1) يرغب بتحقيق مستوى أعلى من العائد من منحنى السواء (I_3) وذلك عند نفس درجة المخاطرة، ونلاحظ أيضاً أن

^١ قاسم، عبد الرزاق والعلوي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٩٩

مستوى منحنى السواء يهبط من الأعلى الى الأسفل فإذا لم يحقق المستثمر محفظته المثلى عند منحنى السواء (I_1) فإنه سيضطر للتنازل والبحث عنها عند منحنى سواء أدنى وهو (I_2).

الشكل ٥: المحفظة المثلى ومنحنى الحد الكفاء



المصدر: Cfa schweser notes Book 2020

وفي النهاية نجد أن المحفظة المثلى تقع عند نقطة تماس منحنى الحد الكفاء بمنحنى السواء للمستثمر ويمكن التعبير عليها بيانياً بالنقطة (M) كما في الشكل رقم (٥).

المبحث الثالث:

إدارة المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية

تمهيد:

بعد أن يقوم المصرف بتخصيص الأموال المتاحة بين القروض والاستثمارات، فإن المصرف سيقوم بعد ذلك بتكوين محفظته الاستثمارية آخذاً بعين الاعتبار حجم وطبيعة الودائع لديه والحد الأقصى للاستثمار بكل أصل مالي والقواعد القانونية وتعليمات السلطات النقدية. فما هي الخطوات التي تتبعها المصارف عند تكوين المحفظة الاستثمارية؟

١. بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية:

تمر عملية بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية بأربع خطوات رئيسية^١:

أ- التخطيط:

ويقصد به تحديد هدف البنك من تكوين المحفظة الاستثمارية مع تحليل قدرة البنك على تحمل المخاطر والعائد الذي يرغب بالحصول عليه. وتحديد القطاعات التي يفضل البنك الاستثمار فيها والأدوات المالية المتاحة. ومن ثم تحديد مؤشر معين أو مقياس يمكن للبنك من خلاله تحديد مدى تحقيق أهداف المحفظة المكونة من عدمها.

ب- التوقيت: تتصف السوق المالية بالحركة المستمرة وعدم الاستقرار، لذلك يجب على البنك تحديد وقت الدخول الى السوق (الشراء عندما تكون سعر الأصل المالي متدني) وتوقيت الخروج من السوق (البيع عندما يكون سعر الأصل مرتفعاً) وبالتالي تحقيق الأرباح، بالإضافة إلى تجنب الدخول الى السوق في أوقات حدوث الفقاعات السعرية.

ت- التنفيذ^٢:

ويقصد بذلك أن تكون إدارة الاستثمار رشيدة في اتخاذ قرارات الاستثمار بناء على تحليل دقيق لخصائص العائد والمخاطرة لفئات الأصول التي يرغب البنك بالاستثمار بها، وتخصيص المبالغ لكل فئة من هذه الفئات. ثم تحديد الأوراق المالية ذات الجاذبية للاستثمار داخل كل فئة وضمها إلى محفظة المصرف.

^١ جميل، أحمد صبحي. (٢٠١٥). الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية ((دراسة حالة عينة من المصارف العراقية)). مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد ٤٤، ص ٢٧٧.

^٢ CFA L1 book 5.(2020), derivatives, Alternative investments and portfolio management and equity investment. OP.Cit, P 81

ث- المراجعة والمتابعة:

ويقصد بذلك المراجعة المستمرة لمكونات المحفظة لمقارنة أداء مع المؤشر التي تم وضعه في مرحلة التخطيط، والتعديل المستمر لمكونات المحفظة بحيث يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يتوقع أن تحقق أداء جيداً في المستقبل والتخلص من الأوراق المتوقعة أن تحقق أداء سيء.

٢. تنويع المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية:

يعد قرار تنويع المحفظة الاستثمارية أحد أهم القرارات المصاحبة لتكوين المحفظة الاستثمارية لأن له دور كبير في تخفيض المخاطر غير المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية.

ويقصد بتنويع المحفظة الاستثمارية: ((قرار البنك بتحديد تشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكون منها محفظة الأوراق المالية، حيث من شأن اختيار التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب عن ذلك أي تأثير عكسي على عائد المحفظة))^١

وهناك عدة أساليب لتنويع محفظة الأصول المالية وأهمها:

أ- التنويع بحسب جهة الإصدار:

عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة وتوزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة وهناك طريقتان لهذا الأسلوب:

i. التنويع الساذج:^٢ ويقوم هذا الأسلوب على فكرة مفادها أنه كلما زاد عدد الأصول المالية داخل المحفظة انخفضت المخاطر التي تتعرض لها المحفظة انطلاقاً من مقولة (لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة).

ويفترض هذا الأسلوب أن قيام إدارة الاستثمار بتكوين محفظة استثمارية مكونة من ١٥ ورقة كحد أقصى من شأنه أن يؤدي إلى التخلص من المخاطر غير المنتظمة ولذلك غالباً ما نرى أن المصارف تطبق هذا الأسلوب من خلال فرض حد أقصى للاستثمار في ورقة مالية معينة كأن لا يزيد حجم الاستثمار في أصل مالي معين نسبة ٥% من مجموع الأموال المخصصة للمحفظة.

ولكن المغالاة في تطبيق التنويع الساذج قد يكون له مجموعة من السلبيات أهمها:

^١ هندي، منير إبراهيم. (٢٠٠٢). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٩.

^٢ قاسم، عبد الرزاق والعلوي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٧٨.

(١) ازدياد تكاليف المعاملات لأن اتباع هذا الأسلوب يفرض على إدارة الاستثمار القيام بعمليات بيع وشراء كثيرة للأوراق المالية المختلفة.

(٢) اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة نتيجة المغالاة في ضم أوراق مالية لا تتناسب عوائدها مع المخاطر المرتبطة بها إلى المحفظة.

(٣) صعوبة إدارة المحفظة الاستثمارية، وذلك لأن عملية الإدارة تحتاج إلى تحليل مستمر للمراكز المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية المحتفظ بها، وبالتالي ضم كمية كبيرة من الأوراق المالية يتطلب جهداً ووقتاً أكبر في عملية التحليل والإدارة.

ii. تنوع ماركويتز:^١

يقوم هذا الأسلوب على الاختيار الدقيق لمكونات المحفظة الاستثمارية اعتماداً على قيمة معامل الارتباط بين مكوناتها، فبالنسبة لمعامل الارتباط فتتراوح قيمته بين (-١، +١).

فإذا كانت قيمة معامل الارتباط بين عوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية (+١) فهذا يعني أن الارتباط تام موجب أي أن العلاقة طردية بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة و عندها تكون المخاطر التي تتعرض لها المحفظة عند أقصى حد ممكن، و كلما انخفضت قيمة معامل الارتباط انخفضت المخاطر التي تتعرض لها المحفظة تدريجياً حتى يمكن أن نقول أن المحفظة تتخلص من معظم المخاطر غير المنتظمة و ذلك عندما تكون قيمة معامل الارتباط تساوي (-١) و ذلك يعني أن هناك ارتباط سلبي تام أي علاقة عكسية بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة.

وهنا لا بدّ أن نذكر أن الأوزان النسبية للأصول المالية ضمن المحفظة وأسلوب تخصيص هذه الاستثمارات له دور كبير إلى جانب معامل الارتباط في التأثير على المخاطر التي تتعرض لها المحفظة.

ب- التنوع بحسب تاريخ الاستحقاق:^٢

وفقاً لهذا الأسلوب يتم تكوين المحفظة الاستثمارية في المصارف بناءً على ثلاثة طرق:

i. **الأسلوب الهجومي:** ويقصد به التحول المستمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل وبالعكس بناءً على توقعات أسعار الفائدة المستقبلية.

¹ Drake, Pamela and Fabbozzi Frank. (2010). The basics of finance – An introduction to financial markets, business finance and portfolio management Op.Cit.p 427.

^٢ قاسم، عبد الرزاق والعلي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. مرجع سبق ذكره، ص ٨٣.

فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل فتسارع إدارة الاستثمار الى بيع ما تملكه من أوراق طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء أوراق مالية قصيرة الأجل لحماية محفظتها من تكبد خسائر رأسمالية، وعند توقع انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فإن إدارة الاستثمار تقوم بشراء أوراق مالية طويلة الأجل بهدف تحقيق استقرار في العائد.

ii. أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق: ويقوم هذا الأسلوب على توزيع مخصصات المحفظة على أوراق مالية طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل وهذا ما يمنح المصرف المرونة في تسييل مكونات المحفظة قصيرة الأجل عند الحاجة والاستفادة من العائد الذي تحققه الأوراق المالية طويلة الأجل. فإذا كان المصرف يرغب باستثمار مبلغ وقدره ١٠ ملايين ليرة سورية لمدة ١٠ سنوات فإنه يقوم بتقسيم كامل المبلغ إلى ١٠ أجزاء كل منه مليون ليرة سورية ويستثمر الجزء الأول لمدة عام واحد والجزء الثاني لمدة عامين وهكذا.... يتم استثمار الجزء العاشر بأوراق مالية ذات أجل استحقاق ١٠ سنوات، وعندما تستحق الأوراق المالية بعد عام يستخدم حصيلتها في شراء أوراق مالية لمدة عشرة سنوات.

iii. أسلوب التركيز على الأوراق المالية القصيرة و طويلة الأجل: حيث توزع مخصصات المحفظة الاستثمارية على أوراق مالية قصيرة الأجل (أقل من ٣ سنوات) و أوراق مالية طويلة الأجل (من ٧ الى ١٠ سنوات) مما يؤمن هدفي الربحية السيولة للمحفظة الاستثمارية، و تعتمد عملية الاستثمار وفق هذا الأسلوب على مقدار الطلب على القروض في المصرف، فإذا كان الطلب كبيراً على القروض يزيد استثمار المصرف في الأوراق المالية قصيرة الأجل وإذا كان الاقتصاد الوطني يمر بمرحلة كساد و الطلب قليل على القروض تقوم إدارة الاستثمار بزيادة حصة الأوراق المالية طويلة الأجل ضمن المحفظة.

ت- التنوع الدولي:

ويمكن للمصرف من خلال الاستثمار بأوراق مالية دولية تخفيض المخاطر المنتظمة التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة الاستثمارية ويجب أن تراعي إدارة الاستثمار عند التنوع الدولي أن يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية الأجنبية والأوراق المالية المحلية سالباً أو صفراً، وعلى الرغم من أهمية هذا الأسلوب من التنوع في تخفيض المخاطر العامة الناشئة عن ظروف الاقتصاد الكلي او الظروف الأمنية والسياسية في البلد إلا أنه ينجم عنه مخاطر جديدة وهو مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

٣. سياسات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية:

هناك ثلاث سياسات تتبعها إدارة الاستثمار في المصرف عند إدارة المحافظ الاستثمارية:^١

أ- السياسة الفعالة أو الهجومية (Aggressive Policy):

غالباً ما يتم اللجوء إليها في أوقات النمو والرخاء الاقتصادي، حيث يتم تكوين محفظة استثمارية تكون قاعدتها مؤلفة من أسهم عادية بنسبة ٨٠%. حيث تعمل إدارة الاستثمار في المصرف عن البحث عن الشركات الناشئة و التي تكون أسهمها مقيمة بأقل من سعرها الحقيقي و التي يتوقع أن تحقق نمواً كبيراً في المستقبل، و تكون الغاية من تكوين هذه المحافظ هو تحقيق الأرباح الرأسمالية نتيجة الفروقات بين الأسعار السوقية و أسعارها الفعلية.

ب- السياسة الدفاعية (defensive policy):

ويتم اللجوء إليها في أوقات الركود، وتتكون في قاعدتها من سندات حكومية وسندات تصدرها الشركات وبأجل مختلفة وتشكل هذه السندات من ٦٠-٨٠% من رأسمال الشركة، ومن خلالها يبحث البنك عن الأمان وتحقيق عائد دوري مستقر.

ت- السياسة المتوازنة (Balanced Policy):

يتم تبنيها من قبل معظم المصارف وتجمع بين السياستين الدفاعية والهجومية وتتميز بأنها تحقق للمصرف الأمان والعائد الدوري كما تتيح له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية وتتكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة والسندات بأنواعها المختلفة.

٤. استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية:

هناك مجموعة من الاستراتيجيات التي تتبعها إدارة الاستثمار في المصرف في سبيل إدارة الأصول المالية التي تضمها ضمن محفظتها الاستثمارية وتختلف هذه الاستراتيجيات باختلاف نوع الأصل المالي ويمكن تصنيفها كالتالي:

أ- استراتيجية إدارة الأصول المالية ذات الدخل الثابت:^٢

وتشمل على أسلوبيين الإدارة الساكنة والإدارة النشطة لهذه الأصول.

¹ Abu-Orabi, Marwan Mohammed.(2012). Assessment of investment portfolios of Jordanian Banks. European scientific Journal, Vol. 8, No. 12, P.260.

^٢ مشروم، نوال. (٢٠١٨). استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية. مجلة أبحاث ودراسات – المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد ٣١، ص ١٠٠.

i. أسلوب الإدارة الساكنة (السلبية): لا يحتاج هذا الأسلوب في الإدارة إلى خبرة كبيرة، ووفقاً لهذا الأسلوب تفترض إدارة الاستثمار في المصرف أن توقعات السوق هي الأمثل وأنه لا يمكن هزيمة مؤشر السوق ويتم تكوين المحافظ السندات وفق أسلوب الإدارة الساكنة بناءً على طريقتين:

(١) استراتيجية الحيازة والشراء: حيث يقوم هذا الأسلوب على اختيار سندات تتناسب مع أهداف البنك من حيث جودة الائتمان ومعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق، ويحتفظ البنك بهذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق.

(٢) استراتيجية النسخ الكامل المتماثل (Indexing):^١ وتقوم هذه الاستراتيجية على قيام إدارة الاستثمار في البنك بتكوين محفظة من السندات تماثل مؤشر سوق السندات من حيث السندات المدرجة أو من حيث الأوزان النسبية، وذلك في محاولة للحصول على عائد يماثل عائد المؤشر، وقد طورت هذه الاستراتيجية من خلال الاعتماد على تكوين محفظة من السندات تحتوي على عينة من السندات تمثل القطاعات المختلفة ضمن المؤشر. من سلبيات هذه الاستراتيجية ارتفاع التكاليف المرتبطة بعمليات الشراء والبيع المتكررة (ارتفاع تكاليف التكوين).

ii. أسلوب الإدارة النشطة:^٢ ووفقاً لهذا الأسلوب يكون لإدارة الاستثمار خبرة كبيرة في التنبؤ بأسعار الفائدة وتقييم ائتمان الجهة المصدرة وفيها يبحث المصرف عن سندات تحقق عائد أعلى وجودة ائتمانية أفضل ولعل أفضل الاستراتيجيات المرتبطة بهذا الأسلوب هي:

(١) استراتيجية توقعات أسعار الفائدة: وفيه يتم تعديل مكونات محفظة السندات بناءً على توقعات أسعار الفائدة في المستقبل فإذا توقعت إدارة الاستثمار ارتفاع أسعار الفائدة مستقبلاً فإنه يتم التركيز على ضم السندات قصيرة الأجل إلى المحفظة تجنباً لتكبد خسائر رأسمالية، وإذا كان التوقع انخفاض أسعار الفائدة يتم التركيز على شراء السندات طويلة الأجل في سبيل تأمين عائد مستقر.

(٢) استراتيجية التقويم المالي: ووفق هذه الاستراتيجية تلجأ إدارة الاستثمار إلى مقارنة خصائص السند (العائد وتاريخ الاستحقاق) مع تكلفته ومن ثم تلجأ إلى ضم السندات التي تكون قيمتها الحقيقية أقل من قيمتها السوقية بغرض تحقيق أرباح مستقبلية.

¹ Maggin, John L ,Tuttle, Donald L, Pinto, Jerald E, Mcleavey, Dennis W.(2007).Managing investment portfolios - Dynamic process -. CFA institute, USA, P.331.

^٢ مشروم، نوال. (٢٠١٨). استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية. مجلة أبحاث ودراسات – المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد ٣١، ص ١٠١.

٣) **أسلوب التحليل الائتماني:** ووفقاً لهذا الأسلوب يتم تحليل المركز المالي للمنشآت المصدرة للسندات للتعرف على قدرتها على مواجهة مخاطر الإعسار وبالتالي استخدام هذا التحليل في تحديد الشركات ذات الجودة الائتمانية المرتفعة بغرض ضمها الى المحفظة.

ب- استراتيجيات إدارة محفظة الأسهم:^١

وهناك أسلوبين أساسيين لإدارة محفظة الأسهم:

i. **أسلوب الإدارة الساكنة:** ويقوم هذا الأسلوب على قيام إدارة الاستثمار بشراء الأسهم والاحتفاظ بها حتى وقت طويل، وعادة ما يتم فيها محاكاة مؤشر معين للأسهم (مؤشر كامل، مؤشر قطاعي) والهدف منه تحقيق العائد الذي يحققه هذا المؤشر وهناك استراتيجيتين لتطبيق هذا الأسلوب:

١) **أسلوب المحاكاة التامة:** وفيه يتم شراء جميع الأسهم المدرجة في المؤشر المختار وبنفس الأوزان النسبية ضمن المؤشر وهذا ما يجعل أداء المحفظة متوافق تماماً مع أداء المؤشر ولكن أهم السليبيات المرتبطة بهذه الطريقة بارتفاع تكاليف المعاملات الناتجة عن شراء كميات كبيرة من الأسهم وضمها للمحفظة.

٢) **أسلوب العينة:** وفيه يتم شراء عينة من الأسهم تمثل الأسهم المدرجة في مؤشر مرجعي وبنفس الأوزان النسبية، وعلى الرغم من أن هذه الطريقة يمكن أن تقلل من تكاليف الصفقات إلا أنه يصعب من خلالها الوصول إلى نفس أداء المؤشر.

ii. **أسلوب الإدارة النشطة:** تقوم على أساس التعديل المستمر لمكونات المحفظة، ويهدف هذا الأسلوب إلى تحقيق عائد أكبر من العائد الذي يحققه السوق ويقوم هذا الأسلوب على طريقتين:

١) **طريقة التحليل الأساسي:** وتقوم على استراتيجيتين:^٢

i. **استراتيجية (القمة-القاعدة):** حيث يتم دراسة السوق وتحليله وتحليل القطاعات الاقتصادية المختلفة، ثم يتم اختيار القطاعات التي من المتوقع أن تحقق أفضل أداء في المستقبل، ومن ثم تحديد الأسهم ضمن القطاعات المفضلة وضمها للمحفظة.

^١ مشروم، نوال. (٢٠١٨). استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية. مرجع سبق ذكره، ص ٩٩.

^٢ Abu-Orabi, Marwan Mohammed.(2012). Assessment of investment portfolios of Jordanian Banks. Op.Cit, P. 262.

ii. **استراتيجية (القاعدة-القمة):** ومن خلال هذه الاستراتيجية يتم تجاهل ظروف السوق السائدة ويتم اختيار أسهم الشركات بناءً على قوة مبيعاتها وقوة مركزها المالي، حيث تعتبر هذه الاستراتيجية أن الشركات القوية تحقق الأرباح بغض النظر عن الظروف الاقتصادية السائدة.

(٢) طريقة التحليل الفني: وتقوم هذه الاستراتيجية على دراسة الحركة التاريخية للأسهم للتنبؤ باتجاه الأسعار المستقبلية وأهم الاستراتيجيات التي تقوم عليه هذه الطريقة هي:

i. **استراتيجية معارضة السوق:** تقوم هذه الاستراتيجية على أساس أن أفضل توقيت لشراء السهم هو عندما يكون في أدنى مستوياته السعرية وأفضل وقت للبيع هو عندما يصل السهم إلى أعلى مستوى له.

ii. **استراتيجية الزخم السعري:** وتفترض أن الأسعار تستمر بالتحرك بنفس اتجاه الأسعار التاريخية بمعنى أن الأسعار المرتفعة الأداء ستستمر بالارتفاع والأسعار منخفضة الأداء ستستمر بالانخفاض، أي أن السهم يتحرك بحسب اتجاه الإيرادات المتحققة لدى الشركة، فكلما ازدادت إيرادات الشركة وتضاعفت ارتفع سعر السهم وكلما تدهورت إيرادات الشركة انخفض سعر السهم.

ت- استراتيجيات الاستثمار في المشتقات المالية:^١

إن الهدف الأساسي للمصارف من الاستثمار وتداول المشتقات المالية هو التحوط من المخاطر المحتملة ولعل أهم المشتقات المالية التي تتعامل بها المصارف هي الخيارات والعقود المستقبلية، وسنورد الاستراتيجيات التي تتبعها المصارف عند القيام بعمليات التداول الفعلية دون عمليات البيع على المكشوف.

i. **الاستثمار في الخيارات:** ويوجد طريقتين أساسيتين تستثمر بها المصارف في الخيارات:

(١) **خيارات الشراء المغطاة:** وفي هذه الاستراتيجية تقوم إدارة الاستثمار في المصرف بشراء عدد من الأسهم وضما لمحفظة الاستثمارية والقيام بشكل متزامن ببيع خيار شراء على هذه الأسهم مقابل الحصول على العلاوة، وبمعنى آخر اتخاذ مركز طويل على الأسهم ومركز قصير على خيار الشراء. والهدف من هذه العملية إما تخفيف الخسائر وذلك لأن المصرف يستطيع عند قيام الطرف الآخر بتنفيذ الخيار القيام ببيع الأسهم بسعر السوق وتسليمه إياها وبالتالي تخفيض الخسائر، أو تحقيق أرباح محدودة في حال لم يرتفع سعر

^١ حماد، طارق عبد العال. (٢٠٠١). المشتقات المالية – المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة. مرجع سبق ذكره، ص ٧٣.

السهم في السوق فوق سعر التنفيذ وبالتالي يربح الفرق بين (سعر التنفيذ والعلاوة المقبوضة) وسعر السهم السوقي.

٢) خيارات البيع الموفرة للحماية: وتتضمن هذه الاستراتيجية شراء سهم معين وشراء خيار البيع على نفس السهم، أي اتخاذ مركزين طويلين على السهم وعلى خيار البيع، حيث يعمل خيار البيع كضمان للمصرف مقابل هبوط سعر السهم محل التعاقد، كما يمكن للمصرف أن يحقق ربحاً إما ربحاً رأسمالياً نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم أو تحقيق ربح نتيجة انخفاض السعر بحيث يقوم المصرف بتنفيذ الخيار (سعر التنفيذ - (العلاوة + سعر شراء السهم)).

ii. استراتيجيات الاستثمار في العقود المستقبلية:^١ تعتمد المصارف في استراتيجياتها لتداول العقود المستقبلية على اتخاذ مراكز معاكسة على العقد المستقبلي بناء على إذا ما كانت تمتلك الأصل محل التعاقد أو لا. فإذا كان المصرف يحوي في محفظته الاستثمارية على الأصل المالي فإنه يتخذ مركزاً قصيراً في العقد المستقبلي خوفاً من انخفاض سعر الأصل المالي في المستقبل (أي تثبيت السعر)، أما إذا لم يكن المصرف يمتلك الأصل في محفظته ويرغب في الدخول مستقبلاً إلى السوق فإنه يتخذ مركزاً طويلاً (شراء عقد مستقبلي على هذا الأصل) بغرض تثبيت السعر وحماية نفسه من ارتفاع سعر الأصل في المستقبل.

٥. تقييم المحافظ الاستثمارية في المصارف التقليدية:

وهي المرحلة النهائية من عملية إدارة المحفظة الاستثمارية في المصارف التقليدية حيث تسعى إدارة الاستثمار إلى معرفة مدى تحقيق المحفظة لأهداف المصرف واكتشاف الانحرافات إذا ما وجدت وتصحيحها وتدعيم نقاط القوة وهناك مجموعة من المبادئ التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بعملية التقييم أهمها:^٢

- أ- إن قياس قيمة صافي الأصول في المحفظة يتم على أساس القيمة السوقية أو العادلة وليس على أساس التكلفة التاريخية
- ب- يجب أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساساً لتقييم أداء المحفظة هو عائدها الإجمالي (المكاسب الرأسمالية والإيرادات الناجمة عن الفوائد والتوزيعات)
- ت- يجب الأخذ بعين الاعتبار عند التقييم مدى حساسية الأصول المكونة للمحفظة مقاساً بمعمل بيتا.

^١ حماد، طارق عبد العال. (٢٠٠١). المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة. مرجع سبق ذكره، ص ١٦٤.

^٢ القاضي، لورين. (٢٠١٦). أثر كفاءة إدارة المحفظة على ربحية المصارف التجارية - دراسة اختيارية على البنوك التجارية الأردنية بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. مرجع سبق ذكره، ص ٢٤.

ث- يجب الأخذ بعين الاعتبار عند التقييم عامل الزمن أي احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصول المالية.

ج- مقارنة أداء المحفظة بأداء السوق.

ح- أن تتم عملية التقييم بشكل دوري منتظم.

وعلى العموم يوجد ثلاث مؤشرات رئيسية لقياس أداء المحفظة الاستثمارية وهي:¹

i. **مقياس شارب (Sharpe):** وهو يقيس نسبة المكافأة إلى المخاطرة، ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة وعائد الأصول الخالية من المخاطر (غالباً ما تكون أذون خزانة) أما المخاطرة فيعبر عنها بالتقلب في عوائد الأصول المكونة للمحفظة بالنسبة لعائد معياري، ويستخدم هذا المقياس الانحراف المعياري كمقياس لخطر المحفظة ويعطى بالعلاقة:

$$S_P = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$$

حيث أن:

Sp: يمثل مقياس شارب – مقياس لتقييم أداء المحفظة

Rp: عائد المحفظة

RF: العائد الخالي من المخاطرة

σ_P : الانحراف المعياري ويمثل الخطر الكلي للمحفظة.

يقيس مؤشر شارب العائد الإضافي التي تحققة المحفظة لقاء كل وحدة من وحدات الخطر الكلي (المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة). وكلما زادت قيمة هذا المؤشر كلما كان أداء المحفظة أفضل.

ii. **مقياس ترينور (Treynor):**¹ قام هذا المؤشر بالفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث افترض أن المحفظة متنوعة تنوعاً مثالياً وبالتالي لا تنطوي المحفظة إلا على المخاطر المنتظمة. ويعطى بالعلاقة:

¹ Abu-Orabi, Marwan Mohammed.(2012).Assessment of investment portfolios of Jordanian Banks, European scientific Journal. Op.Cit, P. 262.

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

حيث أن:

T_P : مقياس ترينور – مقياس لأداء المحفظة الاستثمارية.

R_P : عائد المحفظة

R_F : العائد الخالي من المخاطرة

β : معامل بيتا وهو يمثل المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة.

ويقيس هذا المؤشر العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة مقابل كل وحدة واحدة من المخاطر المنتظمة، وكلما زاد هذا المؤشر كلما كان أفضل.

iii. **مقياس جنسن (Jensen):**^٢ قدم جنسن نموذجاً يدعى بمعامل ألفا (α) ويقوم هذا

النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين الأول هو مقدار العائد الإضافي وهو الفرق بين (متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد الخالي من المخاطر) والثاني هو علاوة خطر السوق (متوسط عائد السوق مطروحاً منه متوسط العائد الخالي من المخاطر ومضروباً بمعامل β لقياس المخاطر المنتظمة)، ويعطى بالعلاقة:

$$J = (R_P - R_F) - \beta_P (R_m - R_F)$$

فإذا كانت قيمة J موجبة فهذا يعني أن أداء المحفظة جيد، وأما إذا كانت قيمة J سالبة فهذا يعني أن أداء المحفظة سيء، وأما إذا كانت قيمة J تساوي الصفر فهذا يعني أن أداء المحفظة يماثل أداء السوق.

^١ شبير ، توفيق.(٢٠١٥).بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم – دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- ، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية في غزة ، فلسطين. ص ٥٩
^٢ شبير ، توفيق.(٢٠١٥).بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم – دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- ، مرجع سابق. ص ٦١

ولا بدّ أن نذكر أنه مع تطور المنتجات المالية فقد طورت المصارف التقليدية استراتيجيات تداول حديثة للأصول المالية كاستراتيجيات البيع على المكشوف والاستراتيجيات المبنية على التداول الكمي. ويبقى لكل مصرف أن يبني استراتيجيته الخاصة بالتداول بناء على ما يتوافر أمامه من فرص استثمارية ومدى قدرته على الولوج على الأسواق المالية العالمية وبما يحقق له ربحاً يتناسب مع المخاطر المحتملة من عملية الاستثمار.

وبناء عليه فإن المصارف عليها أن تطور مقاييس جديدة لتقييم أداء محفظتها الاستثمارية آخذة بعين الاعتبار العوائد الناجمة عن الاستثمار بأصول مالية لأجل طويل أو الاستثمار بقصد المضاربة وخاصة أن الاعتماد على مقياس (بيتا) كمؤشر للمخاطر المنتظمة لا يقدم نتائج دقيقة عند حدوث اختلالات في الاقتصاد كالاضطرابات الأمنية والجوائح المرضية.

الفصل الرابع:

الدراسة التطبيقية

عنوان الفصل: الدراسة التطبيقية
المبحث الأول: تقييم تجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة
المبحث الثاني: مقارنة تجربة المصارف التقليدية السورية بالاستثمار بالأصول المالية مع تجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة
الدراسة الإحصائية

تمهيد:

يحاول هذا الفصل أن يخضع تجربة عينة من المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة في الاستثمار في الأصول المالية من مشتقات مالية وأدوات دين وأدوات ملكية للتحليل الإحصائي وذلك بقصد تقييم نقاط الضعف والقوة فيها، ومقارنتها مع تجربة عينة من المصارف التقليدية العاملة في سوريا بهدف تبيان الفوارق سواء من حيث حجم الاستثمار في هذه الأصول أو من ناحية بنية المحافظ الاستثمارية وإظهار جدوى الاستثمار في الأصول المالية من عدمه.

وينتهي الفصل الى مجموعة من النتائج والتوصيات التي من الممكن أن تنبّه السلطات المصرفية وإدارات المصارف التقليدية العاملة في سوريا لأهمية موضوع الاستثمار في الأصول المالية في كُنشاط مصرفي معاصر.

المبحث الأول:

تقييم تجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة

١. اختيار عينة الدراسة في الإمارات:

يصنف المصرف المركزي الإماراتي المصارف العاملة في الإمارات العربية المتحدة إلى فئتين أساسيتين:

- أ- **المصارف المؤسسة محلياً:** وهي عبارة عن شركات مساهمة عامة مرخصة وفقاً للأحكام والتشريعات المصرفية في النافذة في الدولة.
- ب- **مصارف أجنبية:** وهي مصارف حصلت على ترخيص للعمل من المصرف المركزي للعمل على أراضي الإمارات العربية المتحدة.

ونجد أن التشريعات المصرفية الإماراتية وآخرها القانون الاتحادي رقم ١٤ لعام ٢٠١٨ والخاص بتنظيم عمل المنشآت المالية سمح ضمن مادته رقم (٦٥) للمصارف المرخصة للعمل كأصيل في الاستثمار في الأصول المالية والمشتقات المالية وحقوق الملكية والسلع. كما سمح القانون في المادة (٩٣) للمصارف بتملك وشراء أسهم الشركات التجارية ولكن بنسب معينة من أموالها الخاصة يحددها المصرف المركزي.^١

يعد النظام المصرفي في الإمارات العربية المتحدة نظاماً متطوراً على مستوى المنطقة من ناحية تنوع الخدمات التي يقدمها وشموليتها ويتكون النظام المصرفي الإماراتي المؤسس محلياً من ٢١ بنك محلي منها ١٣ يمارس أعمال الصيرفة التقليدية و٨ مصارف إسلامية.^٢

وكما ذكر سابقاً يحاول هذا الفصل تقييم تجربة عينة من المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة والسؤال هنا كيف تم اختيار عينة البحث؟ في الحقيقة تم مراعاة ثلاثة سمات عند اختيار العينة وهي:

- i. مراعاة توافر البيانات للمصارف لفترة زمنية لا تقل عن عشر سنوات.
- ii. مراعاة التوزيع الجغرافي للمصارف: ويقصد بذلك عدم الاقتصار في العينة على إمارة واحدة فقط، فقد شملت الدراسة العملية مصارف تتواجد مقراتها الأساسية في إماراتي أبو ظبي ودبي.
- iii. مراعاة مقدرة المصارف المتضمنة ضمن العينة أن تكون قادرة على تمثيل القطاع المصرفي الإماراتي وذلك من خلال نقطتين أساسيتين:

^١ القانون الاتحادي الإماراتي رقم ١٤ لعام ٢٠١٨ الخاص بتنظيم عمل المنشآت المالية.

^٢ موقع مصرف الإمارات المركزي، <https://centralbank.ae/ar/financial-institutions/Commercial%20Banks>، استرجع بتاريخ ٢٠٢٠/٨/١١.

(١) مدى انتشار البنك: ويمكن تمثيله بعدد الفروع الداخلية للمصارف التقليدية الإماراتية المنتشرة ضمن دولة الإمارات العربية المتحدة ويمكن إيضاح عدد الفروع لكل بنك من خلال الجدول التالي:

الجدول ٣: عدد فروع المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة

الرقم	المصرف	عدد الفروع
١	بنك أبو ظبي التجاري	٧٣
٢	بنك الإمارات دبي الوطني	٧٢
٣	بنك أبو ظبي الأول	٦٦
٤	بنك رأس الخيمة الوطني	٢٧
٥	بنك المشرق	٢٤
٦	بنك دبي التجاري	١٥
٧	بنك أم القيوين الوطني	١٣
٨	بنك الفجيرة الوطني	١٣
٩	المصرف العربي للاستثمار والتجارة الخارجية	٩
١٠	البنك العربي المتحد	٨
١١	بنك عجمان	٨
١٢	بنك الاستثمار	٥
١٣	بنك الشارقة	٥

المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيان المصرف المركزي الإماراتي لعام ٢٠١٩

(٢) حجم أصول المصارف: وتتمثل بحجم الموجودات الداخلية للمصارف التقليدية الإماراتية المنتشرة ضمن دولة الإمارات العربية المتحدة ويمكن إيضاح عدد الفروع لكل بنك من خلال الجدول التالي:

الجدول ٤ : حجم الأصول في المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة

الرقم	اسم البنك	حجم الأصول (الأرقام بالآلاف درهم)
١	بنك أبو ظبي الأول	٨٢١,٩٦٨,٠١٥
٢	بنك الإمارات دبي الوطني	٦٨٣,٣٢٠,٥٦٤
٣	بنك أبو ظبي التجاري	405,094,825
٤	بنك المشرق	١٥٩,٤٣٠,٩٨٣
٥	بنك دبي التجاري	٨٨,٠٦٨,٨٩١
٦	بنك رأس الخيمة الوطني	57,119,559
٧	بنك الفجيرة الوطني	٤٢,٨٠٥,٢٥٧
٨	بنك الشارقة	٣١,٧٤٧,٣٠٥
٩	بنك الاستثمار	٣١,٢٠٤,٤٤٤
١٠	بنك عجمان	٢٣,٦٢٥,٧٩٠
١١	المصرف العربي للاستثمار والتجارة الخارجية	٢٣,٤٤٨,٠٠٠
١٢	البنك العربي المتحد	١٩,١٢٤,٩٢١
١٣	بنك أم القيوين الوطني	١٤,٥٥٦,٣٦٣

المصدر: من إعداد الباحث بناء على القوائم المالية للمصارف نهاية عام ٢٠١٩

وبناء على السمات الثلاث السابقة فقد تمّ اختيار ٤ مصارف كعينة لتمثل قطاع المصارف الإماراتية التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة وهي (بنك أبو ظبي الأول و بنك أبو ظبي التجاري وبنك الإمارات دبي الوطني وبنك المشرق).

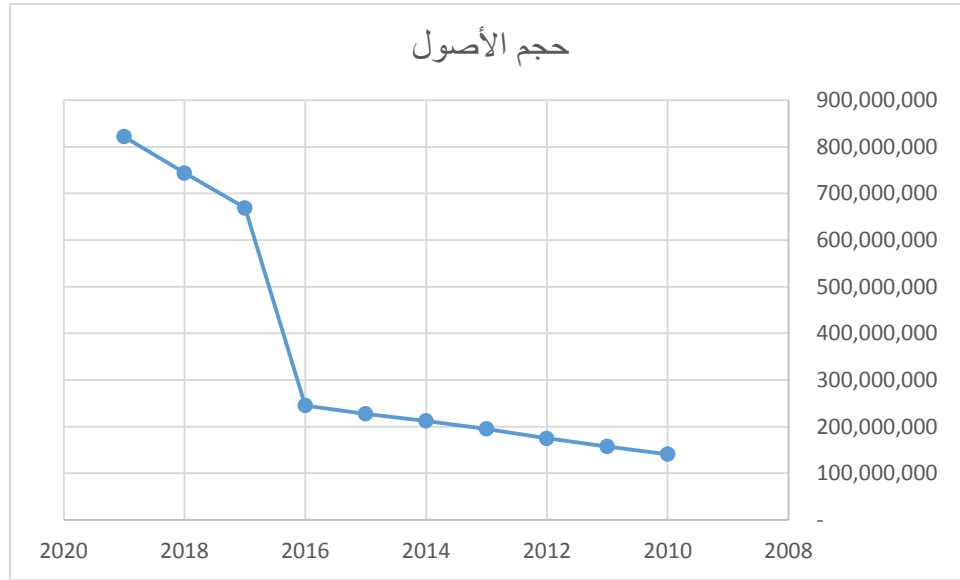
وهي أكبر أربع مصارف من حيث حجم الأصول وضمن أكبر ٥ مصارف من حيث حجم الانتشار.

٢. لمحة عن المصارف عينة الدراسة:

أ- بنك أبو ظبي الأول (FAB):^١

وهو أكبر مصارف الإمارات العربية المتحدة من حيث حجم الأصول حيث بلغ حجم أصوله في نهاية عام ٢٠١٩ حوالي ٨٢٢ مليار درهم إماراتي وقد تأسس نتيجة لدمج بنكين هما بنك الخليج الأول وبنك أبو ظبي الوطني، ويقدم هذا البنك الخدمات المصرفية الشاملة من قروض للأفراد وقروض الشركات وقروض الرهن العقاري وخدمات التأمين وإدارة الثروات وله انتشار في الإمارات والمملكة العربية السعودية ومصر.

الشكل ٦ : تطور حجم أصول بنك أبو ظبي الأول خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للبنك

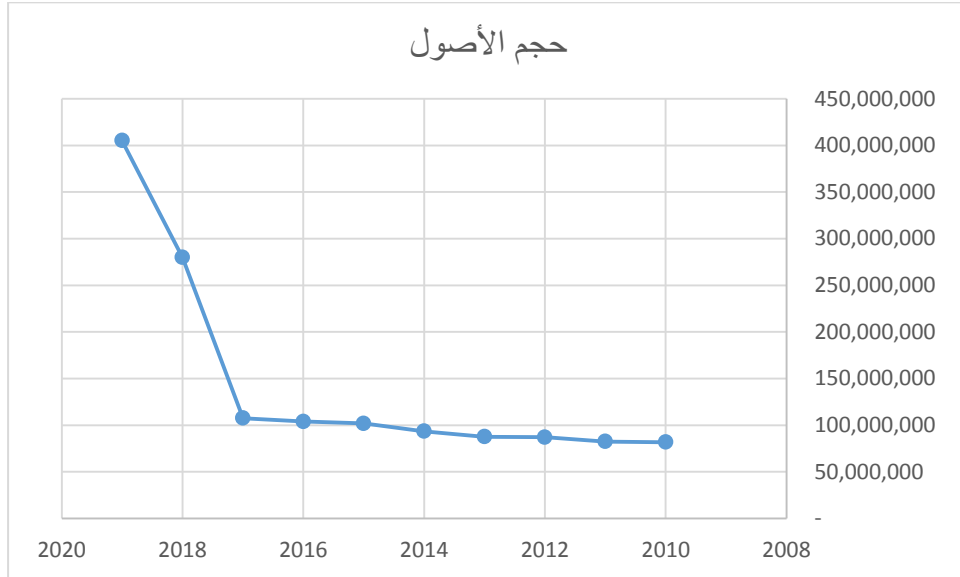
ويلاحظ من الشكل السابق الزيادة الكبيرة في حجم أصول البنك في بداية عام ٢٠١٧ وذلك نتيجة الدمج بين بنك أبو ظبي الوطني وبنك الخليج الأول في هذا العام ليشكلا أكبر بنك من حيث حجم الأصول في الإمارات العربية المتحدة.

^١ نبذة عن بنك أبو ظبي الأول، <https://www.bankfab.com/ar-ae/about-fab>، استرجعت في تاريخ ١١-٥-٢٠٢٠.

ب- بنك أبو ظبي التجاري (ADCB):^١

تأسس هذا البنك عام ١٩٨٥ تحت اسم بنك الاتحاد الوطني وقد وصل حجم أصوله في نهاية عام ٢٠١٩ الى ٤٠٥ مليار درهم وبذلك يكون ثالث أكبر في الإمارات العربية المتحدة من حيث حجم الأصول ويقدم بنك أبو ظبي التجاري القروض شخصية وقروض المؤسسات وخدمات الاستثمار والدفع الالكتروني وقد استحوذ في نهاية عام ٢٠١٩ على بنك الهلال ليشكل ذراعاً يمارس من خلاله أنشطة الصيرفة الإسلامية، ويمارس البنك نشاطاته في الإمارات والهند والمملكة المتحدة.

الشكل ٧ : تطور حجم أصول بنك أبو ظبي التجاري خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للبنك

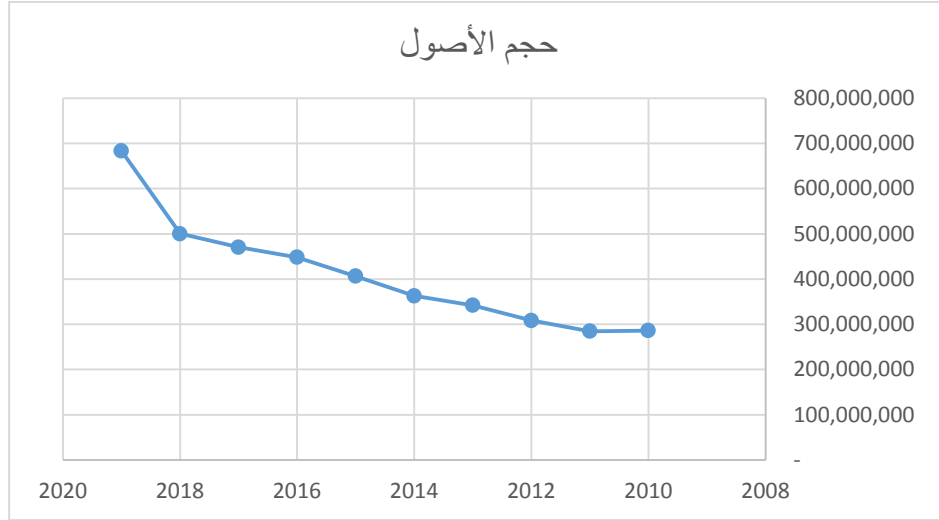
ويلاحظ من الشكل رقم (٧) التضخم الكبير في حجم الأصول بنك أبو ظبي التجاري في نهاية عام ٢٠١٨ نتيجة الاستحواذ على بنك الهلال الإسلامي.

^١ نبذة عن بنك أبو ظبي التجاري، <https://www.adcb.com/arabic/about/index.aspx>، استرجع بتاريخ ٥-١١-٢٠٢٠.

ت- بنك الإمارات دبي الوطني (NBD):^١

ظهر باسمه الحالي عام ٢٠٠٧ وذلك بعد دمج بنكي الإمارات الدولي ودبي الوطني ويملك ١٤١ فرع تعمل في الإمارات والسعودية وقطر والمملكة المتحدة وسنغافورة ومصر وإيران ويقدم خدمات القروض والرهن العقاري وبطاقات الائتمان والتأمين وإدارة الثروات.

الشكل ٨: تطور حجم أصول بنك الإمارات دبي الوطني خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للبنك

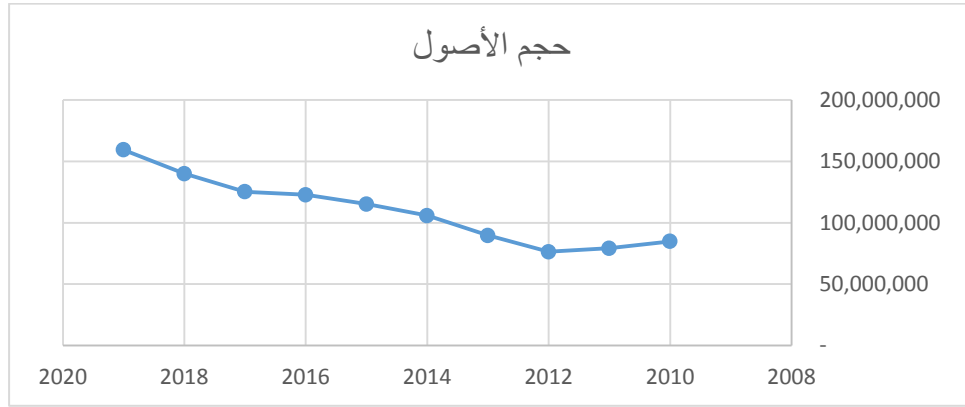
ويمكن مشاهدة الزيادة المضطربة في حجم الموجودات لبنك دبي الوطني خلال سنوات الدراسة حيث وصلت في نهاية عام ٢٠١٩ لحوالي ٦٨٣ مليار درهم.

^١ نبذة عن بنك الإمارات دبي الوطني، <https://www.emiratesnbd.com/en/about-us>، استرجعت بتاريخ ٢٠٢٠-١١-١٥.

ث- بنك المشرق (AL-Mashreq Bank):^١

وهو بنك تأسس عام ١٩٦٧ في إمارة دبي و عُرف سابقاً باسم مصرف عُمان ويقدم البنك مجموعة من الخدمات كفتح الودائع و القروض الشخصية و قروض المؤسسات كما يقدم خدمات الصيرفة الرقمية و يعتبر رائداً في هذا المجال. وتظهر موجودات بنك المشرق على الشكل التالي:

الشكل ٩: تطور حجم أصول بنك المشرق خلال الفترة ٢٠١٩-٢٠١٠



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للبنك

ومن الشكل (٦) نلاحظ أن هناك استقرار في حجم الموجودات لبنك المشرق حتى نهاية عام ٢٠١٨ ثم بدأت بالزيادة بعد ذلك حتى وصلت في نهاية عام ٢٠١٩ إلى حوالي ١٥٩ مليار درهم إماراتي.

^١ نبذة عن بنك المشرق <https://www.mashreqbank.com/ar/uae/personal> ، استرجعت بتاريخ ١٥-١١-٢٠٢٠.

المبحث الثاني:

مقارنة تجربة المصارف التقليدية السورية بالاستثمار
بالأصول المالية مع تجربة المصارف التقليدية العاملة
في الإمارات العربية المتحدة

تعدّ تجربة المصارف السورية بالاستثمار في الأصول المالية تجربةً خجولةً إذا ما قورنت بتجربة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة. وعلى الرغم من أن القانون رقم ٢٨ لعام ٢٠٠١ الخاص بتنظيم عمل المصارف الخاصة في سوريا كان قد سمح في المادة رقم ١٢/ للمصارف التقليدية شراء وبيع أسهم وسندات الشركات المساهمة المطروحة للاكتتاب العام أو أي أوراق مالية أخرى يسمح بتداولها في سورية وفق ضوابط يحددها المصرف المركزي، إلا أن المصارف التقليدية العاملة في سورية لم ترتق في استثماراتها في الأصول المالية إلى المستوى الأمثل من حيث التنوع وحجم الاستثمارات وذلك يعود لمجموعة من الأسباب أهمها:

❖ **عدم توافر البدائل الاستثمارية في السوق السورية:** وذلك بسبب عدم توافر منتجات استثمارية متنوعة في سورية حيث تقتصر فقط على السندات الحكومية وشهادات الإيداع والأسهم، وعدم توافر أدوات مالية أخرى كسندات الشركات والمشتقات المالية.

❖ **صغر حجم السوق المالية في سورية:** حيث تتضمن سوق دمشق للأوراق المالية على ٢٧ سهم فقط تعود بمعظمها للمصارف وشركات التأمين مما يترك مجالاً ضيقاً للمصارف لاستثمار أموالها في هذه السوق.

❖ **صعوبة الولوج إلى الأسواق المالية الدولية:** وهذا ما يحدّ من قدرة المصارف السورية على الاستثمار في الأوراق المالية العالمية سواء من بسبب العقوبات المفروضة على البلاد أو بسبب التشريعات التي لا تسمح لها بالاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية. ومن أجل مقارنة أفضل بين تجربة المصارف التقليدية العاملة في سورية والمصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة في الاستثمار في الأصول المالية، سندرس عينة من المصارف التقليدية السورية وسيتم تكوينها من أكبر ٤ مصارف سورية من حيث حجم الأصول في ٢٠١٩ محاولين من خلال ذلك محاكاة الطريقة التي فيها اختيار العينة من المصارف التقليدية الإماراتية.

الجدول ٥: حجم الأصول للمصارف التقليدية العاملة في سورية لعام ٢٠١٩

اسم البنك	حجم الأصول (بالليرة السورية)
بنك بيمو السعودي الفرنسي	٣٢١,٥٢٠,٤٥٧,٢٠٦
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	١٧٥,٥٦٩,٩٤٦,٩١٣
بنك سورية والمهجر	١٣٨,٢٨٥,٤٠٠,٢٨١
فرنسبنك	١٣٢,٨٠٨,٩٧٧,٢٧٩
بنك عوده	١٢١,٧٨٤,٣٦٠,٧٦٩
بنك قطر الوطني	١١١,٠٥٧,٠١٣,٨٥١
بنك بيلوس	٩١,١٨٩,٩٩٧,٢٤٧
بنك الشرق	٨١,٩٤٦,٢٩٣,٤٩١
البنك العربي	٥٩,٢٨٥,٧٦١,٣١٩
بنك سورية و الخليج	٥٢,٨٤٠,٥٧٢,٠٥٢
بنك الأردن سورية	٣٣,٢٢٥,٦٨٨,٢٤٥

المصدر: من إعداد الباحث بناء على البيانات المالية المنشورة للمصارف في ٢٠١٩

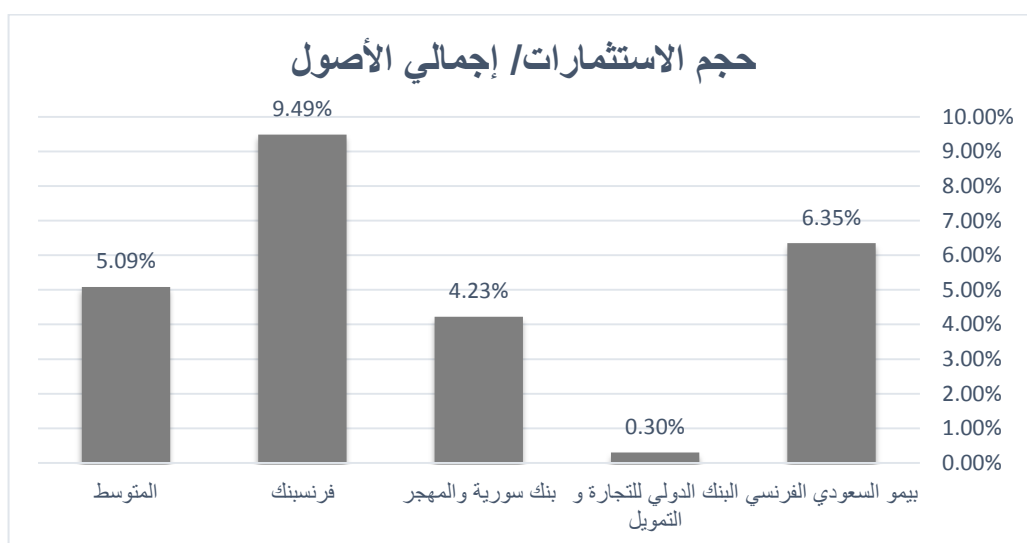
وبناءً على الجدول السابق تكون العينة المختارة هي (بنك بيمو السعودي الفرنسي- المصرف الدولي للتجارة و التمويل – بنك سورية و المهجر – فرنسبنك) و لفترة دراسة تتراوح بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٩ على أساس ربع سنوي.

وسيتم المقارنة بين العينتين بناء على ثلاث نقاط هي:

١. المقارنة من حيث حجم الاستثمارات إلى إجمالي الأصول:

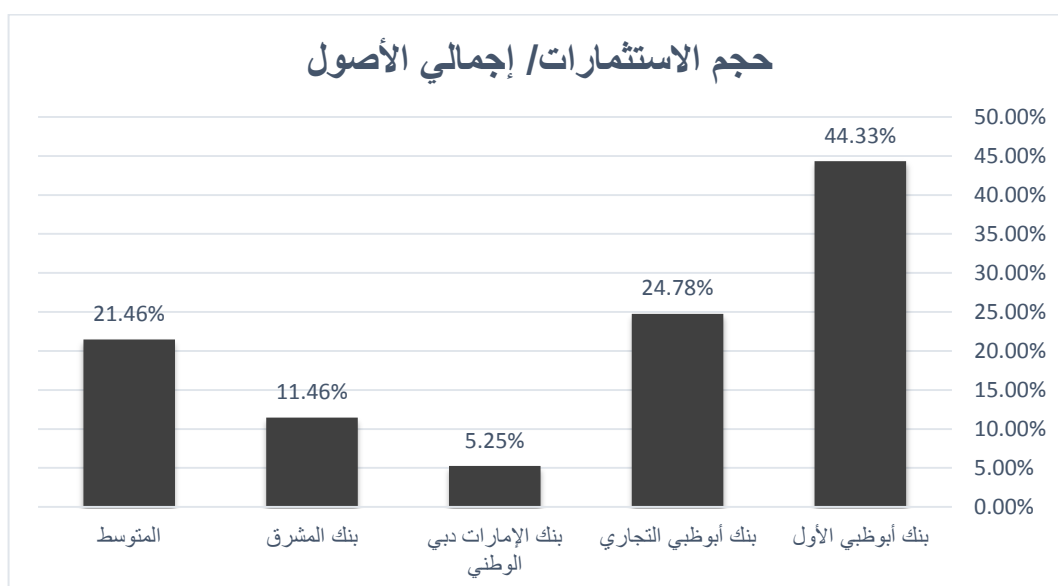
ويمكن المقارنة بين العينتين من خلال الشكلين التاليين:

الشكل ١٠ : حجم الاستثمارات إلى إجمالي الأصول في عينة المصارف السورية



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام Excel بناء على القوائم المالية المنشورة للمصارف

الشكل ١١ : حجم الاستثمارات إلى إجمالي الأصول في عينة المصارف الإماراتية



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام Excel بناء على القوائم المالية المنشورة للمصارف

من الشكّلين (١٠) و (١١) نلاحظ ما يلي:

أ- إن متوسط حجم الاستثمارات نسبة إلى إجمالي الأصول في المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة يصل إلى حوالي (٢١,٤٦%) وهو يماثل أربعة أضعاف متوسط

نسبة حجم الاستثمارات إلى إجمالي الأصول في عينة المصارف التقليدية العاملة في سورية والذي يصل إلى حدود (٥٠,٠٩%).

وهذا أمر طبيعي بسبب توافر البدائل الاستثمارية المتنوعة أمام المصارف الإماراتية وسهولة الوصول إلى أسواق المال الدولية.

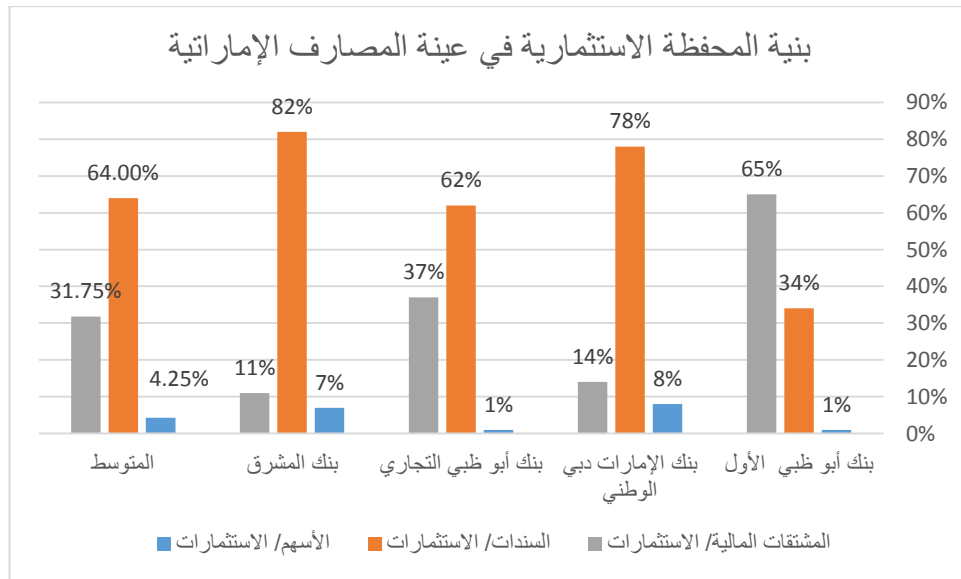
ب- يوظف بنك أبو ظبي الأول جزءاً كبيراً من أمواله كاستثمارات في الأصول المالية حيث تصل هذه النسبة إلى (٤٤,٣٣%) من إجمالي الأصول ممثلاً بذلك أكبر مصرف من حيث نسبة التوظيفات في الأصول المالية في عينة المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة بينما يمثل فرسبنك أكبر مصرف من حيث نسبة التوظيفات في الأصول المالية في عينة المصارف التقليدية العاملة في سوريا وبنسبة تصل إلى (٩,٤٩%).

ت- يعتبر بنك الإمارات دبي الوطني أقل المصارف توظيفاً لأمواله في الأصول المالية وبنسبة تصل إلى (٥,٢٥%) من إجمالي الأصول ضمن عينة المصارف الإماراتية بينما يعتبر المصرف الدولي للتجارة والتمويل هو الأقل توظيفاً لأمواله في الأصول المالية ضمن عينة المصارف السورية وبنسبة لا تتجاوز (٠,٣٠%).

٢. المقارنة من حيث بنية محافظ الاستثمار:

حيث يبين الشكلين التاليين الفرق بين عینتي المصارف السورية والإماراتية من حيث بنية محافظهما الاستثمارية.

الشكل ١٢: هيكل محافظ الاستثمار في عينة المصارف التقليدية الإماراتية

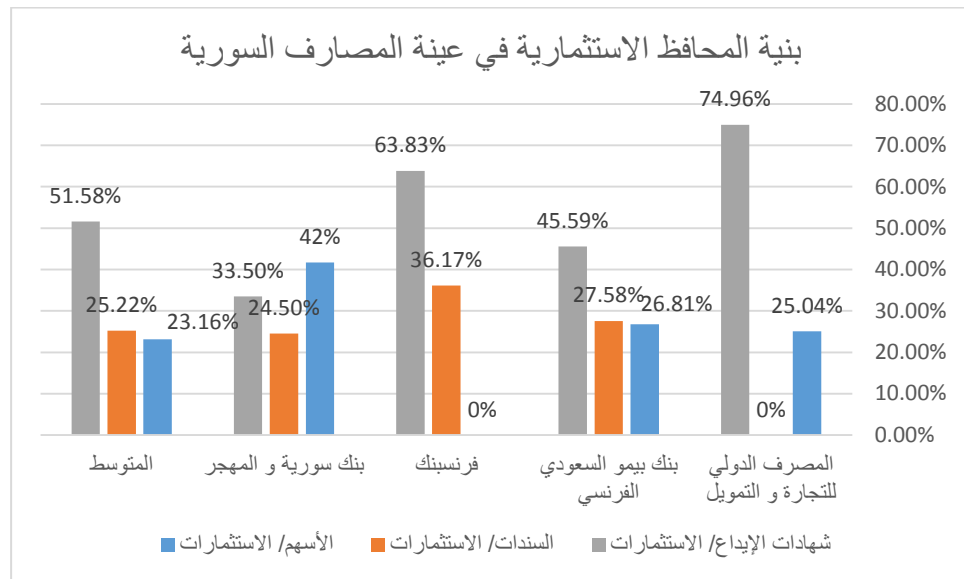


المصدر: من إعداد الباحث باستخدام Excel بناء على القوائم المالية المنشورة للمصارف

من الشكل رقم (١٢)^١ نجد أن المحفظة الاستثمارية في عينة المصارف التقليدية الإماراتية تتكون من الأسهم والسندات والمشتقات المالية، ويهيمن الاستثمار في السندات على الجزء الأكبر من إجمالي المحافظ الاستثمارية للمصارف الإماراتية عينة الدراسة ويصل متوسط الاستثمار في السندات إلى حوالي ٦٤% من إجمالي المحفظة الاستثمارية للمصارف بينما لا تشكل الأسهم إلا حوالي (٤,٢٥%) بالمتوسط وأما النسبة الباقية فتذهب للاستثمار بالمشتقات المالية.

ونجد أيضاً من الشكل السابق أن المحفظة الاستثمارية لبنك المشرق يسيطر عليها الاستثمار في السندات وبنسبة لا تقل عن ٨٢%، بينما الاستثمار في الأسهم لا يتجاوز ١% من إجمالي المحفظة الاستثمارية لبنكي أبو ظبي الأول وأبو ظبي التجاري. ويعتبر بنك أبو ظبي الأول هو البنك الوحيد ضمن العينة التي فاق فيه حجم الاستثمار في المشتقات المالية حجم الاستثمار في السندات وبنسبة تصل لحدود ٦٤%.

الشكل ١٣ : هيكل محافظ الاستثمار في عينة المصارف التقليدية السورية



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام Excel بناء على القوائم المالية المنشورة للمصارف

يظهر الشكل رقم (١٣)^٢ أن بنية المحافظ الاستثمارية في عينة المصارف التقليدية السورية من ثلاث مكونات رئيسية وهي شهادات الإيداع والأسهم والسندات، ونلاحظ هيمنة الاستثمار في

^١ العمود الأيمن من المخطط البياني لكل بنك يمثل حجم الاستثمار في الأسهم كنسبة من إجمالي المحفظة الاستثمارية، و العمود الأوسط يمثل حجم الاستثمار في المشتقات المالية. و الأيسر الأيمن يمثل حجم الاستثمار في السندات.

^٢ العمود الأيمن من المخطط البياني لكل بنك يمثل حجم الاستثمار في الأسهم كنسبة من إجمالي المحفظة الاستثمارية، والعمود الأوسط يمثل حجم الاستثمار في السندات و العمود الأيسر يمثل حجم الاستثمار في شهادات الإيداع.

شهادات الإيداع على بنية المحفظة الاستثمار في عينة المصارف السورية حيث وصلت هذه النسبة بالمتوسط إلى ٥١% بينما نلاحظ أن النسبة المتبقية تنقسم تقريباً بالتساوي بين الاستثمار بالسندات والأسهم.

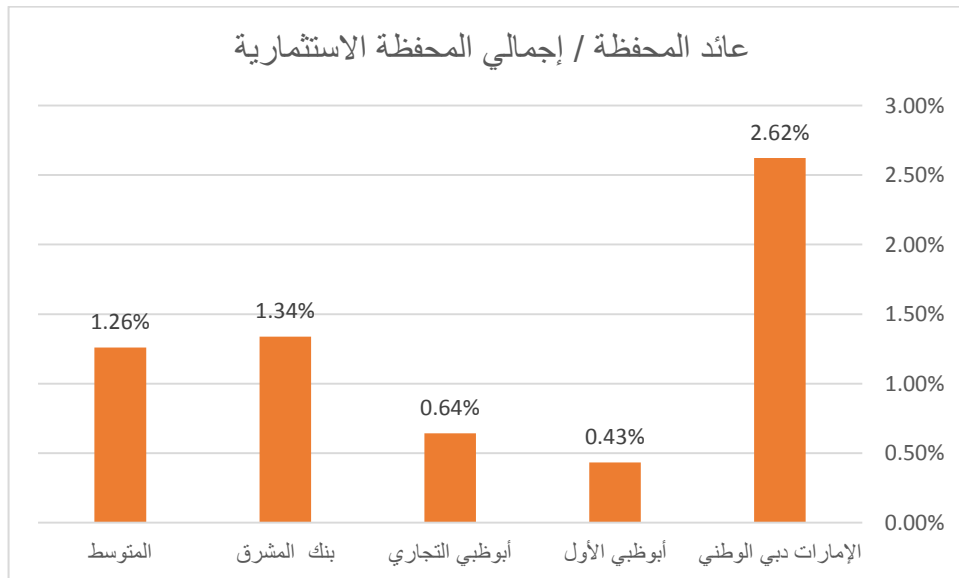
كما يظهر لنا الشكل السابق أن بنك فرنسبنك لا يستثمر أبداً بالأسهم وأن المصرف الدولي للتجارة والتمويل لا يستثمر أبداً بالسندات، بينما يظهر توازن نسبي في هيكل محفظة الاستثمار لبنك سورية والمهجر.

وكخلاصة لم سبق وبتحليل أعمق، فإننا نلاحظ أن هناك اختلافاً في كفاءة إدارات الاستثمار بين العينتين المدروستين إذ نجد عند دراستنا لمحفظة الاستثمار في عينة المصارف السورية الاعتماد بشكل كبير على الاستثمار في أدوات الدخل الثابت (سندات وشهادات إيداع) دونما الاستثمار في الأسهم، وعلى الرغم من أن أدوات الدخل الثابت يمكن أن تدر على البنك دخلاً دورياً ثابتاً إلا أن هذا الدخل يمكن ألا يعوض عن الخسائر التي يمكن أن تنجم عن معدلات التضخم المرتفعة في سورية.

من جهة أخرى نلاحظ أن سهولة الوصول لأسواق المال العالمية سهّل على المصارف الإماراتية تنويع محافظها الاستثمارية وفتح أمامها بدائل استثمارية مختلفة لم تتوافر أمام المصارف العاملة في سورية مما حال بينها وبين الارتقاء بحجم استثماراتها للمستوى الأمثل.

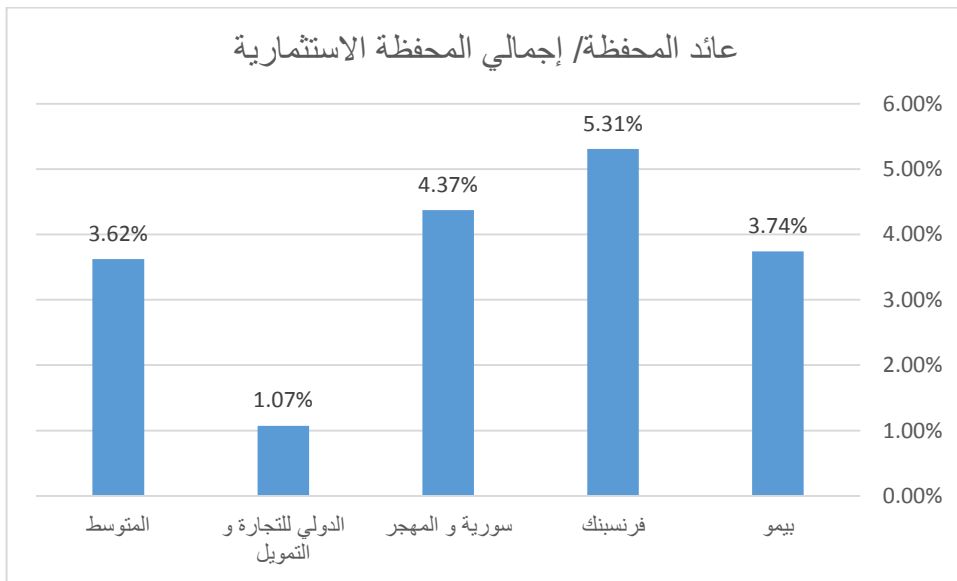
٣. المقارنة من حيث عوائد المحفظة الاستثمارية:

الشكل ١٤ : عوائد المحفظة الاستثمارية منسوبة إلى حجم محفظة الاستثمار في المصارف الإماراتية



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام Excel بناء على القوائم المالية المنشورة للمصارف

الشكل ١٥ : عوائد المحفظة الاستثمارية منسوبة إلى حجم محفظة الاستثمار في المصارف السورية



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام Excel بناء على القوائم المالية المنشورة للمصارف

يظهر من الشكلين (١٤) و (١٥) أن متوسط العائد على محفظة الاستثمار لعينة المصارف السورية يساوي (٣,٦٢%) وهو يتجاوز متوسط العائد على محفظة المصارف الإماراتية (١,٢٦%) وهو ما يمكن إرجاعه لسببين رئيسيين الأول أن المصارف في كلا عيّنتي الدراسة تشكل أدوات الدخل الثابت فيها (وخاصة السندات الحكومية) الجزء الأكبر من محفظتها الاستثمارية وغالباً ما يكون العائد على أدوات الدين الحكومية في سورية أكبر من مثيله في دولة الإمارات العربية المتحدة بسبب التصنيف الائتماني للدولة من جهة ومحاولة التعويض عن معدلات التضخم المرتفعة في سوريا من جهة أخرى.

والسبب الآخر أنه يمكن إرجاع تفوق معدل العائد لمحفظة الأصول المالية لعينة المصارف السورية إلى أن المصارف السورية كانت تستثمر في أدوات دين خارجية (مقيمة بالعملات الأجنبية) وكان العوائد عليها أيضاً تقيم بالعملات الأجنبية مما أدى إلى تضخم قيمة هذه العوائد.

وبالعودة الى الشكل رقم (١٤) نجد أن بنك الإمارات دبي الوطني هو صاحب أعلى معدل عائد على محفظته الاستثمارية وهو أمر منطقي فهو المصرف الذي يستثمر نسبة أكبر من أمواله في الأسهم (٨%) بالمقارنة مع بقية المصارف الإماراتية عينة الدراسة كما يظهر من الشكل رقم (١٢). كما يلاحظ أنه وبالرغم من ارتفاع حجم المشتقات المالية في محفظة المصارف الإماراتية إلا أن ذلك لم يؤدي إلى ارتفاع كبير في معدل العائد على محفظتها الاستثمارية

وهذا يعني أن معظم هذه المشتقات إنما تستخدم في عمليات التحوط من تغير أسعار الفائدة وأسعار الصرف وليس بهدف المتاجرة.

كما يلاحظ من الشكل (١٥) أن معدل العائد على محفظة الاستثمار في عينة المصارف السورية يقترب من ٦% وهو أمر منطقي كون معظم مكونات المحفظة الاستثمارية هي من السندات الحكومية وشهادات الإيداع التي أصدرها المصرف المركزي في سوريا والتي يتراوح معدل العائد عليها (بين ٦% و ٦,٥%) كما تم استعراضه سابقاً في البحث.

المبحث الثالث:

الدراسة الإحصائية

تم في هذا المبحث دراسة حالة أربعة مصارف في الإمارات وهي (مصرف الإمارات دبي الوطني، مصرف أبو ظبي الأول، مصرف أبو ظبي التجاري، مصرف المشرق)، حيث تمّ الاعتماد على نماذج تحليل السلاسل الزمنية في الدراسة الإحصائية و ذلك في محاولة للمقارنة بين التأثيرات المختلفة للاستثمار في الأصول المالية و تباينها باختلاف البنك المدروس.

النموذج الأنسب للتعبير عن البيانات المدروسة، ويمكن تلخيص هذه الخطوات كالآتي:

الخطوة الأولى: التعرف إلى درجة استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة وذلك عن طريق اختبار ديكي فولر الموسع¹ وتنص فرضية العدم في هذا الاختبار على وجود جذر الوحدة وبالتالي عدم استقرار السلسلة الزمنية المدروسة، بينما تنص الفرضية البديلة على عدم وجود جذر الوحدة وبالتالي استقرار السلسلة الزمنية المدروسة، ويتم اتخاذ القرار بناءً على القيمة الاحتمالية للاختبار، فإذا كانت هذه القيمة أكبر من 0.05 فإننا نقوم بقبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، وبالتالي يوجد جذر وحدة في السلسلة الزمنية المدروسة أي إنها سلسلة زمنية غير مستقرة.

أما إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من 0.05 فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي لا يوجد جذر وحدة في السلسلة الزمنية المدروسة أي إنها سلسلة زمنية مستقرة.

الخطوة الثانية: إذا كانت جميع السلاسل الزمنية المدروسة مستقرة عند المستوى فسوف يتم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد وذلك لوجود متغير تابع واحد وعدة متغيرات مستقلة.

الخطوة الثالثة: إذا كانت جميع هذه السلاسل مستقرة عند الفرق الأول سوف يتم الاعتماد على اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ وذلك من أجل دراسة العلاقة في الأجلين الطويل والقصير.

الخطوة الرابعة: إذا كانت بعض السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة مستقرة عند المستوى وبعضها الآخر مستقر عند الفرق الأول فسوف يتم الاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

والآن نبدأ بدراسة الحالات:

¹ Dickey, David and Fuller, Wayne. (1981). Likelihood ratio statistic for Autoregressive series with a unit Root. Econometrica, Vol. 49, No. 4, P.1057-1072.

أولاً: حالة مصرف الإمارات دبي الوطني:

لا بد لنا في البداية من اختبار استقرار السلاسل الزمنية لكافة المتغيرات المدروسة في هذه الحالة وذلك من أجل التوصل إلى النموذج القياسي الأنسب لتمثيل البيانات المدروسة.

وفيما يلي نقدم اختبار ديكي فولر الموسع لكافة المتغيرات المدروسة:

الجدول (٦): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف الإمارات دبي الوطني عند المستوى

القيمة الاحتمالية للاختبار	حالة الاختبار	المتغير
0.0322	بوجود ثابت واتجاه زمني	ROA
0.0000	بوجود ثابت فقط	
0.0001	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.0422	بوجود ثابت واتجاه زمني	STAS
0.0254	بوجود ثابت فقط	
0.0411	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.9999	بوجود ثابت واتجاه زمني	BOAS
0.9997	بوجود ثابت فقط	
0.9776	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.6659	بوجود ثابت واتجاه زمني	DEAS
0.3950	بوجود ثابت فقط	
0.7442	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
1.0000	بوجود ثابت واتجاه زمني	INAS
0.8148	بوجود ثابت فقط	
0.7674	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.9967	بوجود ثابت واتجاه زمني	PRTPI
0.8991	بوجود ثابت فقط	
0.9914	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من معدل العائد على الأصول ونسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند المستوى.

أما القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من نسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى إجمالي الأصول ونسبة الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أكبر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، ولذلك نتوجه لدراسة استقرارها عند الفرق الأول ويظهر ذلك من خلال الجدول الآتي:

الجدول(٧): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف الإمارات دبي الوطني عند الفرق الأول

المتغير	حالة الاختبار	القيمة الاحتمالية للاختبار
BOAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000
DEAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0002
INAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0001
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000
PRTPI	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من نسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى إجمالي الأصول ونسبة الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول.

بعد الانتهاء من اختبار جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة وبما أن بعض السلاسل الزمنية قد استقرت عند المستوى وبعض السلاسل الأخرى قد استقرت عند الفرق الأول لذلك سوف نقوم باستخدام منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة ARDL، والتي يتم العمل عليها من خلال الخطوات الآتية:

أ- اختبار التكامل المشترك:

ويتم ذلك عن طريق اختبار منهج الحدود Bounds Test وذلك للتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة، حيث تنص فرضية العدم فيه على عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، أما الفرضية البديلة فهي تنص على وجود تكامل مشترك بينها.

يتم اتخاذ القرار من خلال المقارنة بين قيمة F المحسوبة والحد الأعلى للقيمة الجدولية لها، ففي حال كانت قيمة F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيمة الجدولية لها عند مستوى المعنوية المطلوب فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة وبالتالي يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، أما إذا كانت قيمة F المحسوبة أصغر من الحد الأعلى للقيمة الجدولية لها فإنه يتم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة.

ب- تقدير العلاقة في الأجل الطويل:

بعد التأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، لا بد لنا من صياغة النموذج الذي يعبر عن علاقة الأجل الطويل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة.

ت- تقدير العلاقة في الأجل القصير:

ويتم ذلك عن طريق نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression.

ث- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

ويتم ذلك عن طريق اختبار Jarque Bera، حيث تنص فرضية العدم على أن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي، أما الفرضية البديلة فهي تنص على أن البواقي لا تخضع للتوزيع الطبيعي. ويتم اتخاذ القرار من خلال النظر إلى القيمة الاحتمالية للاختبار، فإذا كانت هذه القيمة أكبر من 0.05 فإننا نقوم بقبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة وبالتالي فإن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من 0.05 فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة وبالتالي فإن البواقي لا تخضع للتوزيع الطبيعي.

ج- اختبار الارتباط الذاتي:

ويتم ذلك عن طريق اختبار 'Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test' بهدف للتأكد من خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي، وسبب اختيار هذا الاختبار دونا عن غيره من اختبارات الارتباط الذاتي هو أنه يستطيع الكشف عن مدى وجود ارتباط ذاتي في حالة كانت رتبة الارتباط أعلى من الواحد كما أنه يمكن استخدامه في حالة ظهور المتغير التابع كمتغير مستقل مبطاً.

وتنص فرضية العدم على عدم وجود ارتباط ذاتي، أما الفرضية البديلة فهي تنص على وجود ارتباط ذاتي.

ويتم اتخاذ القرار بناءً على مقارنة قيمة إحصائية الاختبار المحسوبة مع مستوى المعنوية المطلوب، فإذا كانت قيمة الإحصائية المحسوبة أكبر من مستوى المعنوية نقوم بقبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، وبالتالي خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي.

أما إذا كانت قيمة الإحصائية أصغر من مستوى المعنوية فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي.

¹ Breusch, Trevor. (1978). Testing for autocorrelation in dynamic linear models. Australian Economie Papers, Vol. 17, P. 334-355.

ح- اختبار ثبات تباين البواقي:

ويتم ذلك عن طريق اختبار ¹Autoregressive conditional Heteroscedasticity ARCH بهدف التأكد من خلو النموذج المقدر من مشكلة عدم ثبات تباين البواقي وسبب اختيار هذا الاختبار دوناً عن غيره من اختبارات الارتباط الذاتي هو أنه يتميز بإمكانية وجود متغيرات مبطأة في النموذج المقدر.

وتنص فرضية العدم على ثبات التباين بين حدود الخطأ العشوائي، أما الفرضية البديلة فهي تنص على عدم ثبات التباين.

ويتم اتخاذ القرار من خلال المقارنة بين قيمة إحصائية الاختبار المحسوبة ومستوى المعنوية المطلوب، فإذا كانت قيمة الإحصائية المحسوبة أكبر من 0.05 فإننا نقوم بقبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، وبالتالي لا توجد مشكلة عدم ثبات التباين بين حدود الخطأ العشوائي.

أما إذا كانت القيمة قيمة الإحصائية المحسوبة أصغر من 0.05 فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي توجد مشكلة عدم ثبات التباين.

خ- اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر:

ويتم ذلك عن طريق اختبار Ramsey Reset Test وذلك من أجل معرفة إمكانية وجود أي توليفات غير خطية تلعب دوراً في تفسير المتغير التابع.

¹ Engle, Robert. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimate of the variance of U.K. inflation. Econometrica, Vol.50, P.987-1008.

والآن نبدأ بتطبيق خطوات هذه المنهجية:

أ- اختبار التكامل المشترك:

بعد الاستعانة باختبار منهج الحدود Bounds Test فقد تم الحصول على ما يلي:

الجدول (٨): اختبار منهج الحدود Bounds Test

الاختبار الإحصائي Test Statistic	قيمة F المحسوبة	مستوى المعنوية Signif	قيم الحد الأدنى I(0)	قيم الحد الأعلى I(1)
F-statistic	3.414467	%10	2.08	3
K	5	%5	2.39	3.38
		%2.5	2.7	3.73
		%1	3.06	4.15

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة F المحسوبة بلغت 3.414467 وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى لمستوى المعنوية 5%، وبناء على ذلك فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهذا معناه أنه يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة أي يوجد علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة.

ب- تقدير العلاقة في الأجل الطويل:

بعد القيام باختبار منهج الحدود والتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة فإنه بإمكاننا الحصول على مقدرات الأجل الطويل من خلال الجدول الآتي:

الجدول (٩): مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STAS	-5.022456	3.993957	-1.257514	0.2553
BOAS	-4.177276	3.829702	-1.090758	0.0172
DEAS	-4.347070	3.783770	-1.148873	0.2943
INAS	4.018020	3.680815	1.091611	0.0169
PRTPI	-0.054825	0.079004	-0.693950	0.5137
C	0.022372	0.010119	2.210743	0.0491

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق يمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن معادلة الأجل الطويل وذلك على الشكل الآتي:

$$ROA = 0.022372 - 4.177276 \text{ BOAS} + 4.018020 \text{ INAS} + u_{1i}$$

من خلال المعادلة السابقة يمكننا القول بأن:

❖ زيادة نسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى تراجع في معدل العائد على الموجودات بمقدار 4.177276%.

❖ زيادة نسبة حجم الاستثمارات الكلية إلى إجمالي الأصول بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى زيادة في معدل العائد على الموجودات بمقدار 4.018020%.

و يمكن تفسير النتائج السابقة بناء معظم استثمارات محفظة السندات في المصرف هي عبارة عن استثمارات في أدوات دين حكومية ذات عوائد منخفضة، وخاصة أن بنية المحفظة الاستثمارية لمصرف الإمارات دبي الوطني تتكون من (٧٨%) من السندات.^١

و يظهر أيضاً أنه كلما رفع المصرف من حجم استثماراته في الأصول المالية المختلفة زاد معدل ربحيته و يمكن إرجاع ذلك إلى ارتفاع حصة محفظة الأسهم ذات العوائد المرتفعة من إجمالي المحفظة الاستثمارية للمصرف حيث تشكل حوالي (٨%) و هي أكبر نسبة ضمن المصارف عينة الدراسة.^٢

^١ الشكل رقم (١٢)، بنية المحافظ الاستثمارية في المصارف الإماراتية عينة الدراسة.
^٢ الشكل رقم (١٢)، بنية المحافظ الاستثمارية في المصارف الإماراتية عينة الدراسة.

ت- تقدير العلاقة في الأجل القصير:

بعد استنتاج علاقة الأجل الطويل لا بد لنا من الانتقال وتقدير نموذج تصحيح الخطأ للتوصل إلى معادلة الأجل القصير والتي تظهر المقدرات الخاصة بها من خلال الجدول الآتي:

الجدول (١٠): نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA(-1))	-0.061814	0.136351	-0.453344	0.6662
D(ROA(-2))	-0.516873	0.096518	-5.355206	0.0017
D(ROA(-3))	-0.837587	0.081496	-10.27764	0.0000
D(STAS)	-1.331091	0.433957	-3.067334	0.0220
D(STAS(-1))	4.619831	0.961173	4.806450	0.0030
D(STAS(-2))	3.625901	0.761162	4.763643	0.0031
D(STAS(-3))	2.589118	0.691972	3.741652	0.0096
D(BOAS)	-1.065400	0.366316	-2.908418	0.0270
D(BOAS(-1))	3.572372	0.788381	4.531277	0.0040
D(BOAS(-2))	3.086690	0.593780	5.198372	0.0020
D(BOAS(-3))	1.367392	0.498249	2.744397	0.0335
D(DEAS)	-1.303796	0.361102	-3.610602	0.0112
D(DEAS(-1))	4.778569	0.759192	6.294286	0.0007
D(DEAS(-2))	2.413397	0.618360	3.902901	0.0080
D(DEAS(-3))	1.023646	0.451763	2.265891	0.0640
D(INAS)	1.149230	0.364047	3.156819	0.0196
D(INAS(-1))	-3.359203	0.766508	-4.382475	0.0047
D(INAS(-2))	-3.013042	0.568003	-5.304623	0.0018
D(INAS(-3))	-1.277244	0.475924	-2.683712	0.0364
D(PRTPI)	-0.024362	0.021703	-1.122500	0.3045
D(PRTPI(-1))	0.112362	0.020596	5.455576	0.0016
D(PRTPI(-2))	0.052740	0.019479	2.707477	0.0352
D(PRTPI(-3))	0.073063	0.017303	4.222471	0.0055
CointEq(-1)*	-1.328281	0.200195	-6.634948	0.0006

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة معامل تصحيح الخطأ 1.328281- وهي قيمة سالبة وذات معنوية إحصائية وبالتالي يوجد علاقة قصيرة الأجل تربط بين المتغيرات المدروسة، ويمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن الأجل القصير على الشكل الآتي:

$$\begin{aligned} D(\text{ROA}) = & -0.516873 D(\text{ROA}(-2)) - 0.837587 D(\text{ROA}(-3)) - 1.331091 \\ & D(\text{STAS}) + 4.619831 D(\text{STAS}(-1)) + 3.625901 D(\text{STAS}(-2)) + 2.589118 \\ & D(\text{STAS}(-3)) - 1.065400 D(\text{BOAS}) + 3.572372 D(\text{BOAS}(-1)) + 3.086690 \\ & D(\text{BOAS}(-2)) + 1.367392 D(\text{BOAS}(-3)) - 1.303796 D(\text{DEAS}) + \\ & 4.778569 D(\text{DEAS}(-1)) + 2.413397 D(\text{DEAS}(-2)) + 1.149230 D(\text{INAS}) \\ & - 3.359203 D(\text{INAS}(-1)) - 3.013042 D(\text{INAS}(-2)) - 1.277244 D(\text{INAS}(-3)) \\ & + 0.112362 D(\text{PRTPI}(-1)) + 0.052740 D(\text{PRTPI}(-2)) + 0.073063 \\ & D(\text{PRTPI}(-3)) - 1.328281 \text{CointEq}(-1) + u_{2i} \end{aligned}$$

من المعادلة السابقة نستنتج أن:

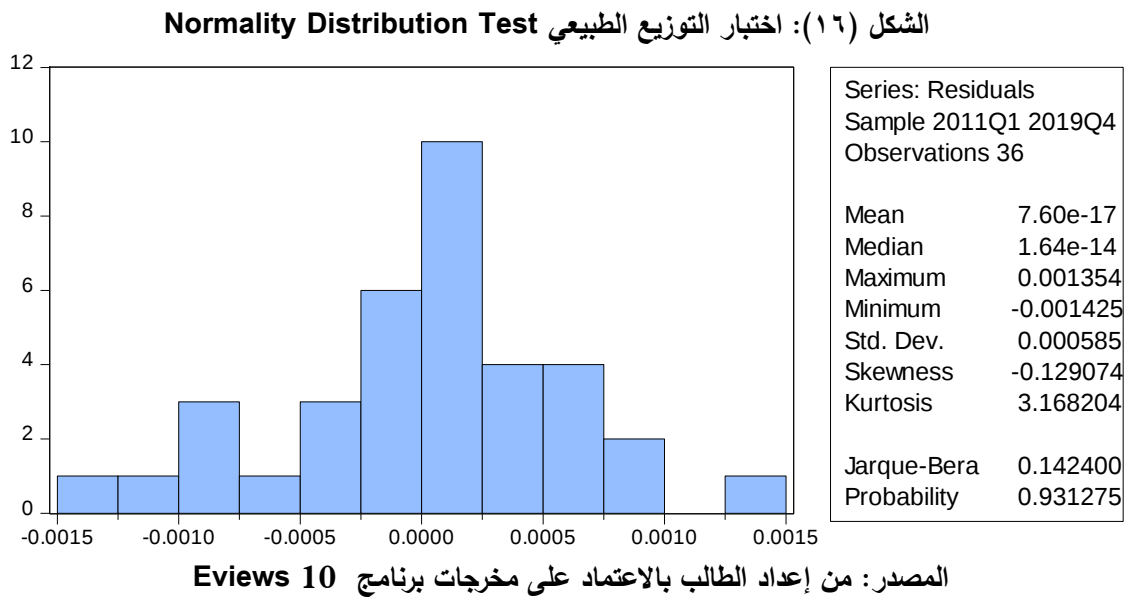
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لمعدل العائد إلى الأصول في الفترة الزمنية (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة (t).
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في السندات إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في السندات إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمارات الإجمالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمارات الإجمالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ إن 132.8281% تقريباً من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها في واحدة الزمن (أي كل ثلاثة أشهر).

وبناء على النتائج السابقة نلاحظ أنه في المدى القصير جداً (فترة ٣ شهور) يكون لحجم الاستثمار في السندات و الأسهم أثر سلبي على معدل الربحية مقاساً بمعدل العائد على الأصول ثم ما يلبث أن يتحول إلى أثر إيجابي مع زيادة مدة حيازة الأسهم و السندات (٦ شهور و أكثر) و يمكن إرجاع السبب إلى أن البنك يستثمر في أسهم الشركات التي تمنح توزيعات دورية و سندات الشركات متوسطة الأجل و التي تكون عوائدها عالية و تدفع فوائد بشكل دوري.

ث- اختبار التوزيع الطبيعي:

باستخدام اختبار جاركو بيرا فقد تم الحصول على الشكل الآتي:



بالنظر إلى الأرقام في الأعلى على يمين الشكل نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار جاركو بيرا هي 0.931275 وهي أكبر من 0.05، لذلك فإننا نقوم بقبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة وهذا ما يقودنا إلى الحكم بأن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي.

ج- اختبار الارتباط الذاتي:

بعد الاستعانة باختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (١١): اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	0.007605	Prob.F(2,4)	0.0548
Obs*R-squared	0.055647	Prob. Chi-Square(1)	0.0503

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لكاي مربع تساوي 0.0503 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي.

ح- اختبار ثبات تباين البواقي:

بعد الاستعانة باختبار ARCH، فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (١٢): اختبار ثبات تباين البواقي ARCH

F-statistic	2.484443	Prob.F(2,31)	0.0998
Obs*R-squared	4.696897	Prob. Chi-Square(1)	0.0955

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار كاي مربع تساوي ل 0.0955 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة عدم ثبات التباين.

بعد الانتهاء من اختبار مشكلة الارتباط الذاتي واختبار مشكلة عدم ثبات التباين يمكننا القول أن النموذج المقدر يخلو من كلا المشكلتين وبالتالي فقد حصلنا على أفضل المقدرات وأقلها تبايناً.

خ- اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر:

بعد الاستعانة باختبار Ramsey Reset Test فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (١٣): اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test

	Value	Df	Probability
F-statistic	9.054755	(3, 3)	0.0516

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي ل 0.0516 وهي أكبر من 0.05، وهذا يقودنا إلى أن نقول بأن التوليفات غير الخطية للقيم المقدرة للمتغيرات المستقلة لا تلعب دوراً في تفسير المتغير التابع.

بعد الانتهاء من اختبار Ramsey Reset Test يمكننا الحكم بملاءمة تصميم النموذج المقدر.

ثانياً: حالة مصرف أبو ظبي الأول:

لا بد لنا في البداية من اختبار استقرار السلاسل الزمنية لكافة المتغيرات المدروسة في هذه الحالة وذلك من أجل التوصل إلى النموذج القياسي الأنسب لتمثيل البيانات المدروسة.

وفيما يلي نقدم اختبار ديكي فولر الموسع لكافة المتغيرات المدروسة:

الجدول (١٤): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي الأول عند المستوى

المتغير	حالة الاختبار	القيمة الاحتمالية للاختبار
ROA	وجود ثابت واتجاه زمني	0.0133
	وجود ثابت فقط	0.0410
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0323
STAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.5873
	وجود ثابت فقط	0.2310
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.3709
BOAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.8962
	وجود ثابت فقط	0.1931
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.6442
DEAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.8922
	وجود ثابت فقط	0.7324
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.2940
INAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.7769
	وجود ثابت فقط	0.5266
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.3121
PRTPI	وجود ثابت واتجاه زمني	0.6745
	وجود ثابت فقط	0.8537
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.8074

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EvIEWS 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لمعدل العائد على الأصول أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند المستوى.

أما القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من نسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى إجمالي الأصول ونسبة الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أكبر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، ولذلك نتوجه لدراسة استقرارها عند الفرق الأول ويظهر ذلك من خلال الجدول الآتي:

الجدول (١٥): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي الأول عند الفرق الأول

المتغير	حالة الاختبار	القيمة الاحتمالية للاختبار
STAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0001
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000
BOAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000
DEAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0004
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0001
INAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000
PRTPI	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0002
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من نسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى إجمالي الأصول ونسبة الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول.

بعد الانتهاء من اختبار جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة وبما أن بعض السلاسل الزمنية قد استقرت عند المستوى وبعض السلاسل الأخرى قد استقرت عند الفرق الأول لذلك سوف نقوم باستخدام منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة ARDL، ونبدأ الآن بتطبيق خطواتها التي تم ذكرها سابقاً:

أ- اختبار التكامل المشترك:

بعد الاستعانة باختبار منهج الحدود Bounds Test فقد تم الحصول على ما يلي:

الجدول (١٦): اختبار منهج الحدود Bounds Test

الاختبار الإحصائي Test Statistic	قيمة F المحسوبة	مستوى المعنوية Signif	قيم الحد الأدنى I(0)	قيم الحد الأعلى I(1)
F-statistic	12.53459	%10	2.08	3
K	5	%5	2.39	3.38
		%2.5	2.7	3.73
		%1	3.06	4.15

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة F المحسوبة بلغت 12.53459 وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى لمستوى المعنوية 5%، وبناء على ذلك فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، ونستنتج من ذلك وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وبالتالي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة.

ب- تقدير العلاقة في الأجل الطويل:

بعد القيام باختبار منهج الحدود والتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة، فإنه بإمكاننا الحصول على مقدرات الأجل الطويل من خلال الجدول الآتي:

الجدول (١٧): مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STAS	-1.425450	0.888474	-1.604380	0.1598
BOAS	-1.768629	1.036171	-1.706889	0.0387
DEAS	-1.790594	1.046237	-1.711462	0.1378
INAS	1.794349	1.047043	1.713731	0.0374
PRTPI	-0.015368	0.339703	-0.045239	0.9654
C	0.006438	0.003578	1.799423	0.1220

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق يمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن معادلة الأجل الطويل وذلك على الشكل الآتي:

$$ROA = -1.768629 \text{ BOAS} + 1.794349 \text{ INAS} + u_{1i}$$

من خلال المعادلة السابقة يمكننا القول بأن:

- ❖ زيادة نسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى تراجع في معدل العائد على الموجودات بمقدار 1.768629%.
- ❖ زيادة نسبة حجم الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى زيادة في معدل العائد على الموجودات بمقدار 1.794349%.

و هي نتائج مطابقة لنتائج التي ظهرت في حالة مصرف الإمارات دبي الوطني، حيث يظهر الأثر السلبي لزيادة الاستثمار في السندات على معدل الربحية إلى أن المصرف يستثمر جزء كبير من مدخراته في أدوات الدين الحكومية طويلة الأجل ذات العوائد المنخفضة، ولكن الجزء الأكبر من المحفظة الاستثمارية لمصرف أبوظبي الأول تتكون من المشتقات المالية و هو يعود

عليه بأرباح كبيرة يجعل من حجم الاستثمارات الإجمالية نسبة إلى حجم الأصول ذو أثر إيجابي على معدل الربحية^١.

ت- تقدير العلاقة في الأجل القصير:

بعد استنتاج علاقة الأجل الطويل لا بد لنا من الانتقال وتقدير نموذج تصحيح الخطأ للتوصل إلى معادلة الأجل القصير، والتي تظهر المقدرات الخاصة بها من خلال الجدول الآتي:

الجدول (١٨): نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA(-1))	-2.240130	0.090121	-24.85689	0.0000
D(ROA(-2))	-1.792083	0.064488	-27.78918	0.0000
D(ROA(-3))	-1.306830	0.034353	-38.04119	0.0000
D(STAS)	-0.974785	0.180693	-5.394712	0.0017
D(STAS(-1))	-2.429483	0.265856	-9.138351	0.0001
D(STAS(-2))	-1.760746	0.300177	-5.865694	0.0011
D(STAS(-3))	-1.165617	0.216598	-5.381485	0.0017
D(BOAS)	0.133108	0.042136	3.158965	0.0196
D(BOAS(-1))	-2.336322	0.216127	-10.80997	0.0000
D(BOAS(-2))	-2.217891	0.195207	-11.36172	0.0000
D(BOAS(-3))	-1.463121	0.158378	-9.238138	0.0001
D(DEAS)	0.177509	0.042405	4.185982	0.0058
D(DEAS(-1))	-2.452084	0.218292	-11.23303	0.0000
D(DEAS(-2))	-2.313350	0.194942	-11.86688	0.0000
D(DEAS(-3))	-1.440967	0.158019	-9.118938	0.0001
D(INAS)	-0.160712	0.041385	-3.883366	0.0081
D(INAS(-1))	2.435174	0.216907	11.22679	0.0000
D(INAS(-2))	2.298943	0.193848	11.85950	0.0000
D(INAS(-3))	1.450138	0.158267	9.162585	0.0001
D(PRTPI)	1.478248	0.150172	9.843732	0.0001
D(PRTPI(-1))	2.349799	0.179087	13.12102	0.0000

^١ الشكل رقم (١٢)، بنية المحافظ الاستثمارية في المصارف الإماراتية عينة الدراسة.

D(PRTPI(-2))	1.385087	0.176101	7.865303	0.0002
D(PRTPI(-3))	0.371513	0.181480	2.047128	0.0866
CointEq(-1)*	-1.527020	0.115272	13.24705	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة معامل تصحيح الخطأ -1.527020 وهي قيمة سالبة وذات معنوية إحصائية وبالتالي يوجد علاقة قصيرة الأجل تربط بين المتغيرات المدروسة ويمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن الأجل القصير على الشكل الآتي:

$$\begin{aligned}
 D(ROA) = & -2.240130 \quad D(ROA(-1)) -1.792083 \quad D(ROA(-2)) -1.306830 \\
 & D(ROA(-3)) -0.974785 \quad D(STAS) -2.429483 \quad D(STAS(-1)) -1.760746 \\
 & D(STAS(-2)) -1.165617 \quad D(STAS(-3)) +0.133108 \quad D(BOAS) -2.336322 \\
 & D(BOAS(-1)) -2.217891 \quad D(BOAS(-2)) -1.463121 \quad D(BOAS(-3)) + \\
 & 0.177509 \quad D(DEAS) -2.452084 \quad D(DEAS(-1)) -2.313350 \quad D(DEAS(-2)) - \\
 & 1.440967 \quad D(DEAS(-3)) -0.160712 \quad D(INAS) + 2.435174 \quad D(INAS(-1)) + \\
 & 2.298943 \quad D(INAS(-2)) + 1.450138 \quad D(INAS(-3)) +1.478248 \quad D(PRTPI) + \\
 & 2.349799 \quad D(PRTPI(-1)) + 1.385087 \quad D(PRTPI(-2)) -1.527020 \quad CointEq(- \\
 & 1) + u_{2i}
 \end{aligned}$$

من المعادلة السابقة نستنتج أن:

- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لمعدل العائد إلى الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة (t).
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) و (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في السندات إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في السندات إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في إجمالي الاستثمارات إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمارات الإجمالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة في الفترة الزمنية (t) (t-1) و (t-2) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ إن 152.7020% تقريباً من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها في واحدة الزمن (أي كل ثلاثة أشهر).

من النتائج السابقة يظهر أن الاستثمار في الأسهم يكون له أثر سلبي على معدل الربحية (ROA) في الأجل القصير و يمكن تفسير ذلك بانخفاض حجم الاستثمار في الأسهم من قبل المصرف (١% من حجم المحفظة الاستثمارية).^١

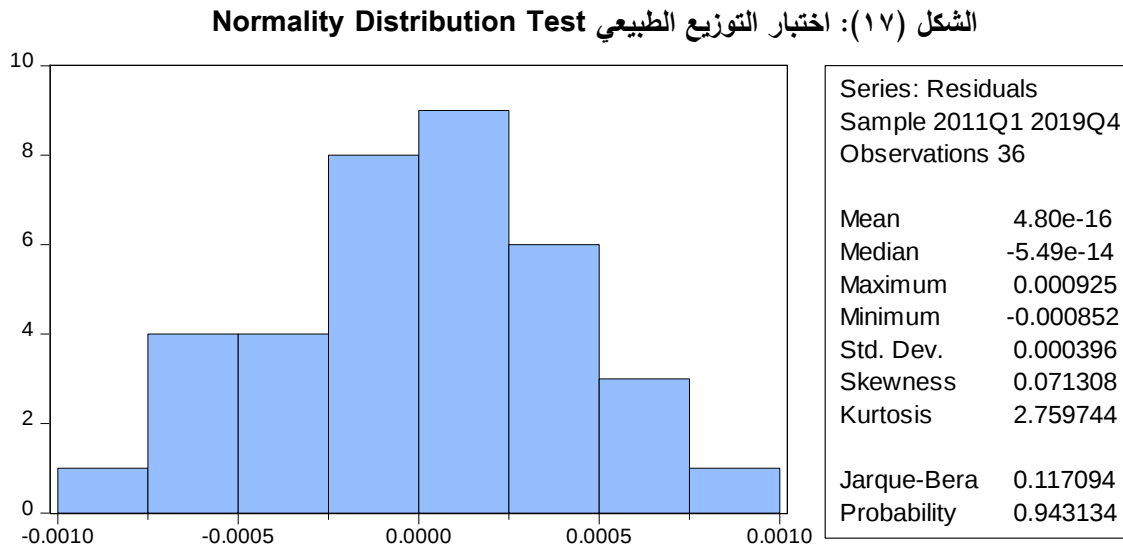
كما يظهر أثر سلبي للاستثمار في السندات على معدل الربحية وهو ما يؤكد على تفسيرنا السابق بأن معظم أدوات الدين التي يستثمر بها المصرف هي أدوات دين حكومية منخفضة العائد.

و تظهر النتائج السابقة أن عوائد المحفظة الاستثمارية تؤثر إيجاباً على معدل الربحية و ذلك بسبب الأثر الإيجابي للاستثمار في المشتقات المالية في الأجل القصير (٣ شهور) و التي غالباً ما تنتج عن عمليات متاجرة قصيرة بعقود المشتقات المالية.

^١ الشكل رقم (١٢)، بنية المحافظ الاستثمارية في المصارف الإماراتية عينة الدراسة.

ث- اختبار التوزيع الطبيعي:

باستخدام اختبار جاركو بيرا فقد تم الحصول على الشكل الآتي:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الأرقام في الأعلى على يمين الشكل نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار جاركو بيرا هي 0.943134 وهي أكبر من 0.05، لذلك فإننا نقوم بقبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة وهذا ما يقودنا إلى الحكم بأن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي.

ج- اختبار الارتباط الذاتي:

بعد الاستعانة باختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (١٩): اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	0.052237	Prob.F(2,4)	0.4026
Obs*R-squared	0.059080	Prob. Chi-Square(1)	0.0514

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لكاي مربع تساوي 0.0514 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي.

ح- اختبار ثبات تباين البواقي:

بعد الاستعانة باختبار ARCH، فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٢٠): اختبار ثبات تباين البواقي ARCH

F-statistic	0.149496	Prob.F(2,31)	0.8618
Obs*R-squared	0.324793	Prob. Chi-Square(1)	0.8501

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار كاي مربع تساوي ل 0.8501 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة عدم ثبات التباين.

بعد الانتهاء من اختبار مشكلة الارتباط الذاتي واختبار مشكلة عدم ثبات التباين يمكننا القول أن النموذج المقدر يخلو من كلا المشكلتين وبالتالي فقد حصلنا على أفضل المقدرات وأقلها تبايناً.

خ- اختبار مدى ملاءمة تصميم النموذج المقدر:

بعد الاستعانة باختبار Ramsey Reset Test فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٢١): اختبار مدى ملاءمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test

	Value	Df	Probability
F-statistic	2.865610	(3, 3)	0.2051

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي ل 0.2051 وهي أكبر من 0.05، وهذا يقودنا إلى أن نقول بأن التوليفات غير الخطية للقيم المقدرة للمتغيرات المستقلة لا تلعب دوراً في تفسير المتغير التابع.

بعد الانتهاء من اختبار Ramsey Reset Test يمكننا الحكم بملاءمة تصميم النموذج المقدر.

ثالثاً: حالة مصرف أبو ظبي التجاري:

لا بد لنا في البداية من اختبار استقرار السلاسل الزمنية لكافة المتغيرات المدروسة في هذه الحالة وذلك من أجل التوصل إلى النموذج القياسي الأنسب لتمثيل البيانات المدروسة.

وفيما يلي نقدم اختبار ديكي فولر الموسع لكافة المتغيرات المدروسة:

الجدول (٢٢): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي التجاري عند المستوى

المتغير	حالة الاختبار	القيمة الاحتمالية للاختبار
ROA	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.9263
	بوجود ثابت فقط	0.8112
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.8932
STAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.2344
	بوجود ثابت فقط	0.0987
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.2609
BOAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.1165
	بوجود ثابت فقط	0.0921
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.1323
DEAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0497
	بوجود ثابت فقط	0.0347
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0190
INAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.6578
	بوجود ثابت فقط	0.3521
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.5584
PRTPI	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.1848
	بوجود ثابت فقط	0.1515
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.8074

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لنسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى إجمالي الأصول أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند المستوى.

أما القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من معدل العائد على الأصول ونسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول ونسبة الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أكبر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، ولذلك نتوجه لدراسة استقرارها عند الفرق الأول ويظهر ذلك من خلال الجدول الآتي:

الجدول (٢٣): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف أبو ظبي التجاري عند الفرق الأول

القيمة الاحتمالية للاختبار	حالة الاختبار	المتغير
0.0000	بوجود ثابت واتجاه زمني	ROA
0.0000	بوجود ثابت فقط	
0.0001	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.0001	بوجود ثابت واتجاه زمني	STAS
0.0000	بوجود ثابت فقط	
0.0000	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.0009	بوجود ثابت واتجاه زمني	BOAS
0.0001	بوجود ثابت فقط	
0.0000	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.0000	بوجود ثابت واتجاه زمني	INAS
0.0003	بوجود ثابت فقط	
0.0000	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	
0.0000	بوجود ثابت واتجاه زمني	PRTPI
0.0000	بوجود ثابت فقط	
0.0000	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من معدل العائد على الأصول ونسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول ونسبة الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول.

بعد الانتهاء من اختبار جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة وبما أن بعض السلاسل الزمنية قد استقرت عند المستوى وبعض السلاسل الأخرى قد استقرت عند الفرق الأول لذلك سوف نقوم باستخدام منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة ARDL، ونبدأ الآن بتطبيق خطواتها والتي تم ذكرها سابقاً:

أ- اختبار التكامل المشترك:

بعد الاستعانة باختبار منهج الحدود Bounds Test فقد تم الحصول على ما يلي:

الجدول (٢٤): اختبار منهج الحدود Bounds Test

الاختبار الإحصائي Test Statistic	قيمة F المحسوبة	مستوى المعنوية Signif	قيم الحد الأدنى I(0)	قيم الحد الأعلى I(1)
F-statistic	4.193164	%10	2.08	3
K	5	%5	2.39	3.38
		%2.5	2.7	3.73
		%1	3.06	4.15

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة F المحسوبة بلغت 4.193164 وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى لمستوى المعنوية 5%، وبناء على ذلك فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، ونستنتج من ذلك وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وبالتالي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة.

ب- تقدير العلاقة في الأجل الطويل:

بعد القيام باختبار منهج الحدود والتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة فإنه بإمكاننا الحصول على مقدرات الأجل الطويل من خلال الجدول الآتي:

الجدول (٢٥): مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STAS	-0.004519	1.260000	-0.003587	0.9972
BOAS	0.509167	0.272629	1.867616	0.0487
DEAS	0.519812	0.267739	1.941486	0.0782
INAS	-0.538054	0.274363	-1.961105	0.0757
PRTPI	0.736999	0.353095	-2.087252	0.0409
C	0.017226	0.004699	3.666237	0.0037

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق يمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن معادلة الأجل الطويل وذلك على الشكل الآتي:

$$ROA = 0.017226 + 0.509167 \text{ BOAS} + 0.736999 \text{ PRTPI} + u_{1i}$$

من خلال المعادلة السابقة يمكننا القول بأن:

- ❖ زيادة نسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى زيادة في معدل العائد على الموجودات بمقدار 0.509167%.
- ❖ زيادة نسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى زيادة في معدل العائد على الموجودات بمقدار 0.736999%.

يشكل الاستثمار بالسندات (٦٢%) من المحفظة الاستثمارية لمصرف أبوظبي التجاري.^١ و يمكن إرجاع الأثر الإيجابي لحجم الاستثمار في السندات على معدل الربحية في الأجل الطويل بأنه معظم محفظة السندات تعود لاستثمارات في سندات شركات ذات عوائد مرتفعة، و أن

^١ الشكل رقم (١٢)، بنية المحافظ الاستثمارية في المصارف الإماراتية عينة الدراسة.

الفوائد الدورية على هذه السندات هي التي تدفع بأن يكون لعوائد المحفظة الاستثمارية أثر إيجابي في معدل الربحية (ROA) في الأجل الطويل.

ت- تقدير العلاقة في الأجل القصير:

بعد استنتاج علاقة الأجل الطويل لا بد لنا من الانتقال وتقدير نموذج تصحيح الخطأ للتوصل إلى معادلة الأجل القصير والتي تظهر المقدرات الخاصة بها من خلال الجدول الآتي:

الجدول (٢٦): نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA(-1))	-0.171426	0.122252	-1.402235	0.1884
D(ROA(-2))	-0.406075	0.092517	-4.389178	0.0011
D(ROA(-3))	-0.718301	0.052127	-13.77995	0.0000
D(STAS)	-1.694014	0.852834	-1.986336	0.0725
D(STAS(-1))	-1.091035	0.736356	-1.481668	0.1665
D(STAS(-2))	-1.825037	0.684004	-2.668166	0.0219
D(BOAS)	0.088790	0.053266	1.666927	0.1237
D(BOAS(-1))	-0.298718	0.059825	-4.993238	0.0004
D(BOAS(-2))	-0.106436	0.037953	-2.804420	0.0171
D(DEAS)	0.014705	0.046118	0.318860	0.7558
D(DEAS(-1))	-0.412751	0.074490	-5.541036	0.0002
D(DEAS(-2))	-0.225633	0.045120	-5.000755	0.0004
D(INAS)	-0.003149	0.045774	-0.068798	0.9464
D(INAS(-1))	0.433160	0.077468	5.591434	0.0002
D(INAS(-2))	0.216188	0.045424	4.759356	0.0006
D(INAS(-3))	0.015086	0.005773	2.613353	0.0241
D(PRTPI)	-0.215948	0.130242	-1.658045	0.1255
D(PRTPI(-1))	0.628233	0.164173	3.826654	0.0028
CointEq(-1)*	-1.053307	0.156389	-6.735163	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة معامل تصحيح الخطأ -1.053307 وهي قيمة سالبة وذات معنوية إحصائية وبالتالي يوجد علاقة قصيرة الأجل تربط بين المتغيرات المدروسة ويمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن الأجل القصير على الشكل الآتي:

$$\begin{aligned} D(ROA) = & -0.406075 D(ROA(-2)) - 0.718301 D(ROA(-3)) - 1.825037 \\ & D(STAS(-2)) - 0.298718 D(BOAS(-1)) - 0.106436 D(BOAS(-2)) - \\ & 0.412751 D(DEAS(-1)) - 0.225633 D(DEAS(-2)) + 0.433160 \\ & D(INAS(-1)) + 0.216188 D(INAS(-2)) + 0.015086 D(INAS(-3)) + \\ & 0.628233 D(PRTPI(-1)) - 1.053307 CointEq(-1) + u_{2i} \end{aligned}$$

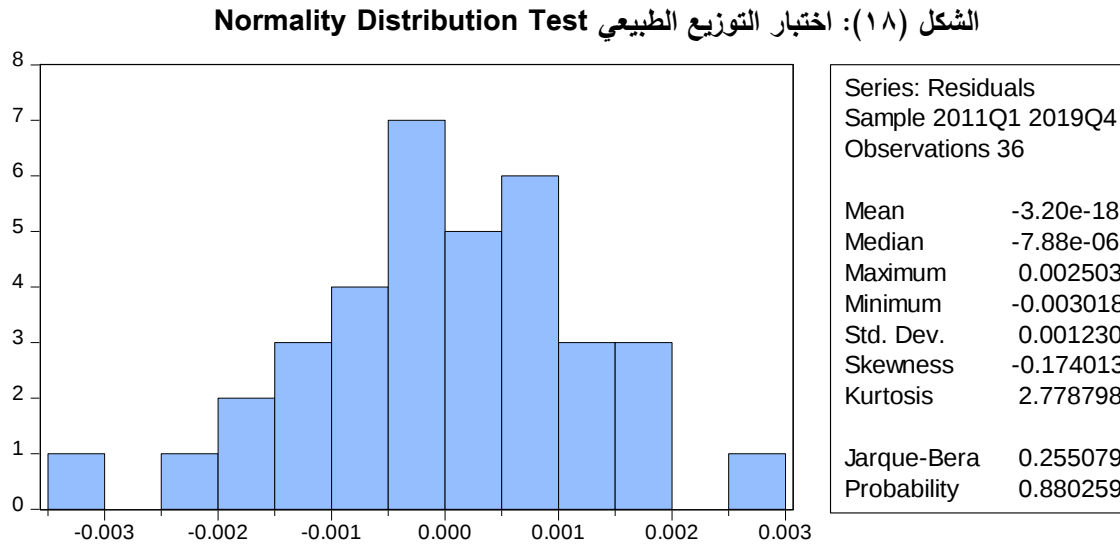
من المعادلة السابقة نستنتج أن:

- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لمعدل العائد إلى الأصول في الفترة الزمنية (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة (t).
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-2) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في السندات إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمارات الإجمالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة في الفترة الزمنية (t-1) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.
- ❖ إن 105.3307% تقريباً من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها في واحدة الزمن (أي كل ثلاثة أشهر).

إن النتائج السابقة تظهر أثراً سلبياً للاستثمار الأسهم و المشتقات المالية على المدى القصير على معدل الربحية و يمكن تفسير هذا الأثر بالخسائر الرأسمالية التي يمكن أن يتعرض لها البنك نتيجة عمليات المتاجرة، كما تظهر أثراً سلبياً للاستثمارات في السندات على معدل الربحية و هو ما يؤكد تفسيرنا السابق بأن مصرف أبوظبي التجاري إنما يعتمد على الاستثمار في سندات الشركات طويلة الأجل ذات العوائد المرتفعة و ليس على أدوات دين حكومية.

ث - اختبار التوزيع الطبيعي:

باستخدام اختبار جاركو بيرا فقد تم الحصول على الشكل الآتي:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الأرقام في الأعلى على يمين الشكل نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار جاركو بيرا هي 0.880259 وهي أكبر من 0.05، لذلك فإننا نقوم بقبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة وهذا ما يقودنا إلى الحكم بأن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي.

ج - اختبار الارتباط الذاتي:

بعد الاستعانة باختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٢٧): اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	1.891780	Prob.F(2,9)	0.2061
Obs*R-squared	1.065495	Prob. Chi-Square(2)	0.0940

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لكاي مربع تساوي 0.0940 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي.

ح- اختبار ثبات تباين البواقي:

بعد الاستعانة باختبار ARCH، فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٢٨): اختبار ثبات تباين البواقي ARCH

F-statistic	0.080663	Prob.F(2,31)	0.9227
Obs*R-squared	0.176022	Prob. Chi-Square(2)	0.9158

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار كاي مربع تساوي ل 0.9158 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة عدم ثبات التباين.

بعد الانتهاء من اختبار مشكلة الارتباط الذاتي واختبار مشكلة عدم ثبات التباين يمكننا القول أن النموذج المقدر يخلو من كلا المشكلتين وبالتالي فقد حصلنا على أفضل المقدرات وأقلها تبايناً.

خ- اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر:

بعد الاستعانة باختبار Ramsey Reset Test فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٢٩): اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test

	Value	Df	Probability
F-statistic	5.353620	(3, 8)	0.0540

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي ل 0.0540 وهي أكبر من 0.05، وهذا يقودنا إلى أن نقول بأن التوليفات غير الخطية للقيم المقدرة للمتغيرات المستقلة لا تلعب دوراً في تفسير المتغير التابع.

بعد الانتهاء من اختبار Ramsey Reset Test يمكننا الحكم بملاءمة تصميم النموذج المقدر.

رابعاً: حالة مصرف المشرق:

لا بد لنا في البداية من اختبار استقرار السلاسل الزمنية لكافة المتغيرات المدروسة في هذه الحالة وذلك من أجل التوصل إلى النموذج القياسي الأنسب لتمثيل البيانات المدروسة.

وفيما يلي نقدم اختبار ديكي فولر الموسع لكافة المتغيرات المدروسة:

الجدول (٣٠): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف المشرق عند المستوى

المتغير	حالة الاختبار	القيمة الاحتمالية للاختبار
ROA	وجود ثابت واتجاه زمني	0.9413
	وجود ثابت فقط	0.8442
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.8284
STAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.5076
	وجود ثابت فقط	0.8127
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.1189
BOAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.0007
	وجود ثابت فقط	0.0021
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0011
DEAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.0001
	وجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0100
INAS	وجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	وجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0001
PRTPI	وجود ثابت واتجاه زمني	0.3996
	وجود ثابت فقط	0.1428
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.8074

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من نسبة حجم الاستثمار في السندات إلى إجمالي الأصول ونسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى إجمالي الأصول ونسبة الاستثمارات الإجمالية إلى إجمالي الأصول أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند المستوى.

أما القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من معدل العائد على الأصول ونسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أكبر من في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، ولذلك نتوجه لدراسة استقرارها عند الفرق الأول ويظهر ذلك من خلال الجدول الآتي:

الجدول (٣١): اختبار ديكي فولر الموسع لمتغيرات مصرف الشرق عند الفرق الأول

المتغير	حالة الاختبار	القيمة الاحتمالية للاختبار
ROA	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0002
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000
STAS	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0003
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000
PRTPI	بوجود ثابت واتجاه زمني	0.0000
	بوجود ثابت فقط	0.0000
	بدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار ديكي فولر الموسع لكل من معدل العائد على الأصول ونسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول ونسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة أصغر من 0.05 في الحالات الثلاثة - بوجود ثابت واتجاه زمني وبوجود ثابت فقط وبدون وجود ثابت ولا اتجاه زمني- وبالتالي تكون السلاسل الزمنية الخاصة بهذه المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول.

بعد الانتهاء من اختبار جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة وبما أن بعض السلاسل الزمنية قد استقرت عند المستوى وبعض السلاسل الأخرى قد استقرت عند الفرق الأول لذلك سوف نقوم باستخدام منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة ARDL، ونبدأ الآن بتطبيق خطواتها والتي تم ذكرها سابقاً:

أ- اختبار التكامل المشترك:

بعد الاستعانة باختبار منهج الحدود Bounds Test فقد تم الحصول على ما يلي:

الجدول (٣٢): اختبار منهج الحدود Bounds Test

الاختبار الإحصائي Test Statistic	قيمة F المحسوبة	مستوى المعنوية Signif	قيم الحد الأدنى I(0)	قيم الحد الأعلى I(1)
F-statistic	15.65534	%10	2.08	3
K	5	%5	2.39	3.38
		%2.5	2.7	3.73
		%1	3.06	4.15

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة F المحسوبة بلغت 15.65534 وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى لمستوى المعنوية 5%، وبناء على ذلك فإننا نقوم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، ونستنتج من ذلك وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وبالتالي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة.

ب- تقدير العلاقة في الأجل الطويل:

بعد القيام باختبار منهج الحدود والتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة فإنه بإمكاننا الحصول على مقدرات الأجل الطويل من خلال الجدول الآتي:

الجدول (٣٣): مقدرات الأجل الطويل ARDL Long Run Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STAS	1.265443	6.02011	0.660868	0.0236
BOAS	7.406258	10.57602	0.700288	0.4997
DEAS	7.707130	10.67041	0.722290	0.4867
INAS	-7.444397	10.57136	-0.704204	0.4974
PRTPI	3.722536	5.840844	0.637328	0.0382
C	-0.054473	0.106911	-0.509515	0.6214

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق يمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن معادلة الأجل الطويل وذلك على الشكل الآتي:

$$ROA = 1.265443 STAS + 3.722536 PRTPI + u_{1i}$$

من خلال المعادلة السابقة يمكننا القول بأن:

- ❖ زيادة نسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى إجمالي الأصول بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى زيادة في معدل العائد على الموجودات بمقدار 1.265443%.
- ❖ زيادة نسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة بمقدار 1% مع ثبات باقي العوامل ستؤدي إلى زيادة في معدل العائد على الموجودات بمقدار 3.722536%.

يشكل الاستثمار في الأسهم (٧%) من المحفظة الاستثمارية لبنك المشرق^١ وهو ثاني أكبر مصرف من حيث حجم الاستثمار في الأسهم من المصارف عينة الدراسة بعد مصرف الإمارات دبي الوطني. ولعل ارتفاع حجم الاستثمار في الأسهم كنسبة من حجم المحفظة هو الذي يسبب الأثر الإيجابي على معدل العائد على الربحية (ROA)، ويمكن أن تنتج هذه الربحية إما من خلال الأرباح الرأسمالية التي يحققها البنك من عمليات المتاجرة بالأسهم أو نتيجة الاستثمار بأسهم لشركات كبيرة توزع أرباح بشكل دوري. على العموم فإن الأثر الإيجابي للاستثمار في الأسهم على معدل الربحية هو الذي دفع لأن يكون لعوائد المحفظة الاستثمارية أثر إيجابي على معدل العائد على إجمالي الأصول في الأجل الطويل التي أظهرته نتائج التحليل السابق.

^١ الشكل رقم (١٢)، بنية المحافظ الاستثمارية في المصارف الإماراتية عينة الدراسة.

ت- تقدير العلاقة في الأجل القصير:

بعد استنتاج علاقة الأجل الطويل لا بد لنا من الانتقال وتقدير نموذج تصحيح الخطأ للتوصل إلى معادلة الأجل القصير والتي تظهر المقدرات الخاصة بها من خلال الجدول الآتي:

الجدول (٣٤): نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA(-1))	-0.919543	0.030554	-30.09608	0.0000
D(ROA(-2))	-0.809681	0.035395	-22.87563	0.0000
D(ROA(-3))	-0.879752	0.024737	-35.56487	0.0000
D(STAS)	0.928706	0.180441	5.146879	0.0004
D(BOAS)	0.735242	0.081204	9.054217	0.0000
D(BOAS(-1))	0.062355	0.074797	0.833653	0.4239
D(BOAS(-2))	-0.106914	0.064948	-1.646149	0.1308
D(BOAS(-3))	0.105024	0.047152	2.227335	0.0501
D(DEAS)	0.787076	0.086066	9.145019	0.0000
D(DEAS(-1))	0.149544	0.078056	1.915867	0.0844
D(DEAS(-2))	-0.127658	0.064587	-1.976514	0.0763
D(DEAS(-3))	0.067793	0.047914	1.414890	0.1875
D(INAS)	-0.816229	0.081530	-10.01141	0.0000
D(INAS(-1))	-0.174238	0.070830	-2.459936	0.0337
D(INAS(-2))	0.022742	0.058700	0.387431	0.7066
D(INAS(-3))	-0.092508	0.046107	-2.006361	0.0726
D(PRTPI)	0.193501	0.022957	8.428671	0.0000
D(PRTPI(-1))	-0.197817	0.048815	-4.052380	0.0023
D(PRTPI(-2))	-0.287430	0.048225	-5.960159	0.0001
CointEq(-1)*	-0.136365	0.010298	-13.24159	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة معامل تصحيح الخطأ -0.136365 وهي قيمة سالبة وذات معنوية إحصائية وبالتالي يوجد علاقة قصيرة الأجل تربط بين المتغيرات المدروسة ويمكننا صياغة المعادلة المعبرة عن الأجل القصير على الشكل الآتي:

$$D(ROA) = -0.919543 D(ROA(-1)) - 0.809681 D(ROA(-2)) - 0.879752$$

$$D(ROA(-3)) + 0.928706 D(STAS) + 0.735242 D(BOAS) + 0.787076 \\ D(DEAS) - 0.816229 D(INAS) - 0.174238 D(INAS(-1)) + 0.193501 \\ D(PRTPI) - 0.197817 D(PRTPI(-1)) - 0.287430 D(PRTPI(-2)) - 0.136365 \\ CointEq(-1) + u_{2i}$$

من المعادلة السابقة نستنتج أن:

❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) و (t-3) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في الأسهم إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في السندات إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمار في المشتقات المالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة حجم الاستثمارات الإجمالية إلى مجموع الأصول في الفترة الزمنية (t) و (t-1) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر إيجابي للفرق الأول لنسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة في الفترة الزمنية (t) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ يوجد أثر سلبي للفرق الأول لنسبة عوائد المحفظة الاستثمارية إلى إجمالي المحفظة في الفترة الزمنية (t-1) و (t-2) على الفرق الأول لمعدل العائد على الأصول في الفترة t.

❖ إن 13.6365% تقريباً من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها في واحدة الزمن (أي كل ثلاثة أشهر).

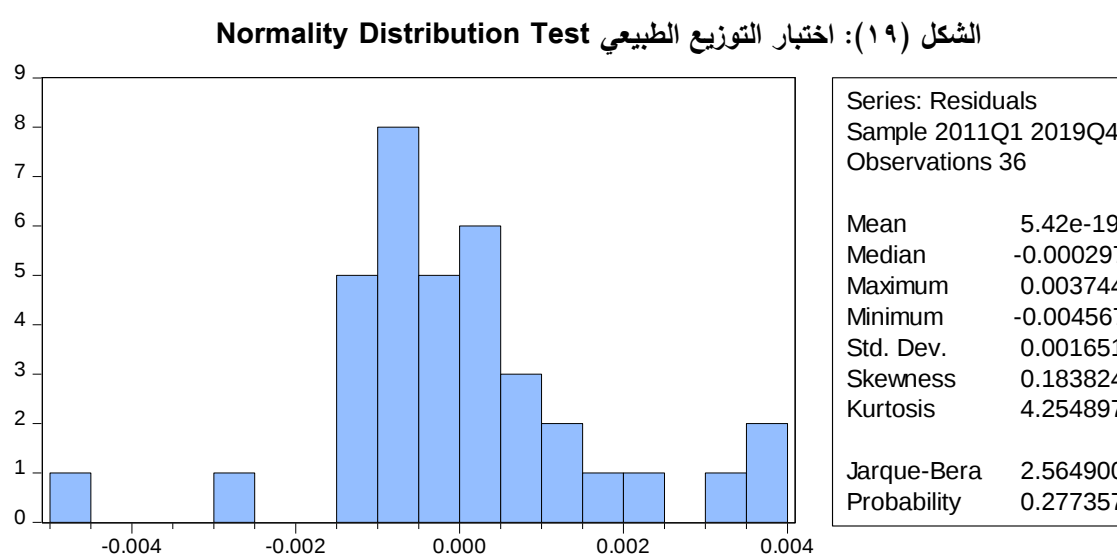
لعل أهم ما تظهره نتائج السابقة أنه وعلى الأجل القصير يكون للاستثمار في الأسهم أثر إيجابي على معدل الربحية وهو ما يؤكد تفسيرنا للنتائج على المدى الطويل بأن أرباح المتاجرة بالأسهم

هي التي تفسر الجزء الأكبر من الأثر الإيجابي للاستثمار في الأسهم على معدل العائد على إجمالي الأصول.

تظهر النتائج أيضاً أنه وفي الأجل القصير يوجد أثر إيجابي للاستثمار في السندات والمشتقات المالية على معدل الربحية وهو ما يقود لأن يكون لعوائد المحفظة الاستثمارية أثر إيجابي على معدل الربحية في الأجل القصير.

ث- اختبار التوزيع الطبيعي:

باستخدام اختبار جاركو بيرا فقد تم الحصول على الشكل الآتي:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الأرقام في الأعلى على يمين الشكل نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار جاركو بيرا هي 0.277357 وهي أكبر من 0.05، لذلك فإننا نقوم بقبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة وهذا ما يقودنا إلى الحكم بأن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي.

ج- اختبار الارتباط الذاتي:

بعد الاستعانة باختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٣٥): اختبار الارتباط الذاتي Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	0.830194	Prob.F(2,8)	0.4703
Obs*R-squared	1.187531	Prob. Chi-Square(2)	0.0553

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لكاي مربع تساوي ل 0.0553 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي.

ح- اختبار ثبات تباين البواقي:

بعد الاستعانة باختبار ARCH، فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٣٦): اختبار ثبات تباين البواقي ARCH

F-statistic	0.317841	Prob.F(2,31)	0.7301
Obs*R-squared	0.683190	Prob. Chi-Square(2)	0.7106

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار كاي مربع تساوي ل 0.7106 وهي أكبر من 0.05، وهذا ما يقودنا إلى قبول فرضية عدم ورفض الفرضية البديلة، أي إن النموذج المقدر يخلو من مشكلة عدم ثبات التباين.

بعد الانتهاء من اختبار مشكلة الارتباط الذاتي واختبار مشكلة عدم ثبات التباين يمكننا القول أن النموذج المقدر يخلو من كلا المشكلتين وبالتالي فقد حصلنا على أفضل المقدرات وأقلها تبايناً.

خ- اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر:

بعد الاستعانة باختبار Ramsey Reset Test فقد تم الحصول على النتائج الآتية:

الجدول (٣٧): اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج المقدر Ramsey Reset Test

	Value	Df	Probability
F-statistic	4.855426	(3, 7)	0.0932

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي ل 0.0932 وهي أكبر من 0.05، وهذا يقودنا إلى أن نقول بأن التوليفات غير الخطية للقيم المقدرة للمتغيرات المستقلة لا تلعب دوراً في تفسير المتغير التابع.

بعد الانتهاء من اختبار Ramsey Reset Test يمكننا الحكم بملاءمة تصميم النموذج المقدر.

❖ النتائج:

١. إن لحجم استثمار المصارف التقليدية في الأصول المالية أثر على ربحيتها ويختلف هذا الأثر تبعاً لنوع الأصل المالي المستثمر به وتبعاً لأجل الاستثمار.
٢. يتباين أثر عوائد المحفظة الاستثمارية على معدل الربحية للمصارف التقليدية عينة الدراسة حيث يختلف هذا الأثر بين الإيجابي والسلبي من مصرف إلى مصرف آخر.
٣. يصل متوسط عوائد المحفظة الاستثمارية في المصارف الإماراتية إلى (١,٢٦%) من إجمالي المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة، بينما يصل متوسط عوائد المحفظة الاستثمارية في عينة المصارف السورية إلى (٣,٦٢%) من إجمالي قيمة المحفظة الاستثمارية.
٤. يلاحظ هيمنة الاستثمار في السندات على بنية المحفظة الاستثمارية لعينة المصارف التقليدية الإماراتية وبنسبة تصل (٦٤%)، بينما يسيطر الاستثمار في شهادات الإيداع على المحفظة الاستثمارية لعينة المصارف التقليدية السورية وبنسبة تصل إلى (٥٠%).
٥. يشكل الاستثمار في الأسهم النسبة الأقل في بنية محافظ الاستثمار لكلتا العينتين من المصارف السورية والإماراتية وهو أمر طبيعي باعتباره أصل ذو مخاطر مرتفعة.
٦. يشكل الاستثمار في المشتقات المالية نسبة هامة من محفظة الأصول المالية للمصارف التقليدية الإماراتية حيث تصل نسبة الاستثمار إلى حوالي (٣٠%) من إجمالي المحفظة مما يبين أهمية دور المشتقات المالية للمصارف في عمليات التحوط والمناجزة.
٧. بينت نتائج الدراسة الاحصائية أنه وبالنسبة لمصرف الإمارات دبي الوطني يوجد أثر سلبي لحجم الاستثمار في السندات وأثر إيجابي لحجم الاستثمارات الكلية على معدل العائد على الأصول (ROA) في الأجل الطويل، حيث أن زيادة ١% في حجم الاستثمار في السندات يؤدي إلى انخفاض ROA بنسبة ٤% و أن زيادة ١% في حجم الاستثمارات الكلية يؤدي إلى زيادة معدل ROA بنسبة ٤% و يمكن تفسير هذه النتائج بأن معظم محفظة الاستثمار في مصرف الإمارات دبي الوطني يتكون من أدوات دين حكومية ذات عوائد منخفضة حيث بلغت نسبة السندات ضمن المحفظة الاستثمارية للمصرف حوالي (٧٨%). فضلاً عن ذلك وجدت الدراسة وجود أثر إيجابي لكل المتغيرات المستقلة من (حجم الاستثمار في الأسهم والسندات والمشتقات المالية وحجم الاستثمارات الكلية وعوائد المحفظة الاستثمارية) على معدل العائد على الأصول (ROA) في الأجل القصير.
٨. أظهرت نتائج الدراسة الاحصائية أنه وبالنسبة لمصرف أبوظبي الأول يوجد أثر سلبي لحجم الاستثمار في السندات وأثر إيجابي لحجم الاستثمارات الكلية على معدل العائد على

الأصول (ROA) في الأجل الطويل، حيث أن زيادة ١% في حجم الاستثمار في السندات يؤدي إلى انخفاض ROA بنسبة ١,٧% و أن زيادة ١% في حجم الاستثمارات الكلية يؤدي إلى زيادة معدل ROA بنسبة ٣,٧% و يمكن تفسير ذلك بأن المصرف يستثمر جزء كبير من أمواله في أدوات الدين المنخفضة العوائد بالإضافة إلى أن حجم الاستثمار الكبير في المشتقات المالية هي استثمارات بقصد التحوط و ليس بقصد المتاجرة (حوالي ٦٢% من إجمالي المحفظة هو استثمارا في المشتقات المالية). فضلاً عن ذلك وجدت الدراسة وجود أثر سلبي لكل من حجم الاستثمار في السندات والأسهم حجم الاستثمارات الكلية وأثر إيجابي لكل من عوائد المحفظة وحجم الاستثمار في المشتقات المالية على معدل العائد على الأصول (ROA) في الأجل القصير.

٩. توصلت نتائج الدراسة الإحصائية أنه وبالنسبة لمصرف أبوظبي التجاري فإنه يوجد أثر إيجابي لكل من حجم الاستثمار في السندات وعوائد المحفظة الاستثمارية على معدل العائد على الأصول (ROA) في الأجل الطويل، حيث أن زيادة ١% في حجم الاستثمار في السندات يؤدي إلى زيادة معدل ROA بنسبة ٠,٥% و أن زيادة ١% في نسبة عوائد المحفظة منسوبة إلى إجمالي المحفظة يؤدي إلى زيادة معدل ROA بنسبة ٠,٧٣% و يمكن تفسير هذه النتيجة إلى استثمار المصرف لجزء كبير من أمواله في سندات الشركات ذات عوائد دورية مرتفعة نسبياً حيث يشكل الاستثمار في السندات حوالي (٦٤%) من إجمالي المحفظة الاستثمارية للمصرف . فضلاً عن ذلك وجدت الدراسة وجود وأثر سلبي لكل من حجم الاستثمار في السندات والأسهم والمشتقات المالية وأثر إيجابي لكل من عوائد المحفظة وحجم الاستثمارات الكلية على معدل العائد على الأصول (ROA) في الأجل القصير.

١٠. بينت نتائج الدراسة الإحصائية أنه وبالنسبة لمصرف المشرق فإنه يوجد أثر إيجابي لكل من حجم الاستثمار في الأسهم وعوائد المحفظة الاستثمارية على معدل العائد على الأصول (ROA) في الأجل الطويل، حيث أن زيادة ١% في حجم الاستثمار في الأسهم بنسبة ١% يؤدي إلى زيادة معدل ROA بنسبة ١,٢٦% و أن زيادة ١% في نسبة عوائد المحفظة منسوبة إلى إجمالي المحفظة يؤدي إلى زيادة معدل ROA بنسبة ٣,٧٢% و يمكن تفسير هذه النتائج بأن حجم الاستثمار في الأسهم من قبل مصرف المشرق يقارب ٧% من إجمالي المحفظة الاستثمارية و هي نسبة كبيرة بالمقارنة مع بقية المصارف عينة الدراسة وأن العوائد من المتاجرة بالأسهم و توزيعات الأرباح تؤثر إيجاباً على ربحية المصرف. فضلاً عن ذلك وجدت الدراسة وجود أثر إيجابي لكل من حجم الاستثمار في السندات والأسهم والمشتقات المالية وأثر سلبي لكل من عوائد المحفظة وحجم الاستثمارات الكلية على معدل العائد على الأصول .

❖ المقترحات:

بناء على النتائج السابقة نقترح الآتي:

١. من الأفضل للمصارف التقليدية العاملة في سوريا زيادة حجم الاستثمار في الأصول المالية باعتبارها مورداً إضافياً للربحية.
٢. ضرورة قيام القطاع المصرفي التقليدي في سورية على تنويع استثماراته وعدم الاعتماد على نوع واحد من الاستثمارات مما يجعله عرضة للمخاطر.
٣. السماح للمصارف التقليدية العاملة في سورية باستخدام المشتقات المالية لم لها من أهمية كبيرة بعملية التحوط وخاصة من مخاطر التغيرات الكبيرة في أسعار الصرف.
٤. من المستحسن أن تقوم السلطات النقدية في سورية بإيجاد بدائل استثمارية مختلفة تساعد المصارف على توظيف أموالها بدلاً من إبقائها مجمدة في الخزائن و من هذه البدائل صناديق الاستثمار العقاري و صناديق الاستثمار في البنية التحتية لم لها من أهمية في عملية إعادة الإعمار.
٥. وضع قيود محددة للاستثمار بالمشتقات المالية للمصارف العاملة في الإمارات العربية المتحدة وذلك للمخاطر القصوى الناشئة من المبالغة في الاستثمار بهذا النوع من الأصول وخاصة أن معظم الاستثمارات بالمشتقات المالية تأخذ شكل المتاجرة وليس التحوط.
٦. وضع قيود محددة للاستثمار في الأصول الدولية للمصارف العاملة في الإمارات العربية المتحدة لأن ذلك يؤدي زيادة المخاطر الناشئة من جهة ومن جهة أخرى لا يدعم الاستثمار في السوق المحلية مما يؤثر سلباً على المنشآت الوطنية.
٧. من الضروري أن تعمل المصارف التقليدية العاملة في الإمارات العربية المتحدة على المزيد من التنويع في محافظها الاستثمارية كزيادة حجم الاستثمار في الصناديق المتداولة (ETF index) أو الصناديق الاستثمارية المتداولة (mutual funds) بسبب انخفاض تكاليف الاستثمار بها من جهة وسهولة التعامل معها.
٨. رغم ما أظهرته النتائج من آثار إيجابية للاستثمار في الأصول المالية على الربحية المصرفية، فلا بد للمصارف التقليدية الإماراتية من تولي اهتمام أكبر للجوانب الأخرى من الاستثمار المصرفي وخاصة جانب الاستثمار بتأسيس الشركات المحلية المساهمة والاستثمار بالشركات الناشئة لم له من أثر إيجابي على الاقتصاد الوطني.

قائمة المراجع

أولاً- باللغة العربية:

الكتب:

١. بلال، عبد الله ياسين. (٢٠١٥). الأسواق المالية المتقدمة. منشورات جامعة حلب، سورية.
٢. التميمي، أرشد وسلام، أسامة. (٢٠٠٤). الاستثمار في الأوراق المالية (تحليل وإدارة). الأردن، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
٣. جبل، علاء الدين. (٢٠٠٤). تحليل القوائم المالية. منشورات جامعة حلب، سورية.
٤. حماد، طارق عبد العال. (٢٠٠١). المشتقات المالية – المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة. مصر، الدار الجامعية.
٥. سليمان، عدنان وموصللي، سليمان. (٢٠١٤). الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق، سورية.
٦. الصيرفي، محمد. (٢٠٠٧). إدارة المصارف (الطبعة الأولى). مصر، دار الوفاء للنشر.
٧. قاسم عبد الرزاق والعلي، أحمد. (٢٠١١). إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية. منشورات جامعة دمشق، سورية.
٨. كنعان، علي وحمرة، محمد. (٢٠١٧). إدارة المصارف. منشورات جامعة دمشق، سورية.
٩. كنعان، علي. (٢٠١٥). إدارة المصارف والسياسات المصرفية. منشورات جامعة دمشق، سورية.
١٠. كنعان، علي. (٢٠١٧). الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق، سورية.
١١. مسعود، سميح. (٢٠١٠). الأزمة المالية العالمية-نهاية الليبرالية المتوحشة. الأردن، دار المنهل.
١٢. هندي، منير إبراهيم. (٢٠٠٢). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. مصر، دار المعارف.

الرسائل الجامعية:

١. أبو زعيتر، باسل جبر حسن. (٢٠٠٦). العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية العاملة في فلسطين (١٩٩٧-٢٠٠٤). رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية في غزة، فلسطين.
٢. بوزيد، سارة. (٢٠٠٧). إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى المصارف التجارية - دراسة حالة بنك (Bnp-parispas). رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر.
٣. رقايدة، نبيلة. (٢٠١٦). دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية - حالة بنك سوسيتي جنرال الجزائر للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٤). رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
٤. شبير ، توفيق. (٢٠١٥). بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم - دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- ، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية في غزة ، فلسطين.
٥. الشهاب، أيمن. (٢٠١٥). اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سورية). رسالة دكتوراه، جامعة حلب، سوريا.
٦. الشلبي، مطيع. (٢٠٠٩). دور المصارف في تمويل الاستثمار في سورية، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق-دمشق، سوريا،
٧. الشيباوي، أمل وشاكر، كنكون. (٢٠١٦). دور المصارف التجارية الخاصة في تفعيل نشاط سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٣). رسالة ماجستير، جامعة القادسية، العراق.
٨. ضبان، حنان كمال الدين. (٢٠١٥). عقد التأجير التمويلي وتطبيقاته المعاصرة (دراسة فقهية). رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
٩. القاضي، لورين. (٢٠١٦). أثر كفاءة إدارة المحفظة على ربحية المصارف التجارية - دراسة اختبارية على البوك التجارية الأردنية بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
١٠. محصول، نعمان. (٢٠٠٧). تسيير محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية ((دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري)). رسالة ماجستير، جامعة جيجل، الجزائر.

١١. مرهج، غانم. (٢٠١٤). دور الأوراق المالية الحكومية في امتصاص السيولة الفائضة لدى المصارف لدى المصارف التجارية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية

الدوريات:

١. جميل، أحمد صبحي. (٢٠١٥). الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية ((دراسة حالة عينة من المصارف العراقية)). مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد ٤٤، ص ٢٦٩-٢٩٢.
٢. جميل، سنان محمد وسعيد، سوسن. (٢٠٠٧). تقييم أداء المصارف التجارية باستخدام نسب السيولة والربحية بالتطبيق على مصرف الموصل للتنمية والاستثمار بين العامين ٢٠١٢-٢٠١٤. مجلة تنمية الرافدين، ٨٥ (٢٩)، ص ١١١-١٣١.
٣. الحسين، بسام. (٢٠١٦). العوامل المؤثرة على ربحية المصارف الخاصة في سورية - دراسة تطبيقية. مجلة جامعة البعث، المجلد ٣٨، العدد ٣٣، ص ٧٧-١٠٤.
٤. مشروم، نوال. (٢٠١٨). استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في المصارف التجارية. مجلة أبحاث ودراسات - المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد ٣١.

الإعلانات والتقارير:

١. إعلان نتائج الاكتتاب على شهادات الإيداع بالليرة السورية-الإصدار رقم ١ لعام ٢٠١٩، مصرف سورية المركزي.
- <http://cb.gov.sy/ar/ei-d/post?id=54338afec4>
٢. تقرير مدققي الحسابات، شركة ارنست اند يونغ، عن القوائم المالية لبنك الامارات دبي الوطني عن الفترة المنتهية ٣١-١٢-٢٠١٥.
٣. شهادات الاستثمار، مصرف التسليف الشعبي.
- <http://www.pcb-bank.sy/Services/InvestmentCertificates>
٤. شهادات الإيداع، المصرف العقاري السوري.
- <http://www.reb.sy/reb/ar>

القوانين:

- ١- القانون رقم ٢٨ لعام ٢٠٠١ (قانون إحداث المصارف الخاصة في سورية).

ثانياً- باللغة الانكليزية:

Books:

1. Arnold, Glen.(2015). Financial times guide to bond and money markets, UK, Pearson.
2. Berk, Jonathan and Demarzo, Peter.(2014). Corporate finance,(3rd ED.),USA,Pearson
3. CFA L1 book 5. (2020). derivatives, Alternative investments and portfolio management and equity investment. USA, Schweser Notes.
4. Chance, Don M and Brooks Robert. (2014). An introduction to derivatives and risk management (10th ed). USA, engage learning.
5. Cook, Timothy Q and Iaroche, Robert K and Goodfriend, Marvin and Whelpley, William and Mingle, David and L, Morris, Marc D et al. (1993). Instruments of money market, Federal Reserve Bank of Richmond publications.
6. Drake, Pamela and Fabozzi Frank. (2010). the basics of finance – An introduction to financial markets, business finance and portfolio management. USA, Wiley.
7. Hull, John C. (2012). Options, futures and other derivatives (8th ed). USA, Pearson.
8. Maggin, John L and Tuttle, Donald L and Pinto, Jerald E and Mcleavey, Dennis W.(2007). Managing investment portfolios – Dynamic process-. USA, CFA institute.
9. Melicher Ronald W. and Norton Edgar A.(2017). Introduction to finance,(16th ed.),USA,Wiley.
10. Mishkin, Fredric S. and Eakins Stanley G.(2012).Financial markets and institutions,(7th ED).USA, Pearson.



11. Ross, Peter and Hudgins, Sylvia.(2005).Bank management and financial services,(6th Ed.), USA,Mcgrawhill.
12. Ross-Westfield-Jaffe. (2002). Corporate finance (6th ed). USA, McGraw hill.
13. Stowell, David. (2013). Investment banks, hedge funds and private equity (2nd ed). USA, Elsevier publication.

Journals:

1. Abu-Orabi, Marwan Mohammed.(2012). Assessment of investment portfolios of Jordanian Banks, European scientific Journal. Vol 8, No 12.
2. González, Francisco. (2004). Do equity investments affect banks' profitability? Evidence from OECD countries. Applied Financial Economics Vol. 14, No.3, P. 1111-1124.
3. Hiala, Aregu and Tassew, Abel.(2018). The impact of investment diversification on financial performance of commercial Banks in Ethiopia. the journal of financial studies, Vol. 22, No. 3.
4. Iqbal, kazi, and Islam, Mir ariful. (2014). Commercial banks investment in capital market and its impact on private sector credit, research paper, Bangladesh development studies, Vol. 37, No. 3.
5. Odhiambo, Nicholas M. (2016). Are banks and stock markets positively related? Empirical evidence from South Africa, the journal of applied business research, vol. 126, No. 6.
6. Puriya Abbassi, Rajkamal Iyer, José-Luis Peydró, and Francesc R. Tous. (2016). Securities' Trading by Banks: Micro-Evidence. Journal of Financial Economics, 121 (3). P.569-594.

7. Trujillo-Ponce, Antonio. (2013). what determines the profitability of banks? Evidence from Spain. journal of accounting and finance, Vol.53.

Research paper:

1. Brown, Craig O. (2013). Marketable securities is storage or investment. Research paper, National university of Singapore, Singapore.
2. Davidsson, Marcus, (2006). Stock market anomalies', literature review and estimation of calendar effect on the S&P 500 index. Jonkoping University.
3. Good friend, Marvin. (2011). Money markets. Annual review of financial economics.
4. Sufian, Fadlazan and Habibullah, Muzfar Shah. (2009). Banks specific and macroeconomic determinants of bank profitability: Evidence from the China banking sector. Research paper, Vol. 4, Frontiers of china.
5. Wang, Rouchen and Wang, Xuan. (2015). What determines the profitability of banks. Evidence from US. Simon Fraser University, Canada,

Articles and reports:

1. Adukia, Rajkumar S. (n.d.) overview of investment banking, retrieved November 13.
www.caaa.ind.
2. OTC derivatives at end of June 2018, retrieved April 6, 2019,
from www.BIS.org.

Laws:

1. Glass-Steagall act of 1932.

الملاحق

الملحق (1): بيانات مصرف دبي الوطني - جزء ١ -

Year	Q	Stocks	Bonds	Dervivatives	Total Investments
2010	1	2,552,620	9,905,887	1,514,519	13,973,026
2010	2	2,196,708	8,727,751	2,693,520	13,617,979
2010	3	2,759,417	8,582,688	2,431,568	13,773,673
2010	4	1,633,999	8,872,814	2,445,559	12,952,372
2011	1	2,007,837	10,153,606	2,361,053	14,522,496
2011	2	2,381,676	11,434,398	2,402,534	16,218,608
2011	3	2,562,407	10,663,394	2,909,908	16,135,709
2011	4	2,409,660	11,155,545	2,398,874	15,964,079
2012	1	2,256,913	11,647,697	2,398,874	16,303,484
2012	2	1,966,969	11,324,325	2,218,086	15,509,380
2012	3	2,132,793	13,671,756	2,289,660	18,094,209
2012	4	1,972,873	10,609,751	2,183,820	14,766,444
2013	1	1,662,158	12,184,128	2,237,686	16,083,972
2013	2	1,423,454	15,466,813	1,995,335	18,885,602
2013	3	1,706,750	14,320,416	1,968,501	17,995,667
2013	4	1,923,188	13,651,218	1,776,551	17,350,957
2014	1	2,447,624	13,894,016	1,506,174	17,847,814
2014	2	2,054,618	12,868,029	1,451,837	16,374,484
2014	3	2,012,488	12,454,097	1,319,137	15,785,722
2014	4	1,916,989	12,586,780	1,310,455	15,814,224
2015	1	1,539,343	10,217,676	1,984,868	13,741,887
2015	2	1,640,470	13,654,408	1,655,559	16,950,437
2015	3	1,518,165	14,343,347	2,515,625	18,377,137
2015	4	1,430,124	15,586,910	2,669,079	19,686,113
2016	1	1,430,124	13,908,041	3,486,942	18,825,107
2016	2	982,807	15,545,278	3,561,715	19,198,497
2016	3	990,495	14,653,975	3,407,519	18,020,560
2016	4	1,033,981	13,622,546	3,153,972	16,235,220
2017	1	1,033,981	12,047,267	2,374,157	15,455,405
2017	2	940,406	18,489,183	2,622,760	22,052,349
2017	3	1,007,576	13,793,540	2,634,769	17,435,885
2017	4	780,862	17,988,586	2,851,520	21,620,968
2018	1	772,703	17,868,531	3,518,041	22,159,275
2018	2	511,424	23,689,794	4,184,562	28,385,780
2018	3	508,480	21,515,152	5,303,655	27,327,287
2018	4	432,251	16,977,493	3,670,892	21,080,636
2019	1	480,523	28,854,574	4,452,119	33,787,216
2019	2	461,219	25,250,949	5,732,802	31,444,970
2019	3	2,023,548	46,881,973	8,172,934	57,078,455
2019	4	1,441,129	53,448,049	7,143,499	62,032,677



الملحق (١): بيانات مصرف دبي الوطني - جزء ٢ -

Year	Q	Income	Average assets	ROA	Average Equity	ROE
2010	1	450,000	281,742,399	0.001597204	32,174,047	0.013986
2010	2	402,642	281,958,316	0.00142802	32,377,450	0.012436
2010	3	423,963	282,899,300	0.001498636	32,367,770	0.013098
2010	4	2,339,283	283,896,184	0.008239924	32,860,117	0.071189
2011	1	1,412,625	293,274,951	0.004816726	33,868,508	0.041709
2011	2	744,481	287,151,009	0.002592646	34,384,896	0.021651
2011	3	174,612	279,041,018	0.000625757	34,459,579	0.005067
2011	4	2,483,483	285,414,637	0.008701316	34,365,322	0.072267
2012	1	641,146	290,651,967	0.002205889	34,813,443	0.018417
2012	2	647,420	291,505,118	0.002220956	35,125,318	0.018432
2012	3	640,135	291,548,144	0.002195641	35,440,337	0.018062
2012	4	2,898,446	296,454,869	0.009777023	35,739,815	0.081099
2013	1	836,781	312,029,954	0.002681733	36,161,723	0.02314
2013	2	971,646	321,534,917	0.003021899	38,327,098	0.025351
2013	3	775,098	320,282,763	0.002420043	38,742,439	0.020006
2013	4	3,256,213	325,178,813	0.010013607	39,106,944	0.083264
2014	1	1,735,626	344,555,849	0.005037285	41,830,245	0.041492
2014	2	1,307,651	345,163,733	0.003788495	42,280,511	0.030928
2014	3	1,715,312	347,999,549	0.004929064	43,877,566	0.039093
2014	4	5,139,030	352,541,133	0.014577108	44,239,155	0.116165
2015	1	1,671,064	365,261,036	0.004574986	46,506,096	0.035932
2015	2	1,646,071	375,549,321	0.004383102	47,222,384	0.034858
2015	3	1,672,562	376,727,850	0.004439709	47,873,398	0.034937
2015	4	7,123,768	384,790,583	0.018513364	48,755,722	0.146111
2016	1	1,807,911	410,533,345	0.00440381	50,267,634	0.035966
2016	2	1,910,330	416,158,580	0.00459039	51,128,830	0.037363
2016	3	1,663,885	426,303,979	0.003903048	51,943,589	0.032033
2016	4	7,239,163	427,282,094	0.016942351	52,301,094	0.138413
2017	1	1,873,460	449,988,034	0.004163355	53,604,834	0.034949
2017	2	2,020,803	452,112,945	0.004469686	54,570,630	0.037031
2017	3	2,275,712	454,544,061	0.005006582	55,714,291	0.040846
2017	4	8,345,796	459,188,148	0.018175112	56,611,228	0.147423
2018	1	4,771,971	467,555,471	0.010206214	59,400,537	0.080335
2018	2	2,631,146	473,938,773	0.005551658	59,439,538	0.044266
2018	3	2,638,406	481,487,586	0.005479697	60,687,481	0.043475
2018	4	10,041,523	485,357,515	0.02068892	61,692,950	0.162766
2019	1	2,743,442	513,073,918	0.00534707	66,049,252	0.041536
2019	2	4,738,529	519,074,283	0.009128807	66,490,967	0.071266
2019	3	5,001,371	587,963,122	0.008506266	68,775,619	0.07272
2019	4	14,503,683	591,831,655	0.024506433	72,815,612	0.199184

الملحق (2): بيانات مصرف أبو ظبي الأول - جزء ١-

Year	Q	Stocks	Bonds	Dervivatives	Total Investments
2010	1	371,907	12,775,635	41,083,155	54,230,697
2010	2	261,722	16,954,434	41,313,880	58,530,036
2010	3	285,616	13,409,258	33,200,437	46,895,311
2010	4	326,573	13,070,859	32,551,967	45,949,399
2011	1	742,141	15,953,931	36,462,488	53,158,560
2011	2	711,679	16,159,946	36,832,912	53,704,537
2011	3	711,679	16,159,946	36,832,912	53,704,537
2011	4	681,218	16,365,962	37,203,336	54,250,516
2012	1	656,516	16,631,206	47,367,483	64,655,205
2012	2	654,609	17,356,935	53,364,499	71,376,043
2012	3	796,432	15,494,690	51,905,541	68,196,663
2012	4	267,529	14,250,726	50,262,702	64,780,957
2013	1	212,867	14,940,487	56,810,324	71,963,678
2013	2	269,861	14,137,167	63,907,134	78,314,162
2013	3	234,629	14,021,509	70,113,363	84,369,501
2013	4	237,899	14,767,695	71,364,803	86,370,397
2014	1	409,602	15,554,755	79,800,926	95,765,283
2014	2	426,898	15,438,109	83,866,401	99,731,408
2014	3	461,629	14,500,090	98,141,610	113,103,329
2014	4	232,495	14,974,230	108,103,285	123,310,010
2015	1	345,944	15,333,007	118,064,960	133,743,911
2015	2	375,847	21,362,901	145,165,607	166,904,355
2015	3	269,808	23,820,817	152,724,069	176,814,694
2015	4	209,257	20,908,449	148,916,488	170,034,194
2016	1	262,150	21,726,184	154,534,890	176,523,224
2016	2	310,693	22,011,759	147,050,316	170,569,343
2016	3	404,723	23,208,334	157,346,503	185,135,548
2016	4	310,697	27,384,322	159,149,266	191,577,749
2017	1	436,895	32,117,786	182,058,069	214,612,750
2017	2	1,075,949	14,597,818	110,151,047	125,824,814
2017	3	922,262	18,641,934	110,047,469	129,611,665
2017	4	503,769	18,761,276	113,994,320	133,259,365
2018	1	1,403,332	103,132,730	14,208,398	118,744,460
2018	2	1,258,478	113,219,210	13,646,295	128,123,983
2018	3	1,258,479	113,219,211	13,646,295	128,123,985
2018	4	1,113,625	101,654,814	13,084,192	115,852,631
2019	1	1,274,984	123,305,691	13,573,516	138,154,191
2019	2	1,681,891	131,206,777	15,242,887	148,131,555
2019	3	1,419,770	135,755,593	18,990,610	156,165,973
2019	4	3,367,036	131,371,207	15,917,321	150,655,564

الملحق (2): بيانات مصرف أبو ظبي الأول - جزء ٢ -

Year	Q	Income	Average assets	ROA	Average equity	ROE
2010	1	920,543	129,122,141	0.007129	22,488,249	0.040934
2010	2	787,021	128,500,264	0.006125	22,710,303	0.034655
2010	3	849,467	131,463,464	0.006462	23,285,654	0.03648
2010	4	3,544,349	133,115,274	0.026626	23,574,493	0.150347
2011	1	877,742	141,781,657	0.006191	24,348,912	0.036049
2011	2	877,658	144,993,502	0.006053	24,765,574	0.035439
2011	3	1,198,000	148,546,002	0.008065	25,161,074	0.047613
2011	4	3,705,755	149,119,171	0.024851	25,699,432	0.144196
2012	1	934,704	158,603,559	0.005893	26,454,529	0.035332
2012	2	1,016,725	160,209,598	0.006346	26,946,444	0.037731
2012	3	1,054,246	160,399,510	0.006573	27,524,887	0.038302
2012	4	4,170,862	166,256,821	0.025087	28,315,103	0.147302
2013	1	1,050,502	173,995,123	0.006038	29,058,903	0.036151
2013	2	1,170,099	178,977,629	0.006538	29,536,152	0.039616
2013	3	1,193,634	182,298,076	0.006548	30,090,131	0.039669
2013	4	4,801,970	185,032,990	0.025952	30,816,781	0.155823
2014	1	1,335,580	195,547,920	0.00683	30,950,621	0.043152
2014	2	1,357,165	198,210,759	0.006847	31,671,141	0.042852
2014	3	1,451,176	203,094,319	0.007145	32,363,714	0.04484
2014	4	5,705,035	205,189,401	0.027804	33,253,717	0.171561
2015	1	1,419,783	213,085,220	0.006663	33,437,948	0.04246
2015	2	1,456,948	215,614,049	0.006757	34,152,093	0.042661
2015	3	1,420,470	220,350,310	0.006446	34,808,300	0.040808
2015	4	6,019,224	219,832,437	0.027381	35,520,517	0.169458
2016	1	1,333,001	227,458,461	0.00586	34,739,746	0.038371
2016	2	1,324,375	227,610,416	0.005819	35,465,310	0.037343
2016	3	1,878,477	230,406,933	0.008153	36,380,747	0.051634
2016	4	6,069,800	236,302,319	0.025687	36,980,522	0.164135
2017	1	1,144,046	243,826,184	0.004692	35,998,133	0.031781
2017	2	2,572,535	636,852,012	0.004039	97,223,412	0.02646
2017	3	2,618,217	646,619,629	0.004049	98,497,014	0.026582
2017	4	10,949,765	659,044,459	0.016615	99,821,695	0.109693
2018	1	3,011,571	673,407,138	0.004472	98,209,698	0.030665
2018	2	7,538,980	689,924,739	0.010927	100,150,452	0.075277
2018	3	7,538,980	689,925,240	0.010927	100,150,452	0.075277
2018	4	12,066,389	706,442,341	0.017081	102,091,207	0.118192
2019	1	3,149,356	738,557,378	0.004264	99,978,633	0.0315
2019	2	3,240,045	759,422,987	0.004266	101,543,922	0.031908
2019	3	3,118,260	766,024,742	0.004071	103,026,751	0.030267
2019	4	12,592,603	782,927,201	0.016084	105,005,018	0.119924

الملحق (٣): بيانات مصرف أبو ظبي التجاري - جزء ١ -

Year	Q	Stocks	Bonds	Dervivatives	Total Investments
2010	1	128,404	2,339,774	9,552,956	12,021,134
2010	2	171,003	3,804,963	11,320,397	15,296,363
2010	3	253,877	3,789,617	12,838,919	16,882,413
2010	4	178,523	3,857,186	15,943,578	19,979,287
2011	1	151,848	4,559,552	18,160,162	22,871,562
2011	2	160,861	4,652,264	7,575,460	12,388,585
2011	3	153,481	4,774,345	5,772,603	10,700,429
2011	4	113,675	2,508,675	5,729,213	8,351,563
2012	1	110,629	5,472,555	5,622,228	11,205,412
2012	2	92,398	4,179,487	4,180,634	8,452,519
2012	3	93,755	4,678,401	6,463,214	11,235,370
2012	4	90,499	5,818,713	6,891,768	12,800,980
2013	1	107,708	6,694,347	8,379,221	15,181,276
2013	2	97,476	6,909,968	8,584,635	15,592,079
2013	3	85,527	6,900,496	8,265,094	15,251,117
2013	4	88,643	7,844,038	8,372,324	16,305,005
2014	1	217,496	9,397,951	8,893,399	18,508,846
2014	2	175,785	10,816,349	10,602,484	21,594,618
2014	3	145,343	10,810,980	11,057,587	22,013,910
2014	4	202,585	11,415,502	12,493,063	24,111,150
2015	1	191,114	14,218,204	18,618,052	33,027,370
2015	2	204,706	15,348,723	12,493,063	28,046,492
2015	3	120,542	15,605,414	17,103,303	32,829,259
2015	4	109,325	14,598,402	20,926,640	35,634,367
2016	1	111,449	15,217,608	20,828,679	36,157,736
2016	2	122,359	18,408,213	24,362,944	43,742,858
2016	3	123,483	19,257,555	23,952,665	39,743,255
2016	4	100,908	15,667,107	24,266,184	39,809,535
2017	1	107,778	15,442,443	18,986,045	34,536,266
2017	2	110,371	14,803,140	20,720,155	35,633,666
2017	3	114,993	16,998,496	24,266,184	41,379,673
2017	4	113,041	18,864,270	26,807,116	45,784,427
2018	1	349,381	57,371,949	5,188,142	62,909,472
2018	2	297,410	53,305,205	5,611,036	59,213,651
2018	3	245,439	49,238,460	6,033,930	55,517,829
2018	4	252,176	51,960,157	4,447,247	56,659,580
2019	1	381,052	62,059,358	5,406,686	67,847,096
2019	2	509,928	72,158,560	6,396,125	79,064,613
2019	3	645,758	72,121,962	7,825,576	80,593,296
2019	4	664,401	72,616,875	14,366,219	87,647,495

الملحق (3): بيانات مصرف أبو ظبي التجاري - جزء ٢-

Year	Q	Income	Average assets	ROA	Average Equity	ROE
2010	1	380,290	74,418,743	0.00511	10,849,874	0.035050177
2010	2	339,960	75,569,391	0.004499	11,004,233	0.030893566
2010	3	462,807	75,984,122	0.006091	11,224,461	0.041232002
2010	4	1,383,277	78,752,690	0.017565	11,299,261	0.122421905
2011	1	459,771	82,933,403	0.005544	12,033,073	0.038208943
2011	2	418,896	82,057,385	0.005105	12,232,276	0.03424514
2011	3	496,715	79,330,637	0.006261	12,442,165	0.039921912
2011	4	1,500,365	82,124,280	0.018269	12,499,370	0.12003525
2012	1	474,836	84,268,642	0.005635	13,098,534	0.03625108
2012	2	459,587	82,591,168	0.005565	13,322,225	0.034497766
2012	3	532,209	80,243,305	0.006632	13,538,585	0.039310534
2012	4	1,602,387	84,803,376	0.018895	13,594,416	0.11787097
2013	1	494,870	88,980,348	0.005562	14,165,865	0.034933977
2013	2	492,207	83,642,068	0.005885	14,345,779	0.034310232
2013	3	454,098	86,493,022	0.00525	14,563,332	0.031180914
2013	4	1,747,589	87,342,007	0.020009	14,729,318	0.118646973
2014	1	512,074	88,583,650	0.005781	15,595,387	0.032834967
2014	2	520,113	89,866,826	0.005788	15,664,244	0.033203838
2014	3	552,129	88,057,819	0.00627	15,929,363	0.034661085
2014	4	2,087,861	90,504,653	0.023069	16,131,236	0.129429698
2015	1	614,994	95,633,702	0.006431	16,849,476	0.036499295
2015	2	570,720	98,640,443	0.005786	17,144,667	0.033288486
2015	3	483,149	97,653,743	0.004948	17,326,041	0.027885713
2015	4	1,864,078	97,674,879	0.019085	17,410,037	0.107069158
2016	1	450,084	100,857,149	0.004463	17,771,356	0.025326374
2016	2	472,257	102,057,426	0.004627	18,046,014	0.026169602
2016	3	409,573	103,623,511	0.003953	18,261,926	0.022427701
2016	4	1,582,576	102,900,804	0.01538	18,127,201	0.087303939
2017	1	451,898	104,268,286	0.004334	18,345,055	0.024633232
2017	2	506,345	103,272,131	0.004903	18,586,163	0.027243117
2017	3	410,427	104,261,506	0.003937	18,806,297	0.021823914
2017	4	1,657,206	105,716,849	0.015676	18,912,827	0.087623391
2018	1	1,207,046	265,826,201	0.004541	31,078,579	0.03883852
2018	2	1,179,032	267,507,692	0.004407	32,122,461	0.036704286
2018	3	1,151,018	269,189,183	0.004276	31,600,520	0.036424021
2018	4	1,179,032	272,416,817	0.004328	32,625,242	0.036138644
2019	1	1,152,311	314,114,614	0.003668	37,768,981	0.030509455
2019	2	1,178,301	348,398,890	0.003382	42,732,418	0.027573937
2019	3	1,413,470	343,373,239	0.004116	43,522,349	0.032476878
2019	4	1,248,027	342,462,582	0.003644	44,231,668	0.02821569

الملحق(4): بيانات مصرف المشرق - جزء ١-

Year	Q	Stocks	Bonds	Dervivatives	Total Investments
2010	1	1,232,561	9,458,236	1,116,924	11,807,721
2010	2	1,161,728	8,678,488	1,269,198	11,109,414
2010	3	1,570,301	8,972,439	1,365,793	11,908,533
2010	4	1,563,916	5,285,567	1,117,578	7,967,061
2011	1	1,368,430	8,954,656	1,128,517	11,451,603
2011	2	1,432,064	7,063,067	900,805	9,395,936
2011	3	1,357,593	7,520,239	1,416,480	10,294,312
2011	4	1,302,917	7,721,602	1,415,577	10,440,096
2012	1	1,251,722	7,777,213	1,305,647	10,334,582
2012	2	1,085,445	7,235,075	1,305,647	9,626,167
2012	3	877,245	6,221,820	1,389,920	8,488,985
2012	4	675,493	5,386,933	1,221,374	7,283,800
2013	1	604,256	5,732,794	1,213,963	7,551,013
2013	2	657,412	7,380,108	1,125,249	9,162,769
2013	3	782,542	6,272,900	925,797	7,981,239
2013	4	733,463	6,592,554	849,098	8,175,115
2014	1	773,824	7,064,967	8,102,030	15,940,821
2014	2	784,957	7,632,745	854,324	9,272,026
2014	3	818,603	8,621,710	916,694	10,357,007
2014	4	760,742	9,251,036	1,073,437	11,085,215
2015	1	698,694	9,119,963	1,448,838	11,267,495
2015	2	712,812	10,107,927	2,010,769	12,831,508
2015	3	726,931	11,095,892	2,094,850	13,917,673
2015	4	636,489	9,766,915	1,755,899	12,159,303
2016	1	600,046	11,528,078	2,480,609	14,608,733
2016	2	694,050	12,516,119	2,293,261	15,931,944
2016	3	682,786	12,944,633	1,853,753	13,559,861
2016	4	732,723	11,023,322	1,672,684	14,445,478
2017	1	577,661	12,040,071	627,075	13,244,807
2017	2	558,986	12,749,097	678,028	13,986,111
2017	3	592,347	12,936,061	559,042	14,087,450
2017	4	618,977	13,021,131	492,580	14,132,688
2018	1	618,371	13,062,823	573,785	14,254,979
2018	2	818,735	13,300,749	492,580	14,612,064
2018	3	552,059	13,182,008	492,580	14,226,647
2018	4	560,665	12,260,407	557,290	13,378,362
2019	1	650,855	12,783,585	498,513	13,932,953
2019	2	519,773	13,221,753	633,501	14,375,027
2019	3	485,413	12,599,113	792,786	13,877,312
2019	4	516,715	14,244,938	667,381	15,429,034

الملحق (4): بيانات مصرف المشرق - جزء ٢-

Year	Q	Income	Average assets	ROA	Average Equity	ROE
2010	1	286,235	91,632,867	0.003124	11,823,759	0.024208
2010	2	222,853	90,488,302	0.002463	11,915,240	0.018703
2010	3	199,198	90,859,169	0.002192	12,038,049	0.016547
2010	4	836,602	89,733,874	0.009323	12,116,237	0.069048
2011	1	304,724	84,857,603	0.003591	12,345,592	0.024683
2011	2	294,511	84,931,566	0.003468	12,503,526	0.023554
2011	3	211,868	82,401,329	0.002571	12,611,532	0.0168
2011	4	861,042	82,043,563	0.010495	12,594,416	0.068367
2012	1	299,906	77,936,071	0.003848	12,787,573	0.023453
2012	2	324,806	77,840,206	0.004173	12,914,184	0.025151
2012	3	396,681	77,799,441	0.005099	13,139,989	0.030189
2012	4	1,370,636	77,812,311	0.017615	13,312,053	0.102962
2013	1	448,216	77,088,867	0.005814	13,712,658	0.032686
2013	2	394,072	78,804,996	0.005001	13,914,033	0.028322
2013	3	485,703	79,696,581	0.006094	14,178,877	0.034255
2013	4	1,881,863	83,019,107	0.022668	14,470,392	0.130049
2014	1	592,985	91,866,859	0.006455	15,078,973	0.039325
2014	2	616,079	96,784,650	0.006365	15,394,691	0.040019
2014	3	605,575	95,975,851	0.00631	15,710,924	0.038545
2014	4	2,486,270	97,748,596	0.025435	16,019,539	0.155202
2015	1	668,069	106,386,292	0.00628	16,876,942	0.039585
2015	2	659,271	109,061,043	0.006045	17,205,031	0.038319
2015	3	562,980	108,610,077	0.005183	17,461,233	0.032242
2015	4	2,434,645	110,499,730	0.022033	18,202,139	0.133756
2016	1	539,397	116,940,384	0.004613	18,784,429	0.028715
2016	2	533,171	114,911,174	0.00464	19,154,256	0.027836
2016	3	419,579	117,390,822	0.003574	19,349,388	0.021684
2016	4	1,953,911	118,985,359	0.016421	19,485,687	0.100274
2017	1	555,683	121,760,735	0.004564	19,407,136	0.028633
2017	2	566,277	124,303,708	0.004556	19,653,669	0.028813
2017	3	570,727	122,283,367	0.004667	20,056,972	0.028455
2017	4	2,089,530	124,000,886	0.016851	20,306,033	0.102902
2018	1	609,174	124,303,633	0.004901	20,337,082	0.029954
2018	2	574,584	126,052,819	0.004558	20,608,836	0.02788
2018	3	598,117	131,317,037	0.004555	20,856,602	0.028678
2018	4	2,065,218	132,559,922	0.01558	20,946,055	0.098597
2019	1	649,196	140,799,194	0.004611	11,401,670	0.056939
2019	2	613,007	138,179,808	0.004436	11,736,521	0.052231
2019	3	549,891	143,402,871	0.003835	11,994,341	0.045846
2019	4	2,136,142	149,681,295	0.014271	12,159,750	0.175673

Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economic
Banking and Insurance Department



(Investment in financial assets and its impact on banks profitability)
((An empirical study of traditional banks working in UAE))

In partial Fulfillment of the requirements for the master degree of finance and banking

BY

Mohammed Hassan Jabr

Supervised By

Motee Asaad AlShalabi

Assistant professor in department of Banking and insurance

2021