جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المحاسبة

إطار مقترح لإدارة وتقييم المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي

رسالة قدمت لنيل درجة الماجستير في المحاسبة

إعداد الطالب:

منهل عدنان جانم

إشراف:

الأستاذ الدكتور

صافي فلوح

٢٠١٠-٢٠١١

بسم الله الرحمن الرحيم

((فأما الزبد فيذهب جفاءً وأما ما ينفع الناس فيمكث في الأرض))

صدق الله العظيم

(سورة الرعد–الآية رقم ١٧)

شكر وتقدير

الحمد لله تعالى كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم قدرته وسلطانه الذي ألهمني الطموح وأنعم علي الصبر، ومنحني القدرة والعزيمة، ويسر لي كل السبل لإتمام هذا البحث.

كما يطيب لي بعد أن انتهيت من إعداد هذا البحث أن أتوجه بجزيل الشكر وعظيم التقدير إلى الأستاذ الفاضل،

الأستاذ الدكتور صافي فلوح

لتفضله بالإشراف على هذا البحث ولما قدم لي من إرشاد مخلص وتوجيهات سديدة في كل خطوة ولم يبخل علي بعلمه ومعرفته، وكان مثالاً للمعلم الفاضل.

كما أتوجه بالشكر والتقدير الكبير لجهود الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة والحكم لتحملهم عناء قراءة ومناقشة وتقويم هذا البحث وتقديم الآراء السديدة لإغنائه.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة أو ساهم في إبداء النصح والمشورة في مسيرتي العملية.

الإهداء

إلى رمز العطاء والحنان والتضحية بلا حدود وبلا مقابل

من أفنت جسدها وذرفت دموعها وجعلت من روحها الطاهرة نبراساً نقتدي به ونتعلم منه حب الوطن.....

والدتي

إلى الصخرة الصلبة وعنوان الشرف والاستقامة

من بذل معظم سنين حياته يخدم وطنه بشرف وإخلاص، فكان العَلَمَ الذي نستظل به ونرفعه فوق رؤوسنا.....

والدي

إلى العشق الأبدي والحب الأول والأخير

من صبرت وتحملت وكانت دائماً إلى جواري ومن خلفي تدفعني للمضي قدماً متجاوزاً العقبات والمصاعب.....

زوجتي

إلى الشعلة التي أضاءت حياتي

من منحت حياتي الخضرة والثمر من أجلت من بدني الهموم والعلل فكانت الترياق الذي يشفي الروح وينعش الفؤاد.....

ابنتي

إلى أحب الناس إلى قلبي وزادي في هذه الحياة

من أفرح لفرحهم وأحزن لحزنهم وأفتخر بإنجازاتهم وأتمنى أن يأخذ الله من عمري ويعطيهم.....

أخوتي

الفصل الأول

المحفظة الاستثمارية الدولية وتقييم الأداء

ويتضمن:

- المبحث الأول: الاستثمار المالي
- المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية
- المبحث الثالث: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الدولية

المبحث الأول

الاستثمار المالي

يتناول هذا المبحث أربعة محاور، خصص الأول منها لبيان المفهوم العام للاستثمار وطبيعته، في حين خصص المحور الثاني لدراسة الاستثمار في الأصول المالية، بينما خصص المحور الثالث لدراسة قرار الاستثمار المالي أما المحور الرابع والأخير فقد خصص لموضوع الاستثمار الأجنبي المباشر.

أولاً: المفهوم العام للاستثمار وطبيعته:

يعرف الاستثمار بأنه توظيف للأموال المتاحة في أصول متنوعة بهدف الحصول على تدفقات مالية أكثر في المستقبل. حيث تعد هذه التدفقات بمثابة تعويضات يحصل عليها المستثمر بدلاً من استخدام هذه الأموال من قبل مستثمرين آخرين (كالبنوك) طيلة الفترة التي يتخلى بها المستثمر عن رأسماله. ويجب أن تغطي هذه التعويضات كلاً من علاوة المخاطرة الناجمة عن حالة عدم التأكد (في الحصول على التدفقات المالية المستقبلية)، ومعدل التضخم.

ووفقاً للمفهوم الاقتصادي يُعرف الاستثمار بأنه "التوظيف المنتج لرأس المال من خلال توجيه المدخرات نحو استخدامات تؤدي إلى إنتاج سلع أو خدمات تشبع الحاجات الاقتصادية للمجتمع وزيادة رفاهيته" كما يعرف بأنه "ذلك الجزء غير المستهلك من الدخل الذي يُعاد استثماره في العمليات الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج وتوسيعه أو المحافظة عليه، ما يجعله يحقق إضافة حقيقية لاقتصاد البلد يُسمى بإجمالي الاستثمار، وهو القيمة الإجمالية للأصول الحقيقية المنتجة خلال فترة من الزمن التي تُساهم في زيادة التراكم الرأسمالي"[١].

وقد عرفه برونـاس بأنه "تخصيص الموارد أملاً في تحقيق عوائد مستقبلية متوقعة خلال فترة زمنية طويلة"[٢] وعرف فرانس الاستثمار بأنه "توظيف الأموال لفترة زمنية محددة بهدف الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخم والتدفقات"[٣].

---

[١]- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص١٧.

[٢] - المرجع السابق، ص١٨.

[٣] - المرجع السابق، ص١٨.

كما يعرف الاستثمار بأنه " التعامل بالأموال أو استخدامها من أجل الحصول على الأرباح من خلال التخلي عن الأموال الآن وتحمل المخاطرة لغرض الحصول على العوائد في المستقبل "[١].

وحيث أن الاستثمار يعد أحد عنصري الطلب الفعّال إلى جانب الاستهلاك، والذي يعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة بما يؤدي إلى زيادة أو المحافظة على رأس المال، فيعرف كذلك بأنه "عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد عملية أو عقلانية يجري بموجبها توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية ----إلخ في المستقبل تتمثل بتدفقات مستمرة عادةً ما تتضمن قيماً حالية تتجاوز تكلفة الاستثمار، وذلك في ظل ظروف تتسم بالأمان (والتأكد) قدر المستطاع مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطر"[٢].

ويستمد مفهوم الاستثمار أصوله من علم الاقتصاد وهو على صله بمجموعة من المفاهيم الاقتصادية من أهمها: الدخل والاستهلاك والادخار والاقتراض, ويعرف على أنه "تخلي المستثمر عن الأموال التي يمتلكها في لحظة معينة ولمدة محددة من الزمن قد تطول أو تقصر وتوظيفها باقتناء أصل أو أكثر بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن ذلك "[٣].

ويعرف كذلك بأنه "تضحية لإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل"[٤].

ويرى الباحث بأنه يمكن تعريف الاستثمار على ضوء ما سبق من تعاريف ومفاهيم، بأنه: توظيف الأموال الفائضة في أدوات ومجالات استثمارية متنوعة بهدف خلق إنتاج جديد أو توسيع الإنتاج الحالي وزيادة تكوين رأس المال على مستوى الاقتصاد والمجتمع أو لتحقيق زيادة فعلية في الثروة.

وعليه يختلف مفهوم الاستثمار عن وجهة نظر بعض الاقتصاديين به، إذ لا يَعتبر الاستثمار الناجم عن تبادل الأوراق المالية للمشاريع القائمة حالياً استثماراً إذ لم يؤدي لإضافة أصول رأسمالية جديدة، وتعد عملية التبادل (المضاربة) هذه مجرد انتقال ملكية حتى لو أدت إلى زيادة ثروة المستثمر.

---

[١]- الزيدانيين, جميل سالم، ١٩٩٩، أساسيات في الجهاز المالي – المنظور العملي، دار وائل للطباعة والنشر, ط١, عمان, الأردن، ص٢٥١.

[٢]- معروف، هوشيار، ٢٠٠٣، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، الأردن، ص١٧.

[٣] - الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص٣.

[٤] - الحسيني, فلاح حسن عداي و الدوري، مؤيد عبد الرحمن عبد الله، ٢٠٠٠، إدارة البنوك – مدخل كمي واستراتيجي معاصر, دار وائل للطباعة والنشر, عمان, الأردن، ص١٥٩.

وبناءً على ذلك يمكننا التمييز بين الاستثمار والمضاربة، حيث ينحصر الاختلاف الرئيسي بين الاستثمار والمضاربة في كل من العوائد المتوقعة، والمخاطرة المحتملة، ومدة الاستثمار، فالمضاربة يغلب عليها الأجل القصير حيث تستغرق فترة اقتناء الأصل أسابيع أو أشهر وتهدف إلى تحقيق مكاسب رأسمالية في حين تمتد فترة الاستثمار إلى عدة سنوات.

كما أن العوائد التي يمكن تحقيقها من عمليات المضاربة تفوق العوائد التي يمكن تحقيقها من عمليات الاستثمار ويتم ذلك إذا ما توفرت الفرصة السانحة في السوق لممارسة هذا النشاط، ولذلك يتميز المضاربون بنشاط غير عادي في السوق وبحسهم الاستثماري وملاحقتهم للمعلومات من جميع المصادر وإلا توقف عملهم وتحولوا إلى مستثمرين عاديين. لقد ارتبطت فكرة المضاربة بالفرص السانحة لتحقيق الأرباح نتيجة فروق الأسعار، ويُنظر إلى نشاط المضاربة بأنه أمر طبيعي يجب أن يتوفر في أي سوق مالي طالما ظل في حدود معقولة. غير أن هذا النشاط إذا زاد عن الحد المقبول فإنه يشكل ضرراً للاقتصاد القومي. ومن هنا كانت للرقابة الحثيثة من إدارة السوق المالي أهميتها في احتواء المضاربة بحجمها المقبول، لأن المضاربة إذا سادت في سوق فإن عملية الاستثمار تصبح هي الاستثناء، ما يؤدي إلى تسارع وتيرة التضخم في كل القطاعات الاقتصادية ما ينجم عنه مخاطر جمة قد تهدد الاقتصاد الوطني، والأكثر خطراً من ذلك أن تتحول المضاربة إلى مقامرة وهو نوع يطلق على المضاربات التي لا تستند إلى أساس من العقلانية والمنطق، وبعبارة أخرى تصبح المضاربة عملية مراهنة على دخل غير مؤكد، وهذا يستدعي من صانعي القرار الاقتصادي في البلد وضع الإجراءات التي تضبط مثل هذه العمليات ومنع تحولها إلى أزمة اقتصادية[١].

والاستثمار في المنهج الإسلامي له طبيعة خاصة ومميزة نابعة من ارتباطه بأحكام الشريعة الإسلامية بما يؤدي إلى تحقيق الخير للمجتمع الإسلامي ككل. و في الوقت الذي يحض فيه الإسلام على الإنفاق فإنه يشجع في نفس الوقت عملية الاستثمار(تثمير الأموال)، ذلك أنه عندما دعا إلى توظيف الأموال كان بذلك يستخدم أسلوب الترغيب والترهيب: أي تشجيع الناس على تنمية رؤوس أموالهم وإلا فإن الأموال المجمدة ستكون عرضة لأن تأكلها الزكاة[٢].

١- خريوش، حسني علي و رضا أرشيد، عبد المعطي، ١٩٩٩، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٩، ٣٠.

٢- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٧.

وعند قيام الإسلام بتشجيع عملية الاستثمار فإنه يتبع خطوطاً عريضة وقواعد واسعة تتسع لما يأتي به الزمان لكنه يضبط هذه الخطوط وتلك القواعد بحدود تؤكد حق الفطرة البشرية في التملك والتعمير والعمل شريطة أن يكون ذلك في دائرتين هامتين هما:

دائرة الحلال: فلا تتجاوز إلى الحرام كي لا تفسد الفطرة وتهلك.

دائرة العدل: فلا تتجاوز إلى الظلم والطغيان فتأكل مال الآخرين بغير حق[1].

ثانياً: الاستثمار في الأصول المالية (مفهومه، أهدافه، العوامل المؤثرة عليه)

أ- مفهوم الاستثمار في الأصول المالية:

ازدادت أهمية الاستثمار وطرق إدارته في الألفية الثالثة، نتيجة للانتشار والتوسع في تطبيق مظاهر العولمة وتكنولوجيا المعلومات واستخدام الانترنيت وظهور الابتكارات المالية. حيث خلقت هذه المظاهر عناصر جديدة أفرزت ارتفاع حدة المنافسة، وسهولة ودقة الحصول على البيانات والمعلومات، وتعدد البدائل المتاحة من الأدوات الاستثمارية المختلفة، وسرعة وسهولة انتقال الفوائض المالية، ونمو رأس المال المستثمر في الأصول المالية المتمثلة في صناعة الخدمات المصرفية وغير المصرفية.

وأدى الانفتاح الاقتصادي إلى ارتفاع عدد اتفاقيات مناطق التجارة الحرة بين دول العالم، وكذلك الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية التي أتاحت اتفاقياتها زيادة فرص الاستثمار وإزالة الكثير من القيود على الاستثمارات الأجنبية، ما أدى لارتفاع حدة المنافسة وتعدد الفرص المتاحة.

وعزز هذا الانفتاح عملية التحرير المالي على الصعيدين المحلي والدولي، وسهلت تكنولوجيا المعلومات طرق الاتصال وخفضت من التكاليف. إذ أدت لاختصار تكاليف التعاملات المالية والتجارية وتوفير البيانات والمعلومات وطرق تخزينها بالكمية والنوعية المطلوبة، وأدى ذلك إلى تحول الاقتصاد التقليدي نحو الاقتصاد المعرفي الذي يلعب فيه العنصر البشري دوراً أساسياً في التأثير على قرارات المشاريع الاقتصادية[2].

كما أن تطور مفهوم الاستثمار في الأصول لم يقف عند تحقيق الأرباح بل تعداه إلى تنويع الأصول وتحقيق الأمان، إن هذا الأمر قد دفع البعض لاعتبار الاستثمار في الأصول المالية (فن وعلم له أصوله وقواعده)، أي يحتاج

---

[1]- الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص٥.

[2] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص١٩.

المستثمر في الأوراق المالية للخبرة والمهارة لكي يستطيع أن يوظف ما يتوفر لديه من أموال في الأصول الرابحة والآمنة بنفس الوقت[١].

إن الاستثمارات المالية هي: مجموع الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في السوق المالي (الأسهم والسندات...إلخ) بهدف اقتنائها لفترة معينة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالي والحصول على أرباح إضافية، ويتم تداول الاستثمارات المالية في الأسواق المالية التي تتميز بفعاليتها خاصة إذا كانت هذه الأسواق ذات كفاءة عالية ومن خصائصها الاتساع والعمق.

في حين يرى الخبير الأردني محمد صالح جابر بأن الاستثمار في الأصول المالية هو "قيام المؤسسات أو الأفراد بشراء أحد الأصول المالية التي تنتج عوائد معينة خلال فترة زمنية وذلك بأقل المخاطر الممكنة"[٢].

إن الهدف من شراء الأصول المالية هو تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة وبالنتيجة زيادة ثروة المستثمر ومن خصائص هذا النوع من الاستثمار أنه لا يؤدي إلى زيادة في الناتج المحلي الإجمالي كونه لا يمثل إنتاج مباشر ولا يؤدي إلى خلق عناصر إنتاج جديدة، بل هو عبارة عن انتقال حقوق ملكية الشركات من خلال تبادلات مالية بين الأفراد أي انتقال الأوراق المالية من مجموعة إلى أخرى، وقد لا ينجم عن هذا النوع من الاستثمارات أي زيادة في الناتج المحلي الإجمالي مثل تداول الأسهم والسندات والكمبيالات والبيع بالدفع المؤجل، باستثناء حالات الإصدار الأولي للأسهم العادية إذ أنها تعد إضافة جديدة إلى الناتج الإجمالي وتؤدي إلى زيادة تراكم رأس المال، كذلك الأمر بالنسبة لعملية إصدار الأوراق المالية التي تقوم بها الشركات في وقت لا حق لزيادة رأس المال بهدف تمويل عمليات التوسع أو رفع الطاقة الإنتاجية.

وتقسم الاستثمارات المالية إلى ثلاث مجموعات:

١- **المجموعة الأولى:** الاستثمارات غير القابلة للتداول كالودائع لأجل، ودائع التوفير، اتفاقيات إعادة الشراء، السندات الادخارية الحكومية...إلخ.

٢- **المجموعة الثانية:** الأدوات المتداولة في سوق النقد كأوامر السحب القابلة للتداول، شهادات الإيداع القبولات المصرفية، الأوراق التجارية، قروض اليورو دولار، أذونات الخزانة....إلخ.

---

[١]- كنعان، علي، ٢٠٠٦، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص٧١.

[٢]- المرجع السابق، ص٧١.

٣- **المجموعة الثالثة:** أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال، كالأسهم العادية، والأسهم الممتازة، السندات، المشتقات المالية[١]....إلخ.

ويعتمد الاستثمار في الأصول المالية على "قدرة التنبؤ بالمستقبل استناداً لتحركات أسعار الأسهم والسندات وعنصري العرض والطلب بهدف شراء الأصول المالية الرابحة والآمنة والتي تدر دخلاً مستقراً خلال الفترات القادمة" وانطلاقاً من ذلك يمكن تحديد خصائص الاستثمار المالي بما يلي:

- توفر الإمكانيات المادية والمالية اللازمة، ليستطيع المستثمر شراء الأصول المالية والمتاجرة بها بهدف الحصول على العائد.
- يجمع الاستثمار في الأسواق المالية بين شراء أصل معين (أسهم) أو عدة أصول أو القيام بتنويع المحفظة التي يرغب المستثمر بتكوينها.
- الحصول على العائد، وغالباً ما يسعى المستثمر في الأصول المالية للاستثمار في الأصول التي تدر دخلاً والتي يمكن أن ترتفع أسعارها بآن واحد لكي يحقق هدفه من الاستثمار.
- الاستثمار في الأصول الآمنة والابتعاد عن الأصول مجهولة المصير أو الأصول التي تمتلكها الشركات الحديثة لأنها تكون عرضة للمخاطر، أو الابتعاد عن السندات الحكومية في بعض الأحيان خاصة إذا كانت الحكومة تعاني من عجز كبير في الموازنة العامة للدولة أو أي أصل يكون مرتبطاً بدرجة مخاطرة معينة فالمستثمر في الأصول المالية يكون عرضة للمخاطر والتقلبات أكثر من المستثمر في الحقل الصناعي أو التجاري لذلك يحتاج للحذر والدقة لكي يبعد عن نفسه شبح الخسارة والإفلاس.

وينبغي على المستثمر في الأوراق المالية أن يدرس الظروف والعوامل التالية[٢]:

- دراسة الوضع السياسي والاقتصادي والاجتماعي والتعرف على هذه الأوضاع بشكل جيد لأن أي عامل من هذه العوامل يؤثر مباشرة على الأسعار في السوق.
- دراسة أوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية من حيث خططها المستقبلية وما هو تأثير هذه الخطط على أداء الأوراق المالية المصدرة.

---

[١]- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٥١، ٥٢.

[٢] - كنعان، علي، ٢٠٠٦، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص٧١، ٧٢.

- دراسة تحركات أسعار الأوراق المالية خلال فترة زمنية طويلة بهدف رسم توجه مستقبلي والتنبؤ بما سيكون عليه الوضع لو بقيت الظروف على حالها.
- دراسة العرض والطلب وحركة الاستثمار والمستثمرين وأين يتوجه المستثمرون وما هي الكميات المعروضة والمباعة وذلك لتحديد الأوراق التي يمكن الاستثمار بها.
- قياس المخاطرة وإدارتها على أساس الموازنة بينها وبين العائد، وبما يضمن تحقيق أفضل مزيج من العائد والمخاطرة.

ب- أهداف الاستثمار المالي:

يسعى المستثمر في الأسواق المالية مهما كان نوعه عام أو خاص ومهما كان حجم عمله ومهما تعددت مصادر تمويله والأصول التي سيستثمر فيها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف وهي:

١- **تحقيق الأرباح:** يسعى المستثمر بشكل عام سواء كان يستثمر في حقل الإنتاج المادي أو الخدمي أو كان مستثمراً في سوق المال إلى الربح، لأن الربح يعدُ محركاً لكافة الأنشطة الاقتصادية في الوقت الحاضر.

وبما أن الربح يعد محدداً أساسياً للاستثمار، فهذا يعني أن المستثمر في سوق المال يجب أن يعتمد على هذا المحدد الهام، وبالتالي لا ينبغي على المستثمر الانطلاق نحو الأسواق المالية دون تحقيق هدف الربح مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى المخاطرة التي قد يتعرض لها. علماً بأن هنالك علاقة طردية بين مستوى المخاطرة والأرباح التي ينشدها المستثمر وبالتالي على المستثمر في سوق المال في سياق سعيه لتحقيق الأرباح أن يقوم بدراسة السوق بشكل جيد والاستعانة بالخبرات لاختيار الأوراق المالية التي تحقق له أفضل مستوى ممكن من العائد بأقل مستوى ممكن من المخاطرة.

٢- **تنمية محفظة الأوراق المالية:** حيث ينبغي على كل مستثمر إذا بدأ أعماله بمبلغ من المال أن ينمي هذا المبلغ بحيث يصل بعد فترة إلى عدة أضعاف وهذا الأمر يتطلب تثمير الأرباح وزيادة حجم الأصول (من الأوراق المالية)، بحيث تؤدي في نهاية المطاف للوصول إلى محفظة متنوعة ومليئة بالأصول الرابحة.

٣- **استمرار النقدية(السيولة):** بالرغم من أن السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر (العادي) إلا أنها تعتبر ضرورية له لعدة أسباب منها:

- تغطية النفقات الجارية الخاصة بعمليات التشغيل.
- إيفاء الديون المستحقة وبنفس العملات (الوطنية أو الأجنبية) التي تم تمويل هذه الديون بها.

٤- **التأثير على مجريات الأحداث في اجتماعات الجمعية العمومية للشركة:** أي إذا زادت ممتلكات المستثمر من أسهم هذه الشركة استطاع أن يحضر الاجتماع السنوي ويطالب الشركة بإتباع سياسة جديدة أو تطوير أسلوب عملها أو التوسع. بحيث يحقق ذلك مزايا جديدة الأمر الذي يزيد من أسعار أسهمها ويزيد من أرباحها وبالتالي يزداد الطلب على الشراء من هذه الأسهم، فالمستثمر الناجح قد يؤثر على شركة معينة فينقلها من شركة خاسرة أو ذات ربحية متدنية إلى شركة رابحة وذات مكانة متميزة في السوق.

٥- **رفع مكانة السوق المالي وتحسين سمعته:** لأن القيام بالاستثمارات النظامية والتقيد بالأنظمة والقوانين وعدم اللجوء إلى الاستثناءات والانحرافات والمضاربات غير النظامية، فإن كل ذلك يرفع من سوية ونوعية الاستثمار في هذه السوق ويزيد من حجم أصولها، وقد يدفع هذا الأمر الشركات الأجنبية لتسجيل أصولها في هذه السوق. وعلى العكس من ذلك تؤدي الانحرافات إلى الفوضى وهروب المستثمرين إلى أسواق أخرى أكثر استقراراً.

٦- **زيادة درجة الأمان وتخفيف درجة المخاطرة:** إن مقولة "الربحية – المخاطرة" هي مقولة موضوعية، لكن ذلك لا يعني أن يتوجه المستثمر إلى الأوراق المالية ذات المخاطرة المرتفعة أو الاستثمار بالأصول التي لا يقدم عليها الآخرون. وبالتالي على المستثمر الموازنة بين العائد والمخاطرة على الأوراق المالية وتشكيل محفظة متنوعة تحقق درجة الأمان المطلوبة من الاستثمار مع مستوى معين من المخاطرة الأمر الذي يساعده فيما لو تحققت التوقعات للوصول إلى أعلى مستوى من العائد بأقل مستوى من المخاطرة[١].

جـ- العوامل المؤثرة على الاستثمار المالي:

حتى يتحقق الاستثمار لابد من دراسة العوامل التالية المحيطة ببيئة الاستثمار، وتحليلها بهدف الحفاظ على قيمة الأموال المستثمرة:

١- الاستقرار السياسي:

يلعب الاستقرار السياسي دوراً كبيراً ومؤثراً على الاستثمارات والمستثمرين داخل البلد المعني، ويعتمد الاستقرار السياسي على درجة المخاطرة السياسية التي تختلف من دولة لأخرى، ويمكن قياس هذه المخاطرة من خلال دراسة التغيرات السياسية في هذا البلد وطريقة تداول السلطة وشكل الحكومة واستقرارها والاحتجاجات المستمرة والإضرابات والنزاعات ومستوى العلاقة مع الدول المجاورة والعالم الخارجي والصراعات الإيديولوجية والعنصرية--------- إلخ،

[١]- كنعان، علي، ٢٠٠٦، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص٧٣، ٧٤.

ويؤدي استقرار النظام السياسي إلى استقرار القوانين والأنظمة المؤثرة على الاستثمار ما يشجع على استقرار الاستثمارات وتوسيعها وتنوعها، وتلعب أيديولوجية الحكومة دوراً كبيراً في استقرار الاستثمارات من خلال التشريعات المحفزة للاستثمار ودرجة الانفتاح الاقتصادي وتحقيق استقرار قيمة العملة.

٢- الاستقرار الاقتصادي:

ويمكن دراسة الاستقرار الاقتصادي من خلال المؤشرات الاقتصادية الكلية المتحققة في الناتج الإجمالي والتوازن الداخلي والتوازن الخارجي أي استقرار السياسات المالية والنقدية للدولة ومدى اعتماد سياسات اقتصادية تدخلية أو اعتماد سياسة الانفتاح الاقتصادي وإستراتيجية الحكومة بهذا الشأن ودور القطاع العام والخاص، وطبيعة الاتفاقات الدولية الاقتصادية والعلاقات الاقتصادية مع الدول الأخرى وشروط التبادل التجاري، والسياسة المتبعة في كل من أسعار الفائدة والصرف، ووضع ميزان المدفوعات والميزان التجاري، ونسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة خدمة الدين إلى الصادرات، ومعدلات البطالة والتضخم وحجم السوق ودرجة الانكشاف الاقتصادي. ويقاس الاستقرار الاقتصادي بدرجة المخاطرة الاقتصادية التي يتعرض لها الاستثمار ومدى كون هذه المخاطرة داخلية تعتمد على عوامل اقتصادية محلية مثل: درجة النمو ومعدلات التضخم والسياسات المالية والنقدية للدولة ومتانة الأسواق المالية -----إلخ، أو كون هذه المخاطرة خارجية نتيجة الانكشاف الاقتصادي وطبيعة العلاقات الاقتصادية مع الدول الأخرى والانضمام للمنظمات الدولية أو الإقليمية وشروط التبادل المالي والتجاري بينها.

٣- أسعار الفائدة:

يؤثر سعر الفائدة على النشاط الاقتصادي بصورة عامة وعلى الاستثمار بصورة خاصة من حيث كلفة الاستثمارات أو عوائدها، وإن معدل الفائدة هو سعر رأس المال أو التمويل وهو ثمن تأجيل الاستهلاك أي التعويض عن الاستهلاك بشكل أموال إضافية تدفع في المستقبل، وتتأثر أسعار الفائدة بجملة عوامل أهمها: مقدار العرض والطلب للأموال التي ترتبط بالميل الحدي للاستهلاك، ودرجة المخاطرة، ومدة الاستثمار وكلفة التمويل ودرجة المنافسة، وطبيعة السياسة النقدية المطبقة. كما أن لتقلبات أسعار الفائدة الدولية أثر كبير على حركة الاستثمارات الداخلة أو الخارجة من الدولة، فارتفاع معدلات الفائدة العالمية يؤدي لانتقال الأموال المحلية إلى الخارج ويؤثر على حجم الاستثمارات المحلية، وتؤثر أسعار الفائدة على أسعار العملة وبالتالي على أسعار الأصول المالية المقيمة بهذه العملة.

٤- الدخل القومي:

يؤثر الدخل القومي في بلد ما بدرجة كبيرة على الاستثمارات ويعد أهم العناصر المؤثرة في حجم الدخل المتاح ومعدلات النمو في الدخل وتوزيع الدخل القومي وانعكاس ذلك على متوسط الدخل الفردي. حيث كلما ازداد حجم الدخل أدى ذلك لارتفاع الميل الحدي للادخار ويؤدي ذلك لخلق استثمارات ذات طاقات إنتاجية واسعة وكلما زاد نمو الدخل القومي يعني ذلك ارتفاع حجم ومرونة الطلب الكلي للمجتمع إضافة إلى زيادة عمليات الادخار وهذا يشجع على تنفيذ الاستثمارات ما يعكس علاقة طردية بين الاستثمار والدخل القومي.

٥- معدلات التضخم:

إن ارتفاع معدل التضخم عن المستويات المقبولة يؤثر سلباً على الاستثمار لأنه يخلق جو من عدم الاستقرار في قطاع الأعمال ويؤدي إلى عدم معرفة المستثمر الحالة التي يكون عليها الاقتصاد في المستقبل أو الأموال المستثمرة ويرفع درجة المخاطرة لأنه يؤدي للارتفاع العام في المستوى العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، ما يؤثر على تحديد القيمة الحقيقية للدخل والأرباح ويؤثر على القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر، ما يؤدي إلى تراجع الرغبة في الاستثمار في بلد يعاني من ارتفاع مستمر في معدلات التضخم.

٦- توفر البنى الارتكازية والانفتاح الاقتصادي:

إن توفر البنى التحتية الضرورية للأنشطة المالية يعد من العوامل المؤثرة على الاستثمار المالي مثل توفر نظام مالي ومصرفي متطور وشامل بالإضافة لتوفر سوق مالي كفؤ وتطبيقات الحكومة الإلكترونية والتجارة الإلكتروني.....إلخ. كذلك تلعب مظاهر العولمة والانفتاح الاقتصادي دوراً هاماً في زيادة معدلات الاستثمار وخاصة الأجنبية منها[١].

[١]- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٦، ٢٧، ٢٨، ٢٩، ٣٠، ٣١.

ثالثاً: قرار الاستثمار المالي:

أ- مفهوم قرار الاستثمار المالي:

يُعرَّفْ الاستثمار على أنه الاستعداد لتحمل درجة من المخاطرة تتناسب مع العائد المطلوب، وتختلف درجة المخاطرة التي يقبل بها المستثمر للحصول على العائد حسب نوعية المستثمر (فالمستثمر المتحفظ هدفه الحصول على العائد بدون تحمل مخاطر عالية، والمستثمر الرشيد هو الذي يهدف من استثماراته إلى الموازنة بين العائد والمخاطرة، أما المستثمر المضارب فهو الذي يقبل بأقصى مستوى من المخاطرة المدروسة للحصول على الربح أما المستثمر المقامر فهو الذي يراهن بالمال للحصول على الربح مع الاستعداد لتحمل درجة عالية من المخاطرة دون دراسة أي يبني قراره على ضربة حظ)، أما القرار الاستثماري فهو ذلك الاختيار المدرك والواعي بين البدائل المتاحة في موقف معين، وهو اختيار عقلاني يقوم على التدبير والحساب على أساس تحديد الهدف وإتباع الوسيلة المناسبة لبلوغ ذلك الهدف[١]. ويتم اتخاذ القرارات الاستثمارية على أساس القاعدة التي تقارن القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للأوراق المالية. فإذا كانت القيمة السوقية المتغيرة دائماً، أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للأوراق المالية، يتم اتخاذ القرار إما بيعاً أو شراءً. ولا يقتصر التغير على القيمة السوقية للورقة المالية فقط وإنما تتغير القيمة الحقيقية للورقة المالية ولكن بصورة أقل.

وتستمد القيمة الحقيقية للأوراق المالية من واقع المعلومات والبيانات الصادرة عن الشركات المصدرة لهذه الأوراق[٢].

ويعتمد القرار الاستثماري على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، وفي مفهوم الاستثمار يتمثل العائد في النتائج المرغوبة أما الخطر الذي يستهدف المستثمر تخفيضه أو تجنبه فهو التقلب في العائد أو عدم تحقيق العائد المستهدف، وهنا تظهر أهمية التنويع الذي ينطوي عليه القرار الاستثماري، حيث يسهم التنويع في تخفيض درجة التقلب في عائد الاستثمار[٣].

---

[١] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٥، ٢٦، ٣٥.

[٢]- العربيد، عصام فهد، ٢٠٠٨، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ص١٥١.

[٣]- هندي، منير إبراهيم، ٢٠٠٣، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص٢٧٣.

ويجد المستثمر نفسه وسط ثلاثة ظروف عند اتخاذ القرار الاستثماري هي:

١- **حالة التأكد:** الذي هو الظرف المثالي لاتخاذ القرار لمعرفة المستثمر بالبدائل المتاحة والظروف المحيطة بها والنتائج المترتبة عليها.

٢- **حالة المخاطرة:** التي يكون عندها متخذ القرار الاستثماري على بينة بالمعلومات الجزئية وغير الكاملة عند تقدير احتمال تحقق النتائج.

٣- **حالة عدم التأكد:** وهي حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها وتوزيعاتها الاحتمالية وهنا يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على طبيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية، ويعتمد هذا التقدير على معايير اتخاذ القرار، فالمعيار التفاؤلي يُبنى على تقدير أكبر للعوائد المتوقعة على البدائل المتاحة، أما المعيار المتحفظ فيُبنى على تقدير معتدل للعوائد المتوقعة على البدائل المتاحة، أما المعيار التشاؤمي فيُبنى على تقدير منخفض للعوائد المتوقعة على البدائل المتاحة.

كما يستند القرار الاستثماري على مفهوم المستثمر الرشيد الذي يعتمد الأسلوب العلمي في اتخاذ القرارات الاستثمارية الاقتصادية، أي يتسم القرار بالقدرة على الاستخدام الأمثل للموارد النادرة من خلال الحصول على أكبر عائد ممكن على الاستثمار وبأقل درجة مخاطر[١].

ب- أسس اتخاذ القرار الاستثماري:

١- اختيار إستراتيجية الاستثمار المناسبة:

يتطلب اتخاذ القرار الاستثماري تحديد الإستراتيجية التي يتم العمل بها بشأن الاستثمارات المستقبلية. ويتميز القرار في مجال الاستثمار المالي بعدم القدرة على تحديد العائد بشكل دقيق، نظراً لوجود هامش واسع من التقدير المبني على التنبؤ، لذلك فإن العائد المتوقع الحصول عليه يختلف في ضوء درجة المخاطرة المرتبطة به.

وقبل البدء بعملية الاستثمار لا بد من إعداد خطة استثمارية مربحة أو ذات مردود اقتصادي جيد على الأقل. وحتى تكون القرارات الاستثمارية كفوءة يجب إتباع أسلوب التخطيط الذي يهدف لوضع الخطط لاتخاذ القرار الاستثماري

[١] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٦.

المثالي. وتتضمن هذه الخطط محاور أساسية عديدة تبدأ من تحيد المشكلة، والمعايير المناسبة لاتخاذ القرار واختيار الأوزان النسبية لهذه المعايير، ثم اختيار البدائل وتحليلها واختيار واحد منها، ثم طرق التنفيذ.

وبعد ذلك يتم تقييم فعالية القرار المتخذ في ضوء النتائج التي يتم الحصول عليها فعلاً، ويرتبط كل ذلك بتحديد الأهداف الأساسية والسياسات وتخصيص الأموال واختيار الأدوات الاستثمارية وكيفية إدارتها[1].

وتعد إستراتيجية الاستثمار الخطوة الأولى عند اتخاذ أي قرار استثماري، لذلك يراعي المستثمر عند بناء محفظته الاستثمارية اختيار الإستراتيجية التي يتم بناءً عليها انتقاء الأصول التي تدخل في تكوين المحفظة، وهناك ثلاث أنواع من الاستراتيجيات الرئيسية:

◈ الإستراتيجية الفعالة:

يهدف هذا النوع من إدارة المحفظة بشكل رئيسي للحصول على أرباح رأسمالية، نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة، و تسمى هذه المحفظة محفظة رأس المال.

تمتاز هذه المحافظ بالمخاطرة العالية وفي الغالب تتكون من الأسهم العادية، وتحقق هذه المحافظ أفضل النتائج في الأوقات التي يُتوقع فيها ارتفاع أسعار الأسهم[2]، وتعتمد الإستراتيجية الفعالة على إتباع أسلوب المضاربة أي البحث عن أدوات استثمارية تكون أسعارها غير نمطية (أسعارها في السوق أقل من قيمتها الحقيقية) بهدف الحصول على عائد مرتفع من خلال تقبل مستوى أعلى من المخاطرة[3].

◈ الإستراتيجية السلبية:

يهدف المستثمر من خلال هذه الإستراتيجية للتركيز على الأمان، والحد من المخاطرة قدر الإمكان، وأفضل الأدوات المالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت مثل الأسهم الممتازة والسندات، ويطلق على هذه المحافظ محافظ الدخل لأنها تؤمن دخل ثابت ومستمر كما توفر عنصر الأمان لرأس المال المستثمر. وتُعرف الإستراتيجية السلبية بسياسة الإدارة الخاملة أو سياسة عدم المضاربة التي تهدف إلى الحصول على عوائد مستقبلية معقولة ترتبط بمخاطرة محتملة وعادةً ما يكون مستوى هذه المخاطرة منخفض.

---

[1]– آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٧.

[2]– حطاب، سامي، آذار ٢٠٠٧، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع في أبو ظبي، ص١٠.

[3] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٨.

◈ الإستراتيجية المتوازنة:

تحقق هذه الإستراتيجية استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة: أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات بأنواعها، حيث تؤمن هذه المحفظة فرص الحصول على دخل مستقر نسبياً في حدود لا تمنع مدير المحفظة من الاستثمار في فرص تحقق له عائد رأسمالي. إن ميزة هذه المحفظة هي الجمع بين كلا الإستراتيجيتين الفعالة والسلبية على أساس المواءمة بين السيولة والأمان والدخل[١].

٢- اعتماد خطوات محددة عند اتخاذ القرار الاستثماري: منها تحديد الهدف من الاستثمار وتجميع البيانات والمعلومات المطلوبة للوصول إلى الهدف وعرض البدائل المتاحة وتقييم العوائد لكل بديل واختيار البديل المناسب.

كما أنه من خلال اعتماد المدخل العلمي لاتخاذ القرار الاستراتيجي، يتم تحديد الأهداف الأساسية من الاستثمار (أي هل الهدف هو تملك الأصول المالية لفترة طويلة من الزمن أو الاستثمار في مجال معين كالاستثمار في العملات داخل البلد أو خارجه).

ثم يتم تجميع البيانات والمعلومات عن هذه الأهداف وفي ضوء ذلك يتم اتخاذ القرارات الدقيقة في هذا المجال. وقد أصبحت البيانات والمعلومات متاحة عن الاستثمارات المختلفة في الوقت الحاضر ويتطلب الأمر تحديد البيانات والمعلومات التي يتم الاستفادة منها من قبل المختصين، أو ما يسمى بتقنين البيانات والمعلومات التي توفر القاعدة الأساسية لمتخذي القرار.

وعلى أثر ذلك يتم تحديد العوامل الملائمة لاتخاذ القرار الاستثماري أي تحويل البيانات إلى معلومات واتخاذ القرار المطلوب مثل تحديد الاستثمار في الأسهم والسندات أو المشتقات المالية أو مزيج من ذلك، ثم يأتي بعد ذلك مرحلة تقييم العوائد المتوقع الحصول عليها من البدائل الاستثمارية المتاحة، وتعني عملية التقييم التنبؤ بالإيرادات المتوقعة خلال مدة الاستثمار أي تقييم العوائد على الاستثمار.

وبعد أن تُحدد درجة المخاطرة على الاستثمار تتم المقارنة بين العوائد والمخاطرة في ضوء قطاع الاستثمار الذي تم اختياره، وبعد تجميع المعلومات وتقييم العوائد المتوقعة يتم اتخاذ القرار باختيار البديل المناسب، وهذا يعود إلى طبيعة

[١]- حطاب، سامي، آذار ٢٠٠٧، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع في أبو ظبي، ص١٠.

وشخصية المستثمر نفسه (هل هو محافظ أم رشيد أم مضارب) ولكل مستثمر مستوى معين من المخاطرة تعد الأساس في اختيار البديل الاستثماري المناسب.

٣- الاستناد إلى المبادئ الأساسية التالية عند اتخاذ القرار الاستثماري:

◈ تعدد الخيارات الاستثمارية:

إن تعدد البدائل أو الخيارات هو نتيجة تفاعل الفرص المتاحة والتهديدات التي يتوقع المستثمر مواجهتها ونقاط القوة والضعف ومدى إمكانية قيام متخذ القرار بالمواءمة بين هذه البدائل وإمكانياته. وفي البداية لا بد من توفر مجموعة من الخيارات الاستثمارية تعرض على المستثمر لكي يقوم باختيار المناسب منها، فمهما كان حجم الأموال المتاحة للاستثمار فإنها تتصف بالندرة مقابل تعدد فرص ومجالات الاستثمار، والمطلوب من قبل متخذ القرار الاستثماري أن يقوم باختيار الأداة الاستثمارية الملائمة والتي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار، ولغرض إعطاء هذا المبدأ حقه فإن ذلك يتطلب زيادة عرض الفرص الاستثمارية لأنها ستوفر المرونة لمتخذي القرار في اختيار البديل الأمثل بدلاً من الاستثمار في أول فرصة متاحة.

وتتضمن عملية اختيار البدائل المراحل التالية:

➢ مرحلة تكوين البديل الذي يساعد في سد الفجوة في الاستثمارات بهدف زيادة إمكانية المستثمر في اغتنام الفرص أو الحد من التهديدات التي يتوقعها من البيئة الخارجية.

➢ مرحلة تقويم البدائل بالاستناد إلى معايير أهمها:

- التوافق والملاءمة مع البيئة الخارجية والبيئة الداخلية، ومبدأ الملاءمة في الاستثمار له دور فعال في نجاح الاستثمارات، فعند تحديد إستراتيجية الاستثمار فإن على المستثمر أن يختار المجال الاستثماري والأداة الاستثمارية المناسبة والملائمة لإمكاناته المعرفية والعلمية ورغباته وميوله، ولتحقيق هذا المبدأ يتطلب الأمر عدم الابتعاد عن خبراته وإمكاناته كثيراً عند اختيار الأداة الاستثمارية، ويرتبط اختيار الأداة الاستثمارية بمجموعة من العوامل والصفات الخاصة بالمستثمر، ومجموعة من العوامل الخاصة بالدولة (كالنمو الاقتصادي، الانفتاح الاقتصادي، وانتشار مظاهر العولمة، والتوسع في استخدام تكنولوجيا المعلومات).
- المنفعة والميزة التنافسية، إذ يجب أن تحقق الاستثمارات المنفعة للمستثمر سواء أكانت مادية أو معنوية وأن تحقق البدائل الميزة التنافسية للمستثمر إزاء المستثمرين الآخرين في السوق حتى يستطيع التصرف بحرية عند تغير ظروف السوق.

➢ مرحلة المفاضلة بين البدائل بهدف اختيار البديل الاستثماري الأمثل، لذلك يتوجب على المستثمر أن يكون على علم ودراية بالعوامل التي تؤثر في اختيار البديل المناسب ويكون ذلك من خلال العوامل التالية:

- تحديد الأهداف التي يسعى المستثمر على تحقيقها سواء أكانت هذه الأهداف عامة أو خاصة، رئيسية أو فرعية، طويلة أو قصير الأجل.
- الفرص المتاحة وتهديدات البيئة المحيطة، أي تحليل وتقويم البيئة بغية التمكن من استثمار الفرص المتاحة واختيار البديل الكفيل بتقليل الآثار الناجمة عن المخاطرة الخارجية المتوقعة.
- اختيار البديل الاستثماري الذي يتناسب مع فلسفة المستثمر في اختيار العائد وتحديد المخاطرة التي يقبلها.

◈ **كفاءة إدارة الاستثمارات:**

نظراً لارتفاع كلفة الاستثمارات ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها، فإن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب توفر الخبرة والكفاءة عند اختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، وإذا كان المستثمر العادي لا يملك مثل هذه الخبرة والإمكانية فإن عليه التوجه إلى الاستشاريين الماليين وبيوت الخبرة المتخصصة لغرض ترشيد قراره الاستثماري الذي سيؤثر على مستقبل المستثمر ومدى تحقيق الأرباح أو الخسائر على الأموال المستثمرة.

◈ **اعتماد التنويع في الاستثمارات:**

يقوم مبدأ التنويع على نظرية المحفظة الاستثمارية التي تدعو إلى القيام بتنويع الاستثمارات للمستثمر الواحد من خلال تعدد الأدوات الاستثمارية، وكذلك في مجالات الاستثمار سواء أكان التنويع بأدوات ملكية أو أدوات دين أو مشتقات مالية، ويهدف التنويع في الأدوات إلى التنويع في العوائد والمخاطرة في محفظة المستثمر للوصول إلى هدف تحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة، وبذلك يعد التنويع في الاستثمارات إحدى الوسائل التي تؤدي إلى تخفيض المخاطرة ومنها المخاطرة غير المنتظمة أو الداخلية للشركات، وإن المقصود من التنويع هو التنويع الإيجابي الذي يكون فيه معامل الارتباط للأدوات المختارة سالباً، أي أن إي انخفاض في عائد الأداة المالية يقابله ارتفاع في عائد الورقة المالية الأخرى، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض أثر التغير في أسعار الأدوات داخل المحفظة الواحدة.

◈ **حساب القيمة الحالية لعوائد الاستثمار المتوقعة:**

بعد تحديد العائد على الاستثمار في صورة هدف وحتى نحدد بشكل دقيق مقدار العائد المتوقع الحصول عليه فإننا نقوم بخصم التدفقات النقدية المتوقعة (العائد المتوقع) من خلال اختيار معدل خصم معين يرتبط بالبيئة المحيطة

بالاستثمار وذلك حتى نتمكن من احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها لأن الهدف من الاستثمار ليس الزيادة في العائد النقدي بل ارتفاع قيمة العائد الحقيقي والمحافظة على القيمة الحقيقية لرأس المال خلال فترة الاستثمار، وحتى يتمكن المستثمر من تحقيق العائد المتوقع يجب أن يتحقق من توفر الشرطين التاليين:

- التنبؤ بمدى كون التدفقات النقدية مؤكدة من حيث القيمة.
- التأكد من مدى كونها مؤكدة من حيث التوقيت والقوة الشرائية.

وتلعب المخاطرة المنتظمة أي مخاطرة السوق دوراً حاسماً في التأثير على تحقق هذه التدفقات، وترتبط هذه المخاطرة بظروف السوق الحالي والظروف الاقتصادية العامة المحيطة بالاستثمار في ذلك البلد، وتؤثر مخاطر السوق على جميع أدوات الاستثمار في السوق ولكن بنسب متفاوتة. وإن مخاطرة السوق تحتل أهمية أكبر من المخاطرة غير المنتظمة كون الأخيرة يمكن التخلص منها باعتماد أسلوب تنويع الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق[١].

رابعاً: الاستثمار الأجنبي المباشر

أ- تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر:

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه "قيام شركة أو منشأة بالاستثمار في مشروعات تقع خارج حدود الوطن الأم وذلك بهدف ممارسة قدر من التأثير على عمليات تلك المشروعات".

ويمكن أن يتخذ الاستثمار الأجنبي المباشر أشكالاً عديدة كإنشاء مشروع جديد بالكامل أو تملك أصول منشأة قائمة أو من خلال القيام بعمليات الاندماج والتملك. ويَعتبر صندوق النقد الدولي أن الاستثمار الأجنبي مباشر حين يتملك المستثمر ١٠٪ أو أكثر من أسهم رأسمال إحدى مؤسسات الأعمال على أن ترتبط هذه الملكية بالقدرة على التأثير في إدارة المؤسسة. وبذلك يختلف هذا النوع من الاستثمار عن الاستثمار في المحافظ والصناديق الاستثمارية الذي يقوم على أساس شراء أصول الشركات بهدف تحقيق عائد مالي دون التحكم بإدارة هذه المؤسسات، مع ضرورة التنبيه إلى صعوبة التفريق بشكل دقيق بين كلا النوعين[٢].

---

[١] – آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٩، ٤٠، ٤١، ٤٢، ٤٣، ٤٤، ٤٥، ٤٦.

[٢]- خضر، حسان، أيلول ٢٠٠٤، الاستثمار الأجنبي المباشر– تعاريف وقضايا، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، السنة الثالثة، العدد الثالث والثلاثون، ص٢.

ويُعرف الاستثمار الأجنبي المباشر كذلك على أنه " الأموال التي تنفقها المنشأة المحلية بغرض إنشاء وحدات إنتاجية خارجية"[1].

ويعرف أيضاً بأنه استثمار طويل الأجل في أصول استثمارية إنتاجية, يتميز بنفوذ مباشر لصاحبه من خلال الملكية الكاملة أو الجزئية التي تكفل له السيطرة على إدارة المشروع, ويحدد الحد الأدنى لهذه الملكية بنسبة (١٥٪), والحد الأعلى قد يصل إلى (٥٠٪)، وتختلف هذه النسب بين حديها حسب سياسة البلد فمثلاً في الولايات المتحدة واليابان تصل إلى (١٥٪)، وفي ألمانيا تصل إلى (٢٥٪)، أما الاستثمارات غير المباشرة فتتضمن أسهم رأس المال بنسب اقل من (١٥٪)، وتشمل الأسهم والسندات بقصد المضاربة والإفادة من ظروف الأسعار ويكون سقفها الزمني عادة قصير المدى ولا يمنح سلطة إدارية لصاحبه[2].

ب- أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر:

تم وضع تصنيفات مختلفة لأنواع الاستثمار الأجنبي المباشر استناداً إلى الدوافع والمحفزات التي تؤدي إلى حدوث الاستثمار. وقد أمكن تصنيف أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر وفق المحددات التالية:

١- **البحث عن المصادر:** يهدف هذا النوع من الاستثمار إلى استغلال الميزة النسبية للدول ولاسيما تلك الغنية بالمواد الأولية كالنفط والغاز والمنتجات الزراعية. فضلاً عن الاستفادة من انخفاض تكلفة العمالة أو وجود عمالة ماهرة ومدربة.

٢- **البحث عن الأسواق:** يهدف هذا النوع من الاستثمارات عادة إلى تلبية المتطلبات الاستهلاكية في أسواق الدول المتلقية للاستثمارات (المحلية والمجاورة أو الإقليمية) ولا سيما تلك التي كان يتم التصدير إليها في فترات سابقة.

٣- **البحث عن الكفاءة:** ينشأ هذا النوع من الاستثمار فيما بين الدول المتقدمة والأسواق الإقليمية المتكاملة كالسوق الأوربية أو شمال القارة الأمريكية.

٤- **البحث عن أصول إستراتيجية** : يتعلق هذا النوع بقيام الشركات بعمليات تملك أو شراكة لخدمة أهدافها الإستراتيجية. وفي سياق موازٍ، هنالك العديد من التصنيفات لأنواع الاستثمار الأجنبي سواء من وجهة نظر المستثمرين (الدول المصدرة) أو من وجهة نظر الدول المتلقية للاستثمارات. فمن منظار الدول المصدرة يمكن

---

[1]- Melvin ,Michael, 2000, International Money And Finance, 6th ed. An Imprint of Addison Wesley, p120.

[2]- الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص١٠.

تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاثة أنواع هي: الأفقي، العامودي، والمختلط. **يهدف النوع الأول** إلى التوسع الاستثماري في الدول المتلقية بغرض إنتاج نفس السلع أو سلع مشابهة للسلع المنتجة محلياً. **أما النوع الثاني** فيهدف إلى استغلال المواد الأولية (الاستثمار العمودي الخلفي) أو للاقتراب أكثر من المستهلكين من خلال التملك أو منافذ التوزيع (الاستثمار العمودي الأمامي). في حين يشمل الاستثمار الأجنبي المباشر المختلط النوعين المشار إليهما.

أما من منظار الدول المتلقية فيمكن تقسيم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاثة أنواع حسب الهدف منها وهي: الاستثمارات الهادفة إلى إحلال المستوردات، أو إلى زيادة الصادرات، والاستثمارات الأجنبية المباشرة بمبادرة حكومية.

جـ- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر :

هنالك ثلاثة عوامل رئيسية تعتمدها الشركات المتعددة الجنسيات والعابرة للحدود للمفاضلة بين الدول المضيفة للاستثمار وهي: سياسات الدولة المضيفة، الإجراءات المسبقة التي قامت هذه الدول بتطبيقها لتشجيع وتسهيل الاستثمارات، والمواصفات الاقتصادية للدول المضيفة. ويمكن تفصيل محددات الدولة المضيفة للاستثمار ضمن ثلاثة عناوين رئيسية وهي: إطار سياسات الاستثمار الأجنبي المباشر، المحددات الاقتصادية، وتيسير الأعمال، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي[1]:

[1]- خضر، حسان، أيلول ٢٠٠٤، الاستثمار الأجنبي المباشر- تعاريف وقضايا، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، السنة الثالثة، العدد الثالث والثلاثون، الكويت، ص٤، ٥.

شكل رقم (١): محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة



المبحث الثاني

المحفظة الاستثمارية

يتناول هذا المبحث خمسة محاور خصص الأول منها لتبيان مفهوم المحفظة الاستثمارية بشكل عام وأهميتها وأهدافها وتطورها، أما المحور الثاني فخصص لدراسة مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى ومفهوم المنفعة، في حين خصص المحور الثالث لدارسة إدارة المحفظة الاستثمارية، وتناول المحور الرابع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، أما المحور الخامس والأخير فقد تناول تنويع المحفظة الاستثمارية.

أولاً: المحفظة الاستثمارية (مفهومها، أهميتها، أهدافها، تطورها)

أ- مفهومها:

إن سعي الأفراد المستمر لزيادة دخلهم وحجم ثرواتهم يدفعهم للبحث عن مصادر الربح والاستثمار. لذلك يعمل الأفراد المستثمرون في الأسواق المالية على تكوين محافظ استثمارية مكونة من عدة أصول تحقق لهم الربحية مع مراعاة الاعتبارات المتعلقة بالمخاطرة المرافقة لعملية الاستثمار المحفظي. وقد دفع تطور المحافظ المالية المصارف للاهتمام بها والعمل على تكوينها وتطويرها للزبائن، كما قام المتخصصون بإدارة هذه المحافظ لحساب أصحابها بالتوسع فيها وتطويرها.

وتعرف المحفظة الاستثمارية بأنها "أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى" أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء أكانت أصول حقيقية كالعقارات أو مالية كالأسهم والسندات بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر.

وقد عرف قاموس (Webester) المحفظة الاستثمارية على أنها " عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو البيوت المالية مثل المصارف". وعرفها كذلك قاموس (Oxford) على أنها " مجموعة من الأسهم المملوكة بواسطة فرد أو منظمة معينة ". وقد عُرِّفَتْ كذلك بأنها " مجموعة من الموجودات المتمثلة بالأسهم والسندات الممسوكة من قبل المستثمر"[١]. بينما يعرفها آخرون بأنها " تشكيلة من ورقتين ماليتين أو أكثر من الموجودات"[٢]. وبناءً عليه، عُرفت كذلك على أنها "عبارة عن تشكيلة أو توليفة أو مجموعة من أوراق استثمارية سواء أكانت حقيقية أم مالية يمسكها

[1]- Ross, Stephen, Westerfield, Randolph, W. and Jordan, d., Bradford, 1998, Fundamentals Of Corporate Finance,4th ed. Irwin /Mc Graw –Hill Companies, p370.

[2]- Van Horne, Jamea, 1998, Financial Management And Policy,11th ed. Prentice –Hill International, p51.

المستثمر بهدف تحقيق عائد وعند مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنويع مكوناتها بإتباع الأساليب العلمية الصحيحة"[1].

كما عرفت أخيراً بأنها: حيازة الفرد أو المستثمر على مجموعة من الأصول المالية التي تضمن عائداً مستقراً وتحقق تنمية المبالغ المستثمرة وبأقل مخاطرة ممكنة.

وبناءً عليه يتبين أن الهدف الأساسي من تكوين المحفظة الاستثمارية يتمثل بتوفير أدوات استثمارية ذات عوائد مختلفة وبدرجات مخاطرة تتلاءم مع اتجاهات المستثمر وتوفر الحماية الكاملة للأموال المستثمرة من المفاجآت غير المتوقعة التي تحدث في السوق المالي.

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن إدارة المحفظة هي عبارة عن إدارة الأموال، أي توظيفها بهدف تعظيم ثروة المستثمرين بواسطة اختيار أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المستثمر. واتخاذ قرارات ببيع و شراء هذه الأدوات في الأوقات المناسبة بالشكل الذي يساهم برفع عائد المحفظة وتخفيض المخاطرة إلى حدها الأدنى. وهنا تبرز مهارة مدير المحفظة بهدف تحقيق مزايا التنويع وتعظيم العائد المتوقع للمحفظة وتخفيض المخاطرة إلى حدها الأدنى.

وعليه يرى الباحث أن المصادر المذكورة آنفاً تتفق في تحديد العناصر الأساسية لتعريف المحفظة الاستثمارية وأهمها:

١- تتألف المحفظة الاستثمارية من مجموعة من الأصول التي تتمثل في أغلب الأحيان من أصول مالية على شكل أسهم وسندات.

٢- يتمثل الهدف من تشكيل المحفظة الاستثمارية في تحقيق أفضل عائد عند مستوى مقبول من المخاطرة.

٣- يجب أن تراعي تشكيلة أو توليفة الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية هدف الموازنة بين العائد والمخاطرة.

[1]- الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص١٤.

ب- أهميتها:

يعود تعاظم أهمية وزيادة الاهتمام بالمحافظ الاستثمارية إلى العوامل التالية:

١- توفر الفوائض المالية لدى مختلف القطاعات والمؤسسات سواء أكانت صناعية أو خدمية، أفراد أو شركات أو مؤسسات مالية.

٢- توسع نشاط المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت الخبرة وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية للمستثمرين إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة بالانفتاح الاقتصادي وازدهار تكنولوجيا المعلومات واستخدام الانترنت في التداول.

٣- العمل على استغلال رأس المال الفائض بالصورة الأمثل بغرض تحقيق الربح حتى وإن كان الاستثمار في نشاط مختلف عن نشاط الشركة المولد للأموال.

٤- توسع نشاط بعض المؤسسات والشركات ذات الطبيعة الخاصة التي تتعامل بالأموال بأحجام كبيرة كشركات التامين وصناديق الضمان والتقاعد وصناديق التوفير، حيث تتراكم لديها الفوائض المالية، ونتيجة لوجود التزامات مترتبة عليها فإن ذلك يتطلب منها القيام باستثمار هذه الفوائض لكي تستطيع الإيفاء بالالتزامات المالية المختلفة في الحجم والوقت المناسبين، ما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ استثمارية تلبي حاجة هذه الشركات أو المؤسسات[١].

جـ- أهدافها:

تتمثل الأهداف الأساسية للمحفظة الاستثمارية بتحقيق أكبر عائد بأقل درجة مخاطر مع توفر السيولة. وبناءً عليه فإن أهم هدف لإدارة المحفظة هو الموازنة بين العائد والمخاطرة والسيولة، ويمكن تلخيص أهم أهداف المحفظة الاستثمارية بما يلي:

١- الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المالي من خلال بيع محتويات المحفظة الاستثمارية في السوق المالي عند الحاجة لتسديد الالتزامات المالية إزاء الدائنين في الوقت المناسب, وبالتالي التقليل من مخاطرة السيولة[٢]. وفي سياق ذلك فلابد أن يختار مدير المحفظة الأدوات الاستثمارية القابلة للتحويل إلى نقد بدون خسارة مع

---

[١] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٨٨.

[2]- Hempel, George and Simonson, Donald, 1999, Bank Management text And Cases 5th ed. John Wiley and Sons, p275

ضرورة أن تكون هذه الأدوات سهلة التداول وقابلة للتسييل حتى تحد من حالات ظهور العسر المالي أو الإفلاس لدى الوحدات المالية[١].

٢- استثمار الأموال الفائضة: إن بقاء الأموال الفائضة عن الحاجة لدى المستثمر بصورة مجمدة(على شكل نقود) يؤدي إلى تعرضها لمخاطر انخفاض قيمتها الحقيقية مع مرور الزمن. لذلك يسعى المستثمر إلى توظيف أمواله الفائضة في أوراق مالية بغية المحافظة عليها من مخاطر التضخم وتنميتها[٢].

٣- تحقيق الأرباح: تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموع أرباح المستثمر, وهذا ينعكس إيجابياً على إمكانية تحقيق النمو والتوسع وتقليل المخاطرة. ومن هنا تبدو أهمية وضرورة تحقيق التوازن بين هدفي الربحية (تحقيق أقصى عائد) والسيولة (تجنب العسر المالي). فمن ناحية ينبغي أن يقوم المسؤول عن إدارة المحفظة باستثمار الموارد المالية المتاحة بما يضمن تحقيق أقصى عائد, ومن ناحية أخرى ينبغي عليه أن يضمن الإبقاء على قدر ملائم من الأموال السائلة التي تكفي لمواجهة الالتزامات الجارية[٣].

٤- استمرار التدفقات النقدية إلى المحفظة: ويعني الحصول على دخل جاري للمحفظة وبالتالي حصول المستثمرين على إيرادات جارية ناجمة عن استثماراتهم المالية.

٥- التنويع: يعني تنويع الأدوات الاستثمارية وتحديد الأهمية النسبية لكل أداة في رأسمال المحفظة بما يحقق أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة(وسيتم تناول التنويع بشكل مفصل في سياق هذا البحث) [٤].

د- تطورها:

نشأت المحفظة الاستثمارية حديثاً ويعد الأمريكي هاري ماركويتز(Harry Markowits) أول من طرح فكرة المحفظة وكان ذلك في عام ١٩٥٢ من خلال مقالته الرائدة في اختيار المحفظة التي بقيت مرجعاً أساسياً للباحثين الذين جاؤوا من بعده، حيث ركز في مقالته على طريقة تنويع المحفظة بحيث تتخذ شكل التوزيع الطبيعي، ومن ثم

---

[١] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٨٩.

[٢]- نفس المرجع السابق، ص٢٨٩.

[٣] – هندي، منير إبراهيم، ٢٠٠٣، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص٢٩١.

[٤] – آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٩٠.

ملاحظة كيف يستطيع المستثمر تقليل الانحراف المعياري(المخاطرة) لعوائد المحفظة عن طريق اختيار أسهم تكون درجة الارتباط فيما بينها ضعيفة أو سالبة (عكسية).

ولم يقف (ماركويتز) عند هذا الحد بل عمل على وضع المبادئ الأساسية لبناء المحفظة, وهذه المبادئ تُعد الأساس أو القاعدة لمن يريد البحث في العلاقة بين العائد والمخاطرة[١].

وتوالت عمليات البحث والتطوير في كيفية إدارة المحفظة وفي استخدام الأدوات الرياضية والإحصائية فيها خلال فترة الخمسينات والستينات من القرن العشرين، واتسع نطاق عمل المحافظ الاستثمارية خاصة بعد التطورات الاقتصادية في عالم المال والأعمال وارتفاع حجم الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير وتأسيس الشركات المالية وتبنت هذه المحافظ إدارة واستغلال هذه الأموال بالشكل الأمثل.

حيث تلا المبادئ التي جاء بها (ماركويتز) الأفكار التي جاء بها (Tobin,١٩٥٨) والتي تمثلت باختيار المحفظة الكفوءة رياضياً، ومن بعده جاء عدد من الباحثين أمثال (Sharpe) الذي أصدر عام (١٩٧٠) كتابه الموسوم (نظرية المحفظة وأسواق رأس المال) وتناول فيه نظرية المحفظة وطور بعض ما أورده (ماركوتيز) ووسع مفاهيمه وأبعاده إلى درجه دفعت عدداً من الباحثين إلى عد هذا الكتاب المرجع الأساسي للنظرية، حيث ركز Sharpe في كتابه على تطوير مفهوم المحفظة الاستثمارية الكفوءة التي تعرف بأنها " تلك المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن لمستوى معين من المخاطرة, أو تلك التي تنخفض فيها المخاطرة إلى الحد الأدنى لمستوى معين من العائد المتوقع"[٢].

كما طور Sharpe مبادئ نظرية المحفظة التي جاء بها ماركويتز، فباعتبار أن المحفظة هي أداة مركبة من أصلين أو أكثر يختلفان في النوع والجودة، فإن نظرية المحفظة هي تلك النظرية التي تقوم على تنويع الأصول أو الأدوات الاستثمارية في المحفظة، بحيث يتناسب هذا التنويع مع أهداف كل من المستثمرين وإدارة المحفظة.

ويأخذ التنويع أو المزج بالاعتبار مقدار العوائد المتحققة على كل أداة أو أصل مالي في المحفظة بالإضافة للمخاطر الناجمة عن الانحراف بين العائد الفعلي والعائد المتوقع لهذه الأصول، من خلال استخدام أدوات إحصائية في قياس درجة المخاطرة لهذه العوائد. وتهتم نظرية المحفظة بالقرارات الرشيدة للمستثمر من حيث الموازنة بين العائد والمخاطرة للوصول إلى هدف تعظيم العائد بأدنى درجة من المخاطرة.

---

[1] - Brealey, Richard and Myers, Stewart,1991, principles of Companies, international Edition, p155, 156.

[٢] - الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص١٥.

ومن الضروري أن تهتم إدارة المحفظة بدرجة السيولة التي تتمتع بها الأدوات الاستثمارية أي إمكانية تحويل هذه الأدوات إلى نقد بدون خسارة، كما أن نظرية المحفظة تؤكد على العلاقة بين الأدوات الاستثمارية المختلفة بعضها مع البعض الآخر، عند تطبيق مبدأ التنويع أو المزج الرئيسي الذي يحدد التشكيلة الأساسية للمحفظة من الأصول بهدف تكوين المحفظة المثلى التي تحقق الحد الأقصى من مزايا التنويع.

وإن المقصود بالتنويع هو التنويع الإيجابي أو تنويع ماركويتز، أي التنويع الذي يقوم على اختيار أدوات استثمارية في المحفظة ترتبط عوائدها بمعامل ارتباط سالب بهدف تخفيض درجة المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة وبما يتناسب مع الأهداف الاستثمارية لها[١].

وبناءً عليه تُعرَّفْ نظرية المحفظة أنها " نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين العائد والمخاطرة المتحققين من الاستثمار في أصول معينة، وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشد عند اتخاذه قرارات استثمارية يسعى من خلالها إلى اختيار محفظة استثمارية كفوءة من بين البدائل المتاحة[٢]".

وعليه يرى الباحث أن أسس إدارة المحفظة في سياق تطبيق نظرية المحفظة الاستثمارية تتلخص بما يلي:

١- التنويع الإيجابي (معامل ارتباط ضعيف أو سالب) ٢- تعظيم العائد بأدنى درجة من المخاطرة ٣- قياس المخاطرة والقبول بها ٤- التقليل من مخاطرة السيولة.

[١] – آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٩١، ٢٩٢.

[٢] – الحسيني, فلاح حسن عداي و الدوري، مؤيد عبد الرحمن عبد الله، ٢٠٠٠، إدارة البنوك – مدخل كمي واستراتيجي معاصر, دار وائل للطباعة والنشر, عمان, الأردن، ص١٥٤، ١٥٥.

ثانياً: المحفظة الاستثمارية المثلى ومفهوم المنفعة

أ- تحديد المحافظ الاستثمارية الكفوءة:

استخدم ماركويتز مفهوم المنفعة في بناء وتطوير نظرية المحفظة الاستثمارية معتمداً على العلاقة بين العائد والمخاطرة، وكذلك على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار. وفي ضوء ذلك بين ماركويتز بأنه يوجد لكل مستثمر منحنى يبين المنفعة التي يحصل عليها ويعكس ذلك ميوله وسلوكه تجاه عائد الاستثمار والمخاطرة[١].

ويسعى المستثمر دائماً إلى تكوين محفظته الاستثمارية المثلى التي تحقق أفضل مزيج من العائد والمخاطرة، وأهم قرار يتخذه من خلال تكوين هذه المحفظة هو القرار المتعلق بتحديد النسب أو أوزان العناصر التي تدخل في تكوينها ويسمى هذا القرار بقرار المزج الذي يتحدد بموجبه:

١- نوع الأصول أو العناصر التي ستدخل في تركيب المحفظة.

٢- أوزان هذه الأصول أي نسبة كل منها إلى مجموعة المحفظة.

وإن على المستثمر بعد أن يتخذ قراره بتكوين هذه المحفظة أن يهتم بالتغيرات التي ستطرأ مستقبلاً على المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) والعائد للمحفظة، نتيجة قيامه ببيع أو شراء أحد الأصول المالية[٢].

وقبل توضيح كيفية بناء واختيار محفظة (ماركويتز) المثلى لابد في البداية من توضيح البدائل المتاحة لمجموعة من المحافظ الاستثمارية عند مستوى معين من العائد والمخاطرة. إذ أن هناك عدد كبير من المحافظ الممكنة التي تحقق نسب متفاوتة من الأرباح للمستثمر. وبناءً عليه يتوجب على المستثمر تقييم جميع هذه المحافظ الممكنة حيث سيتركز اهتمامه (كما سنبين لاحقاً) في مجموعة من المحافظ الاستثمارية المتاحة المعروفة بالمجموعة الكفوءة[٣].

و تشكل المجموعة الكفوءة ما يسمى بالحد الكفوء. وهو الحد الممثل بالنقاط المتشكلة بين العائد والمخاطرة (الشكل رقم٢)، ويعمل هذا الحد على تعظيم العائد لكل درجة من المخاطرة، وكل نقطة من الحد الكفوء تشكل محفظة استثمارية تحقق أفضل تركيبة من العائد والمخاطرة بالنسبة للنقاط الأخرى[٤].

---

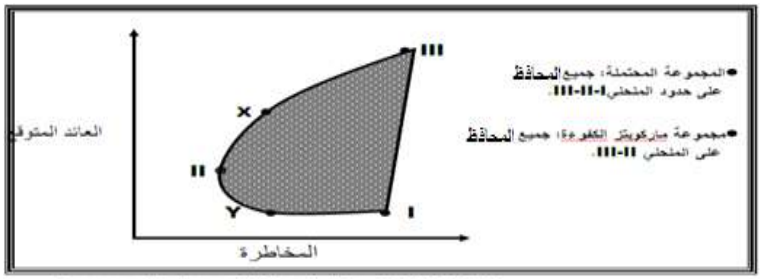
[١]- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٧٤.

[2]- Jim, Mc Menanmin, 1999, Financial Management, Christ Published by Routlege, p189, 199.

[3]- Jones, Charles, 2000, Investment, 7th ed. John Wiley And Sons, p176.

[4]- Francis, Jack Clerk, 1991, Investment Analysis And Management, 5th ed. Mc Graw, p236.

الشكل رقم(٢): المجموعة الكفوءة (الحد الكفوء)



Source: Fabozzi&Modigliani,1996:179

يظهر الشكل أعلاه جميع المحافظ الاستثمارية الممكنة والممثلة بالمساحة المظللة والمحددة بـ(III-II-I). وعليه تكون محفظة (ماركويتز) الكفوءة إحدى هذه المحافظ، حيث تحقق هذه المحفظة المزيج الأمثل من العائد والمخاطرة بالمقارنة مع بقية المحافظ الأخرى الممكنة.

كما يظهر هذا الشكل أن مجموعة النقاط الواقعة على الحد الأعلى من المساحة المشار إليها آنفاً والممثلة بالجزء (II-III) تعطي أكبر عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة. أما النقاط التي تقع فوق هذا الحد تمثل محافظ غير ممكنة لأنه لا يمكن الحصول عليها. في حين أن النقاط التي تقع تحت الحد الكفوء فلا تمثل محافظ استثمارية كفوءة كونها لا تحقق أعلى عائد عند نفس المستوى من المخاطرة. ويعرف (Haugen) الحد الكفوء بأنه "المحل الهندسي لجميع النقاط التي تعطي أعلى عائد عند نفس المستوى من التباين (المخاطرة)، أو أقل تباين عند نفس المستوى من العائد. لذلك فإن المحافظ التي تقع تحت الحد (III-II) سوف لن تكون كفوءة لأن بعض المحافظ الأخرى يمكن أن تعطينا أما عائد أعلى عند الدرجة نفسها من المخاطرة أو مخاطرة أقل عند نفس المستوى من العائد.

وبعد قيام المستثمر بتكوين مجموعة من المحافظ (ماركويتز) الكفوءة المشار إليها آنفاً، فإن خطوته التالية تتمثل بتحديد المحفظة المثلى. ويتوقف اختياره للمحفظة المثلى على درجة تفضيله أو رضاه من خلال المقابلة بين المخاطرة والعائد المتوقع[1] وهذا ما سيتم مناقشته في الفقرة القادمة تحت عنوان "نظرية المنفعة ومنحنيات السواء".

[1-] Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco, 1996, Capital Market, Prentice Hall Upper Seddle River, New Jersey, p178, 180.

ب- نظرية المنفعة ومنحنيات السواء

بدأت النظرية الحديثة للمنفعة من خلال كتابات (Morgensten,Vonnevman) وذلك في كتابهما "نظرية المباريات والسلوك الاقتصادي ١٩٤٤" حيث أكدا أنه ضمن افتراضات محددة وتاريخ محدد يمكن التنبؤ باختيارات الفرد, وأشارا كذلك إلى أن متخذ القرار يقبل بمجموعة محددة من الافتراضات لتحقيق الاختيار الرشيد[١]. وتشكل هذه النظرية الدعامة الأساسية لنظرية المحفظة, إذ يتخذ المستثمر قراراته الاستثمارية استناداً لمبدأ تعظيم المنفعة.

وقام (ماركويتز) بناءً على هذه النظرية بدراسة العلاقة مابين العائد والمخاطرة في إطار نظرية المحفظة الاستثمارية، وأسس هذه النظرية على مجموعة من الفروض كان أهمها فرضية المنفعة الحدية (Marginal Utility) للعائد على الاستثمار، حيث استمد هذا الفرض من نظرية المنفعة. وينص هذا الفرض على أنه "يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يوضح ميله وسلوكه إزاء الاستثمار, ثم إزاء مخاطر الاستثمار ويختلف شكل هذا المنحني باختلاف أنواع المستثمرين"[٢]. لذلك فإن جوهر هذه النظرية قائم على أساس تناقص المنفعة الحدية للنقود وهذا يؤثر بشكل مباشر في اتجاه المستثمرين نحو المخاطرة, ولذلك فإن أفضل مزيج من العائد المتوقع والانحراف المعياري (المخاطرة) لمحفظة الأوراق المالية يعتمد على دالة المنفعة للمستثمر.

وبعد ما تم التعرف على "مجموعة المحافظ الكفوءة" فإنه لكي نستطيع أن نحدد تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر (المحفظة المثلى) لا بد من معرفة درجة تقبل المستثمر للمخاطرة، وتستند هذه الدالة إلى المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء, ويعرف منحنى السواء بأنه" مجموعة نقاط من العائد المتوقع والانحراف المعياري(المخاطرة) التي تحقق بالنتيجة مستوى معين من المنفعة المتوقعة"[٣].

وتمثل منحنيات السواء مجموعة الخيارات المتاحة للمستثمر عند مستوى معين من العائد المتوقع والمخاطرة. علماً بأن الشكل التي تتخذه منحنيات السواء يمثل تفضيلات المستثمرين من حيث درجة تقبله للمخاطرة[٤].

---

[١]- الجنابي, لميس محمد مطرود، ٢٠٠٠، إدارة محفظة الأسهم العادية في إطار نموذجي CAPM و SMP، رسالة ماجستير- الجامعة المستنصرية، ص٧.

[٢]- الحسيني, فلاح حسن عداي و الدوري، مؤيد عبد الرحمن عبد الله، ٢٠٠٠، إدارة البنوك – مدخل كمي واستراتيجي معاصر, دار وائل للطباعة والنشر, عمان, الأردن، ص١٧٩.

[3]-Van Horne, Jamea, 1998, Financial Management And Policy,11th ed. Prentice –Hill International ,p58.

[4]- Binhammer, HH, Sephton, peter S, 1998, Money Banking and the Canadian Financial System, 7th ed. an International Thomson publishing company, p125, 126.

من خلال عمليات تحليل هذه المنحنيات نصل إلى مفهوم المنفعة التي تظهر الخيارات الناجمة عن المبادلة مابين العائد والمخاطرة المقبولة للمستثمر. وكل شخص لديه عدد غير محدد من منحنيات السواء ويمثل كل منها بدائل لمستويات المنفعة. وبصرف النظر عن التفضيلات الفردية أو الشخصية فإن جميع المستثمرين يسعون إلى تحقيق أعلى مستوى من المنفعة أو الإشباع من خلال الاستثمار في محفظة موجودة على طول الحد الكفوء[1]. وسياسة الاستثمار الأمثل تتحدد من خلال نقطة التماس مابين الحد الكفوء (المجموعة الكفوءة) وأعلى منحنى سواء وهذا تماماً ما يهدف إليه المستثمر.

إن منحنيات السواء هي عبارة عن أداة تستخدم لتحديد سلوك المستهلك في اختيار السلع والخدمات لتلبية احتياجاته التي تحقق له الإشباع أو المنفعة. إن هذا المفهوم يمكن أن نستفيد منه في تحديد الأدوات الاستثمارية التي يختارها المستثمرون بعد تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة على أساس أن سلوك المستهلك يتصف بالرشد والعقلانية في إنفاق دخله طبقاً لمنحنيات المنفعة. أي أن المستهلك يوزع دخله بين أكبر كمية من السلع والخدمات لتحقيق أكبر منفعة أو إشباع ممكن طبقاً لمبدأ تناقص المنفعة الحدية (كلما ازداد الدخل ازداد عدد الوحدات المستهلكة وتناقصت بالمقابل المنفعة الحدية). وإذا ما عكسنا هذه العلاقة على اختيار المحفظة المثلى فإن المستثمر يتجنب المخاطرة محاولاً تعظيم ثروته وله منحنيات سواء تقيس العلاقة بين العائد والمخاطرة[2].

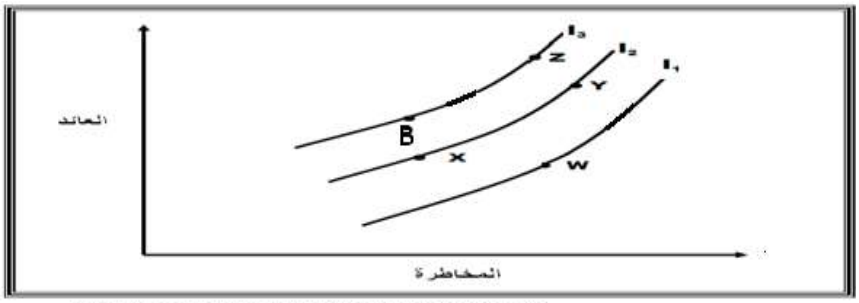
ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (٣)، حيث أن منحنيات السواء (I1,I2,I3) تمثل مستويات معينة من المنفعة يمكن الحصول عليها من خلال المحفظة الاستثمارية. فالمستثمر سيكون حيادياً عندما يتحرك على طول منحنى السواء مثال ذلك التحرك من نقطة (X) إلى نقطة (Y) على المنحنى (I2)، وسيحقق المستثمر منفعة أكبر إذا تحرك من المنحنى (I1) إلى المنحنى (I3) من خلال الانتقال من النقطة (W) إلى النقطة (Z) ذات العائد المرتفع وعند نفس المستوى من المخاطرة، والعكس صحيح سيحصل المستثمر على منفعة أقل إذا تحرك من المنحنى (I3) إلى المنحنى (I1) من خلال الانتقال من النقطة (B) إلى نقطة (W) ذات مستوى المخاطرة الأكبر والعائد الأقل, كما يستطيع المستثمر التحرك من المنحني (I1) إلى المنحني (I2) بهدف تخفيض المخاطرة عند نفس المستوى من العائد وذلك من خلال الانتقال من النقطة (W) إلى النقطة (X). لذلك فإن جميع المنحنيات تمثل

[1] –Mclaney, E J, 2000, Business Finance, Theory And Practice, 5th ed. Financial Times Prentice Hall, p171.

[2] – آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص353.

الخيارات المتاحة للمستثمرين إزاء الاستثمار الذين يرغبون به إلا أنهم سيختارون في النهاية الفرص الاستثمارية الملائمة[1].

الشكل رقم(٣): منحنيات السواء



Source:Brockington,1993:138

وهناك علاقة ما بين مستوى الإشباع ومقدار الثروة لا بد من تبيانها حيث أننا نستطيع التعبير عن هذه العلاقة بدالة المنفعة, **فالمستثمر المتجنب للمخاطرة** تظهر دالة منفعته على شكل منحنى مقعر نحو الأسفل يزداد بمعدل متناقص، كما في الشكل (٤).

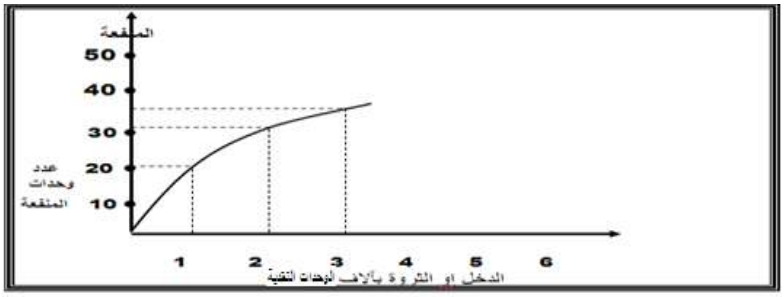
وينطبق على المستثمر المتجنب للمخاطرة قانون المنفعة الحدية المتناقص، أي أنه يحقق منفعة حدية متناقصة مع الزيادة في الدخل (العائد)، ونلاحظ أن العائد والمنفعة في علاقة عكسية وكلما زاد العائد انخفضت المنفعة لأن العائد بالنسبة لهذا المستثمر مرتبط بدرجة مخاطر عالية وطالما أن العلاقة بين العائد ودرجة المخاطرة طردية فإن المستثمر المتجنب للمخاطرة يبتعد عن هذا العائد لأنه يزداد بازدياد المخاطرة.

أي لا منفعة للمستثمر المتجنب للمخاطرة من عائد يتحقق مع درجة مخاطرة عالية ولذلك فإن هذا المستثمر لا يحب المخاطرة ويفضل الاستثمارات ذات العائد المنخفض والمخاطرة المنخفضة.

ويزداد تقعر منحنى دالة المنفعة عند المستثمر المتجنب المخاطرة نحو الأسفل، كلما كان المستثمر أكثر تجنباً للمخاطرة، وأي مقدار إضافي للثروة يعطي مقداراً أقل من الإشباع.

[1]- Brockington, R .B,1993, financial management, 6th ed. Dp pub, p137.

الشكل رقم (٤): دالة منفعة المستثمر المتجنب للمخاطرة

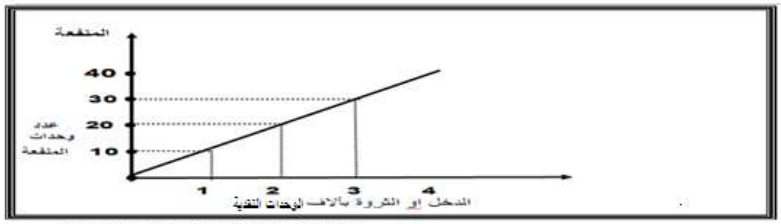


Source:Atrill, 2000:168

أما المستثمر غير المكترث أو الحيادي تجاه المخاطرة, فإن إشباعه الحدي يتغير بمعدل ثابت مع زيادة الثروة حيث تزداد المنفعة الحدية بمعدل ثابت مع زيادة الثروة ويكون شكل دالة المنفعة للمستثمر مختلفاً تماماً عن شكل دالة المنفعة للمستثمر المتجنب للمخاطرة حيث تتخذ دالة المنفعة شكل خط مستقيم كما في الشكل رقم (٥).

وينظر هذا النوع من المستثمرين إلى المنفعة والإشباع نظرة ثابتة لا تؤثر فيها العلاقة بين العائد والمنفعة. أي أن المنفعة بالنسبة إليه ثابتة مهما تغير العائد. وسلوك المستثمر الحيادي تجاه المخاطرة ثابت أيضاً فهو كما ذكرنا ينظر إلى المخاطرة نظرة ثابتة مهما تغير العائد وهذا عكس القاعدة التي تربط ما بين العائد ودرجة المخاطرة.

الشكل رقم(٥): دالة منفعة المستثمر الحيادي للمخاطرة



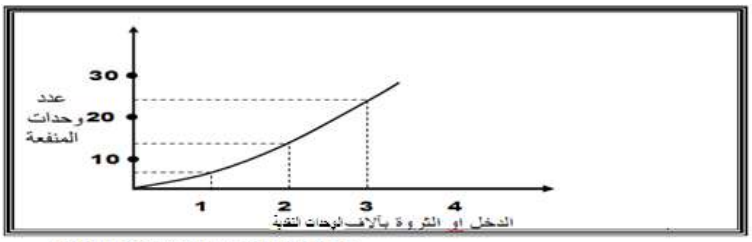
Source:Atrill, 2000:169

أما المستثمر الباحث عن المخاطرة, فهو ذلك المستثمر الذي يحقق منفعة متزايدة كلما زاد العائد، وتكون العلاقة بين المنفعة والعائد طردية، ولا يكترث هذا النوع من المستثمرين للمخاطر طالما أن العائد الذي يحققه مرتفع فهو يقلل من أهمية درجة المخاطرة وكلما ازداد العائد انخفضت أهمية المخاطرة.

ولذلك فإن الإشباع الحدي لدى المستثمر الباحث عن المخاطرة يتغير بمعدل متزايد مع زيادة الثروة، حيث تزداد المنفعة الحدية بمعدل متزايد مع زيادة الثروة، حيث نلاحظ من خلال منحنى المستثمر الباحث عن المخاطرة أن كل زيادة في الثروة تعطي مستوى أعلى من الإشباع للمستثمر.

أما من حيث شكل دالة المنفعة للمستثمر الباحث عن المخاطرة فإنه يكون مختلفاً عما تم وصفه في الحالتين السابقتين حيث يكون مقعراً نحو الأعلى[1]، كما في الشكل رقم (٦).

الشكل رقم (٦): دالة منفعة المستثمر الباحث عن المخاطرة



Source:Atrill,2000:170

وتجدر الإشارة إلى أنه بالرغم من أن نظرية المنفعة تساعدنا في فهم ميل وسلوك المستثمر تجاه المخاطرة لكنها لا تكون قادرة على تحديد دالات المنفعة لجميع المستثمرين الذين قد يسلكون طرقاً مختلفة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية التي لا يمكن التنبؤ بها.

كما أن القيمة العملية لهذه النظرية تبقى محدودة, وكحقيقة مبدئية فإن المدراء (صانعي القرارات) هم في الأساس أكثر ميلاً للمخاطرة من المستثمرين الأفراد لأنهم يكونوا أكثر قدرة على التنبؤ بالعائد والمخاطرة بالمقارنة مع المستثمرين الأفراد[2].

[1] - Atrill, Peter,2000, financial management for non-specialists, 2nd, Financial Times Prentice Hall publishing, p169,170.

[2]- Atrill, Peter,2000, financial management for non-specialists, 2nd, Financial Times Prentice Hall publishing, p170.

ثالثاً: إدارة المحفظة الاستثمارية:

تتجلى مهمة مدير المحفظة الاستثمارية في تحديد الوظائف وتقسيم الأنشطة كما يلي:

أ- **التخطيط:** عند إعداد الخطة الاستثمارية نبدأ بتحديد الأهداف المطلوب تحقيقها من قبل إدارة المحفظة وتتلاءم هذه الأهداف عادةً مع رغبات المستثمرين وميولهم، ويتم ذلك في ضوء إمكانيات المحفظة وحجم رأسمالها وتوضع الخطط على هذا الأساس وتلعب كفاءة ومقدرة إدارة المحفظة دوراً فاعلاً في نجاح تنفيذ الخطة لأنها تساهم في تحديد إستراتيجيتها في المزج بين الأصول واختيار المناسب منها للوصول إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطرة باعتبار ذلك أحد أهم الأهداف الأساسية للمحفظة.

كما أن تحديد إستراتيجية الاستثمار يسهل دور عملية التخطيط لإدارة المحفظة من خلال إعداد قائمة بالأدوات المالية المتاحة بالسوق المالي والتي تتلاءم مع حجم رأس المال وطلبات المستثمرين ودرجة المخاطرة المقبولة ومن ثم اختيار البدائل الاستثمارية واعتماد السياسة الاستثمارية التي توصل إلى تحقيق أهداف المحفظة.

ب- تحليل الاستثمارات (التحليل الاقتصادي والتحليل القطاعي والتشخيص الأولي والتحليل المالي):

١- **التحليل الاقتصادي:** ونقصد به تحليل البيانات والمعلومات عن الاقتصاد الكلي وعن القطاعات والشركات المساهمة في هذا الاقتصاد لتسهيل مهمة اتخاذ القرار الخاص باختيار الأدوات الاستثمارية في المحفظة بعد تحديد طبيعة الاتجاهات في الاقتصاد من رواج أو كساد. ويركز التحليل الاقتصادي على دراسة اتجاهات السياستين المالية والنقدية للدولة ومدى تأثيرهما على الاقتصاد بشكل عام وعلى الشركة التي نحن بصدد الاستثمار بأوراقها المالية المصدرة، لأن طبيعة السياستين تعطينا مؤشراً عن أداء الاقتصاد واتجاهاته في الفترة القادمة ما يحدد التوقيت الملائم في اتخاذ قرار البيع أو الشراء وكذلك طبيعة الأدوات المختارة فيما يتعلق بضمها إلى المحفظة أو التخلص منها.

٢- **التحليل القطاعي:** هو التحليل الذي يقوم على أساس اختيار القطاع أو الصناعة المكونة للمحفظة الاستثمارية حيث يفرز هذا التحليل الأدوات الاستثمارية على أساس القطاعات كالقطاع الزراعي، الصناعي، المالي.....إلخ.

ويستند هذا التحليل إلى القيام بتحليل القطاعات المختارة إلى أسهم حسب طبيعة مكونات القطاع من شركات ولكي تتكامل عملية التحليل بصورة علمية فإنه يجب القيام بالعديد من الخطوات منها:

- القيام بتعريف القطاع وتحليل واستقراء الشركات التي يتكون منها القطاع وتصنيفها.
- تجميع البيانات والمعلومات عن القطاع.

- أن نأخذ بعين الاعتبار البيانات الأساسية المتعلقة بكل من تحليل المبيعات، وحجم الطلب والعرض وتأثير ذلك على السعر والعائد وحجم المبيعات، ظروف المنافسة، وذلك عند القيام بتحليل المشاريع ضمن القطاعات المختلفة.

٣- **التشخيص الأولي:** وهي الخطوة التي من خلالها نقوم بتحديد مجموعة من الأدوات الاستثمارية في ضوء المعلومات التي حصلنا عليها من خلال التحليل الاقتصادي والقطاعي ويدخل هنا عنصري الخبرة والكفاءة لإدارة المحفظة في تحليل البيانات والمعلومات المعتمدة على التحليل الاقتصادي كأساس في اختيار الأدوات التي سنضمها إلى المحفظة الاستثمارية.

٤- **التحليل المالي:** بعد أن يتم تحديد الأدوات الاستثمارية للشركات المختارة نقوم بعملية التحليل المالي باستخدام النسب المالية، تحليل نقطة التعادل، قائمة مصادر واستخدامات الأموال، قائمة التدفق النقدي، القيمة المضافة والتحليل الأفقي والرأسي والإتجاهي لكل شركة بهدف الوقوف على نتائج أعمالها.

ت- قرار المزج الرئيسي واختيار مكونات المحفظة وقرارات اختيار أدواتها الاستثمارية:

إن أهم القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة هو قرار المزج الرئيسي إذ يتم من خلاله تحديد تشكيلة الأصول للمحفظة من حيث أنواع الأصول أو الأدوات الاستثمارية التي تتكون منها المحفظة أو من حيث توزيع رأس مال المحفظة على هذه التشكيلة من الأدوات وإعطاء وزن نسبي في هيكل رأس المال لكل أصل من الأصول لتكوين ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية المثلى تبعاً لتفضيل المستثمر للمخاطرة.

وتتخذ إدارة المحفظة القرارات المهمة التالية:

١- قرار التنويع في المحفظة الاستثمارية وهو من القرارات الإستراتيجية التي تحدد ما يلي:

- أنواع أو فئات الأصول الاستثمارية التي تتشكل منها المحفظة.
- تحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل رأسمال المحفظة.

٢- قرار التوقيت أو التوزيع النشط للأصول:

تمنح إدارة المحفظة قرار التوقيت لتحديد نقطة الصفر لعمليات البيع والشراء للأدوات الاستثمارية أهمية كبيرة وأساسية في عملها. ومبدأ التوقيت في المحفظة يعني الشراء بأقل الأسعار والبيع بأعلى الأسعار ولذلك تختار إدارة المحفظة التوقيت المناسب. وإن وجود عدد من المحافظ الاستثمارية والمستثمرين سيجعل من قرار التوقيت الملائم لعملية

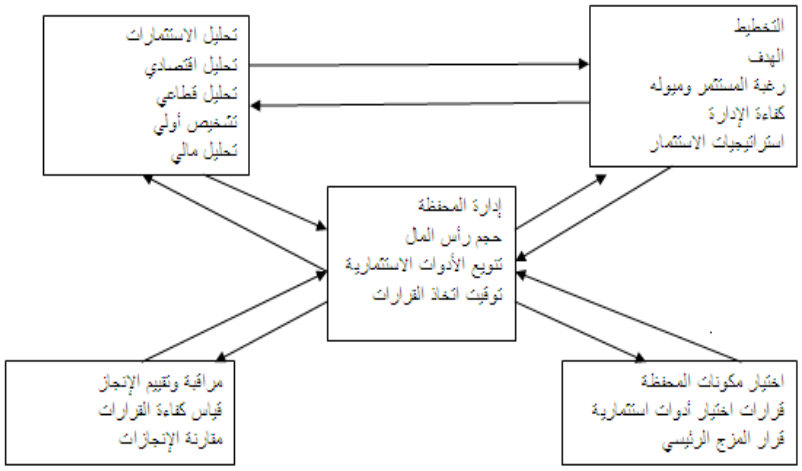
الشراء والبيع من القرارات الصعبة وهنا تلعب الخبرة والقدرة وإمكانية التحليل والاستقراء والمتابعة والرقابة دوراً مهماً وأساسياً في اتخاذ القرار الصائب سواء في البيع أو الشراء.

وتتخذ هذه القرارات في ضوء عوامل متعددة أهمها: تقييم أصول المحفظة، أثر الدورات الاقتصادية من تضخم وانكماش، مدى توفر السيولة والفوائض المالية، نتائج التحليل الفني للاتجاهات المستقبلية للأدوات المختارة وأسعارها وعوائدها ومخاطرها.

ث- مراقبة وتقييم الأداء وقياس كفاءة القرارات:

إن موضوع المتابعة والرقابة المستمرة على قرارات إدارة المحفظة وقياس نتائجها يُعد عملية مهمة وأساسية لنجاح الاستثمارات في المحافظ، وتدخل ضمنها عمليات متابعة الأحداث المحيطة بالبيئة الاستثمارية بشكل مستمر. وهذا يعتبر عامل مهم وأساسي لإدارة المحفظة الاستثمارية وكذلك لا يقل أهمية عن الرقابة المستمرة على الأدوات الاستثمارية التي تتكون منها هذه المحفظة، بالإضافة لنتائج تقييم أصولها أول بأول في ضوء حركة الأسعار في السوق المالي[1].

الشكل رقم(٧): نموذج عام لإدارة المحفظة الاستثمارية



المصدر: آل شبيب، ٢٠٠٨: ٣١٤.

[1]- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٢٩٩-٣١٤.

رابعاً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

أ- المفهوم والأهمية:

تهتم نظرية رأس المال في كيفية تحديد الأصول المختلفة التي يتم اختيارها من قبل المستثمر الذي يتخذ القرار بناءً على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة المنتظمة(مخاطر السوق). وتدلنا نظرية رأس المال على كيفية تسعير الأصول في سوق رأس المال من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). ويستمد النموذج تكوينه من العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة وهو الأساس في تنظيم الأوراق المالية.

يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية، على اعتبار أن المخاطرة غير النظامية يمكن التخلص منها عن طريق تنويع الأدوات الاستثمارية في المحفظة ورفع كفاءة أنشطة الإدارة المختلفة. لذلك تهتم نظرية رأس المال أو الأصول الرأسمالية في تحديد الأصول التي تتشكل منها المحفظة الاستثمارية بالاستناد إلى العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة المنتظمة (بيتا)[١].

وقد تطور هذا النموذج بعد (١٦) سنة من نظرية (ماركويتز) للمحفظة الكفوءة وذلك في المقالات التي قدمها (William Sharpe)، والدراسات التي جاءت بعده من أمثال (John Lintrer) و(Jan Mossin). ويُعَّرفْ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بأنه "مجموعة التنبؤات المتعلقة بموازنة العائد المتوقع للأصول ذات المخاطرة" في حين وضحه آخرون بأنه "نظرية معيارية لاتصف بالضرورة ماذا سيعمل المستثمرون، ولكنها تصف بشكل دقيق سلوكيات هؤلاء المستثمرين" في حين يوضحه فريق ثالث على أنه "مقياس نظري وليس عملي للمخاطرة بالإضافة إلى تقدير معدل العائد المطلوب على المحفظة الاستثمارية، ويستند هذا النموذج إلى مفهوم معامل بيتا المتمثل بنسبة التباين المشترك بين عائد محفظة الأوراق المالية وعائد محفظة السوق إلى تباين محفظة السوق"[٢]

ولابد من الإشارة إلى أن إعداد نموذج رياضي لتحديد سعر الأصل أو الأداة المالية أمر صعب، وذلك لوجود عناصر أخرى متعددة مختلفة تؤثر على السعر ومنها: مقدار العمولة، البيع على المكشوف، البيع السريع، المضاربة، المنافسة، اختلاف مفهوم العائد.

---

[١]- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٨٢.

[٢] – الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص٢٤.

لذلك يرشدنا هذا النموذج إلى كيفية تسعير الأصول المالية في سوق رأس المال وفق نموذج يسمى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم على فرضيات أساسية في إعداد النموذج وهذه الفروض هي:

١ – إن جميع المستثمرين يتمتعون بالكفاءة والقدرة في بناء محافظهم الاستثمارية، لذلك فإن اختيار الأدوات في المحفظة سوف يعتمد على شخصية وتفضيلات كل مستثمر على حدا من حيث العائد ومستوى المخاطرة.

٢– إن كلفة الصفقات تساوي الصفر (أي أن النموذج يستبعد تأثير العمولة والرسوم التي تمنح للوسطاء على صفقات البيع والشراء).

٣– عدم وجود ضرائب على الدخل الناجم عن الاستثمار في الأوراق المالية، مهما كان العائد المتحقق أو مصدره.

٤ – يستطيع المستثمر شراء أو بيع الأوراق المالية بأي مبلغ ومهما كان حجم رأس المال المستثمر في سوق الأوراق المالية.

٥ – هنالك عدد كبير من المستثمرين وبالتالي فليس بمقدور أي مستثمر أن يؤثر بمفرده على سعر السهم أو الأصل من خلال قراراته بالبيع أو الشراء، حيث يتمتع السوق بالكفاءة الكاملة.

٦– لا وجود للتضخم في الاقتصاد الذي تتم فيه عمليات الاستثمار والتداول.

٧ – لكل الأسهم معدل عائد مطلوب وهو يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة زائداً علاوة على المخاطرة النظامية المرتبطة بظرف السوق, على اعتبار أن المخاطرة غير النظامية والمتمثلة بظروف خاصة بالشركة تتم إزالتها عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية.

٨– يستطيع المستثمر الاقتراض أو الإقراض على أساس معدل فائدة مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، أي أن فرص الحصول على القروض متساوية كذلك الأمر بالنسبة لفرص الاقتراض[١].

٩– إن أسواق رأس المال في نقطة التوازن "وهي نقطة التماس بين الحد الكفوء للمحافظ الاستثمارية وأعلى منحنى سواء للمستثمر".

١٠– يعتمد هذا النموذج أساساً على البيانات التاريخية لتقدير معدلات العائد, وبالتالي فإن (البيتا) المستخدمة لقياس المخاطرة النظامية والتي يتم احتسابها باستخدام هذه البيانات قد لا تعكس بالفعل التقلبات المستقبلية للعوائد, لذلك فإن العوائد المطلوبة والمحددة في هذا النموذج يمكن النظر إليها على أنها تقريبية[٢].

---

[١] -آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٨٣.

[2]- Gitman, Lawrance, 2000, Principles Of Managerial Finance, 9th ed. N.Y,Donnelly And Sons Company, p265.

والمدخل المبسط لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو النموذج الذي يستخدم تحليل العلاقة بين المخاطرة ومعدل العائد وهو وسيلة تحليلية تستخدم من قبل الإدارة المالية وإدارة الاستثمارات.

ولا بد من الإشارة "كما سنرى لاحقاً" إلى أن خط سوق الأوراق المالية هو تمثيل بياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم على مبدأ المبادلة بين العائد والمخاطرة، كما أن العائد المطلوب يتكون من جزأين هما: العائد الخالي من المخاطرة، وعلاوة المخاطرة.

ب- معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية(CAPM):

$$RR(R)=R_f+(R_m- R_f)B$$

إذ أن :

RR(R): معدل العائد المطلوب.

Rf: العائد الخالي من المخاطرة.

Rm: عائد محفظة السوق.

B: معامل المخاطرة النظامية (البيتا).

ويتبين من هذه المعادلة بأن معدل العائد المطلوب لأي أصل يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة مضافاً إليه علاوة المخاطرة, وعلاوة المخاطرة تتمثل بالجزء [B (Rm-Rf)] الذي يمثل سعر المخاطرة أو ما يسمى بعلاوة مخاطرة السوق (Rm-Rf) المعالج بمعامل المخاطرة النظامية (البيتا). أما معدل العائد الخالي من المخاطرة Rfفهو عادة ما يمثل معدل الفائدة على أذونات الخزينة قصيرة الأجل, في حين يمثل (Rm) معدل العائد لمحفظة السوق[1].

ب- الشكل البياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

تتعرض الورقة المالية المفردة لنوعين من المخاطرة: المخاطرة المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة، إن المخاطرة غير المنتظمة يمكن تجنبها عن طريق التنويع الكامل للاستثمارات أي توجيه الموارد للاستثمار في محفظة منوعة عوضاً عن توجيهها إلى ورقة مالية خاصة بمنشأة معينة. من هنا فإن المخاطرة التي يجب أن يعوض عنها المستثمر هي المخاطرة المنتظمة فقط. وبالتالي ينبغي قياس المخاطرة التي تتعرض لها الورقة المالية المفردة عن طريق قياس درجة

---

[1]- Clarke, Roger G, Willson Daines and Nadauld, Bretd, Robert H and Stephen D, 1988, Strategic Financial Management, Richard D. Irwin, p111.

تقلب عائدها مع تقلب عائد السوق. وهذا ما يتفق مع نظرية المحفظة التي قدمها هاري ماركوويتز التي مفادها أن المقياس الملائم لقياس مخاطر الاستثمار الفردي الذي يتم إضافته إلى محفظة قائمة هو مقدار التباين بين عائد ذلك الاستثمار وعوائد الاستثمارات الفردية المكونة لهذه المحفظة[1].

وبالتالي فإنه عندما يتم رسم (CAPM) بصورة بيانية سيطلق عليه خط سوق الأوراق المالية (**Security Market Line**) ويرمز له (SML) وهو في الحقيقة خط مستقيم يعكس العائد المطلوب في السوق لكل مستوى من المخاطرة غير قابل للتنويع (البيتا).

إن المبادلة ما بين العائد والمخاطرة توصف من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وهي تظهر في الشكل(٨) كعلاقة خطية، حيث يبين ميل هذه العلاقة السلوك الذي يتبعه المستثمر فكلما انخفض ميل المستقيم فإن المستثمر يتبع سلوكاً متجنباً للمخاطرة، وكلما زاد ميل هذا المستقيم كان سلوك المستثمر باتجاه البحث عن المزيد من المخاطرة[2].

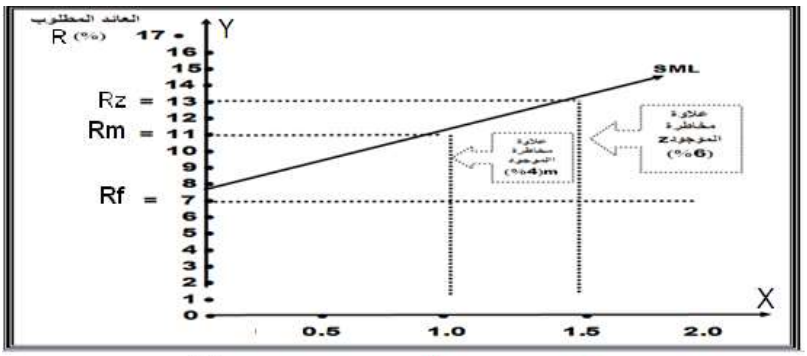
ووفقاً للشكل البياني فإن المخاطرة تُقاس بمعامل بيتا الذي يُمثلها على المحور الأفقي (X)، في حين يُمَثل العائد المطلوب لكل مستوى من المخاطرة النظامية (التي تقاس بمقدار التباين بين عائد الورقة المالية المفردة وعائد السوق) على المحور العمودي (Y) والمبادلة ما بين العائد والمخاطرة يمثلها خط سوق الأوراق المالية.

---

[1] – الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٣٩.

[2]- Clarke, Roger G, Willson Daines and Nadauld, Bretd, Robert H and Stephen D, 1988, Strategic Financial Management, Richard D. Irwin, p112.

الشكل رقم(٨): خط سوق الأوراق المالية (SML)



Source:Gitman,2000,262

Rz: العائد المتوقع على المحفظة z، **Bf**: معامل بيتا للمحفظة الخالية من المخاطرة، **Bz**: معامل بيتا للمحفظة z.

نستنتج من الشكل (٨) أن ميل خط سوق الأوراق المالية SML هو: $\text{Slop SML} = \frac{Rm - Rf}{Bm}$

Rf: العائد الخالي من المخاطرة، **Rm**: العائد المتوقع على محفظة السوق، **Bm**: معامل بيتا لمحفظة السوق.

كما نستنتج من الشكل (٨) أن: Bm=1، Bf=0.

كذلك يتبين من الشكل السابق أعلاه أنه كلما ارتفع معامل (بيتا) ارتفع بالمقابل العائد المتوقع, ويدل هذا أن معامل (بيتا) للأصول هو الذي يحدد العائد المتوقع. وباعتبار أن (بيتا) الأصول الخالية من المخاطرة تساوي الـ (٠) (حيث أن التغير في عائد الأصل الخالي من المخاطرة لا يتغير مع عائد محفظة السوق), فإن العائد المتوقع للأصول الخالية من المخاطرة يساوي العائد الخالي من المخاطرة كما في المعادلة الآتية:

$$E(R_i) = R_f + 0 \{ E(R_m) - R_f \} = R_f$$

أما بيتا محفظة السوق فهي (١) دائماً, وبالتالي فإن العائد المتوقع للأصل الذي لديه نفس بيتا محفظة السوق يكون:

$$E(R_i) = R_f + 1 \{ E(R_m) - R_f \} = E(R_m)$$

ففي هذه الحالة يكون العائد المتوقع للأصل $E(R_i)$ هو نفسه العائد المتوقع لمحفظة السوق $E(R_m)$. وإذا كان بيتا الأصل أكبر من بيتا محفظة السوق (مثلا اكبر من ١) فالعائد المتوقع له سيكون أكبر من عائد محفظة السوق والعكس صحيح إذا كان بيتا الأصل أقل من بيتا محفظة السوق[١].

جـ- مخاطرة النموذج:

تتمثل مخاطرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بالمخاطرة النظامية للأوراق المالية التي يقيسها معامل بيتا على اعتبار أن هذه المخاطرة لا يمكن تجنبها من خلال التنويع[٢], ويُعَدْ معامل بيتا مؤشراً لدرجة استجابة التغير في عائد أصل معين للتغير في عائد السوق, حيث يتم استخدام العائدات التاريخية لإيجاد معامل (بيتا) للأصل.

وهذا المعامل يتم اشتقاقه بصورة بيانية، باستخدام تحليل الانحدار الذي يبين العلاقة بين عائد المحفظة وعائد السوق، والخطوة الأولى تبدأ برسم نقاط التقاء عائد السوق وعائد المحفظة في نقاط مختلفة من الزمن تمثل هذه النقاط بيانات تاريخية حيث يمكن استخدام العوائد الشهرية الخاصة بالسنوات الخمس الأخيرة بحيث يكون لدينا بالتالي ٦٠ مشاهدة تتعلق بالعوائد الخاصة بالمحفظة الاستثمارية المدروسة، أو يمكن استخدام العوائد الأسبوعية الخاصة بالسنة الأخيرة ويكون لدينا بالتالي ٥٢ مشاهدة[٣].

وميل الخط يمثل (البيتا), و(بيتا) المحفظة الأكثر ميلاً يشير إلى أن عائد هذه المحفظة يكون أكثر استجابة للتغير في عائد السوق لذلك ستكون هذه المحفظة أكثر مخاطرة من المحفظة أو المحافظ الأخرى[٤].

إن معامل بيتا للسوق يساوي الواحد دائماً, كما أن الأسهم أو الأوراق المالية الأكثر تقلباً في العائد وبالتالي الأكثر تعرضاً للمخاطرة يكون فيها معامل (بيتا) أكبر من الـ(١)، وكلما انخفض معامل بيتا للأوراق المالية دون الواحد الصحيح كانت الأوراق المالية اقل تقلباً في العائد وبالتالي أقل تعرضاً للمخاطرة.

إن المخاطرة النظامية تنتج من خلال مجموعة من عوامل الاقتصاد الكلي، مثل أسعار الفائدة، أسعار الصرف، التضخم، المخاطرة الائتمانية، أسعار الوقود، تكلفة اليد االعاملة...إلخ, وبعض الأوراق المالية تكون عرضة أكثر لهذه العوامل من غيرها (معامل بيتا لديها يكون مرتفع) في حين تكون أوراق مالية أخرى أقل تأثراً بهذه العوامل (معامل بيتا لديها يكون منخفضاً)، ويكون لبعض هذه العوامل تأثير إيجابي على عائد محفظة الأوراق المالية وبالتالي فإن

---

[1]- Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco, 1996, Capital Market, Prentice Hall Upper Seddle River, New Jersey, p200, 201.

[2]- Jones, Charles, 2000, Investment, 7th ed. John Wiley And Sons, p178.

[٣]- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٥٢.

[4]- Gitman, Lawrance, 2000, Principles Of Managerial Finance, 9th ed. N.Y,Donnelly And Sons Company, p257, 258.

معامل بيتا الأوراق المالية للمحفظة الاستثمارية يكون موجباً، في حين تؤثر بعض العوامل الأخرى بصورة عكسية على عائد الأوراق المالية وبالتالي فإن معامل بيتا الأوراق المالية للمحفظة الاستثمارية يكون سالباً وقد تتأثر محفظة الأوراق المالية في الوقت نفسه بمزيج من هذه العوامل بعضها له تأثير إيجابي والآخر له تأثير سلبي. فمثلاً قد يسعى المستثمر للحصول على سعر الفائدة الأعلى في السوق والذي يؤثر إيجابياً على عائد محفظة الأوراق المالية, ولكن هذا المستثمر قد يتعرض لعامل آخر له تأثير عكسي يتمثل بارتفاع تكاليف الوقود أو تكاليف الأيدي العاملة، وطول مدة الركود الاقتصادي..... وغيرها من العوامل الأخرى[1].

هناك أساليب إحصائية أخرى تستخدم لقياس معامل بيتا محفظة الأوراق المالية تتمثل بنسبة المخاطرة النظامية إلى المخاطرة الكلية "نسبة التباين المشترك بين عائد محفظة الأوراق المالية وعائد السوق إلى تباين محفظة السوق"[2]

$$B_i = \frac{Cov(R_i \, , \, R_m)}{V \, R_m}$$

إذ أن:

Cov(Ri ,Rm): التباين المشترك بين عائد محفظة الأوراق المالية وعائد السوق.

V Rm: تباين عائد محفظة السوق.

إن التباين المشترك يحسب وفق النموذج التالي:

$$cov(R_i, R_m) = Cc_{im} * S_i * S_m$$

Cc_{im}: معامل الارتباط بين محفظة الأوراق المالية i ومحفظة السوق m.

S_i: الانحراف المعياري لمحفظة الأوراق المالية i.

S_z: الانحراف المعياري لمحفظة السوق m.

[1] - Mclaney, E J, 2000, Business Finance-Theory And Practice, 5th ed. Financial Times Prentice Hall, p175.
[2]- Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco, 1996, Capital Market, Prentice Hall Upper Seddle River, New Jersey, p197.

أما معامل الارتباط بين المحفظتين i و m فيتم احتسابه كما يلي:

$$Cc_{im} = \frac{\sum(i - E(R_i))(m - E(R_m))}{nS_i S_m}$$

Cc_{im}: معامل الارتباط بين المحفظتين i و m.

i: معدل العائد على الورقة المالية في المحفظة i.

m: معدل العائد على الورقة المالية في محفظة السوق m.

$E(R_i)$: متوسط العائد (العائد المتوقع) على محفظة الأوراق المالية i.

$E(R_m)$: متوسط العائد (العائد المتوقع) على محفظة السوق m.

n: عدد المشاهدات.

ومن مميزات مؤشر معامل بيتا"مقياس المخاطرة النظامية" أنه مفيد في مقارنة المخاطرة النظامية النسبية لمختلف الأوراق المالية، كما يستعمل من قبل المستثمرين لتقدير المخاطرة النظامية للأوراق المالية.

وبدوره فإن معامل بيتا الخاص بالمحفظة يمكن التعبير عنه بمتوسط قيم معاملات بيتا للأوراق المالية المكونة للمحفظة، مثقلة بوزن كل ورقة مالية ضمن المحفظة الاستثمارية وفق المعادلة التالية:

$$Bp = W_1B_1 + W_2B_2 + \ldots\ldots\ldots\ldots W_nB_n = \sum_{i=1}^{n} W_iB_i$$

إذ أن:

Bp : هي (بيتا) المحفظة و هي تعكس مدى التقلبات للمحفظة و علاقتها بالسوق .

W_i : هي جزء من المحفظة المستثمرة في i^{Th} الأسهم.

B_i : هي معامل (بيتا) في i^{Th} الأسهم

وبالتالي فإن معامل بيتا لمحفظة استثمارية مؤلفة من جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق تساوي الواحد الصحيح. وعندما تكون المحفظة الاستثمارية مؤلفة من مقادير متساوية من الاستثمارات في كل من الأوراق المالية المكونة لها، فإن بيتا المحفظة ببساطة هي عبارة عن المتوسط غير المثقل لمعاملات بيتا الخاصة بالأوراق المالية المكونة لها[1].

[1] - Weston, J., Fred, Besley, Scott and Brigham, f.., Eugene, 1996, Essential Of Corporate Finance, 11th ed. the Dryden press, p166.

ويستنتج الباحث مما سبق:

١- إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يرشدنا إلى مقدار العائد المتوقع الممكن الحصول عليه من استثمار ما أي العائد المؤكد الخالي من المخاطرة مضافاً إليه عائد إضافي يدل على المخاطرة التي سيتحملها المستثمر والمتمثلة بعلاوة المخاطرة التي تتأثر بمعامل بيتا للمخاطر النظامية، فكلما زادت بيتا زادت علاوة المخاطرة وازداد بالتالي العائد.

٢- إن هذا النموذج يبين أن المخاطرة التي يتحملها المستثمر هي المخاطرة النظامية المقاسة بالبيتا ولا يقبل المستثمر تحمل هذه المخاطرة إلا إذا كان ذلك مقابل عائد يعوضه عن مقدار التضحية بقبول المخاطرة، ولا يهتم هذا النموذج كما ذكرنا سابقاً بالمخاطرة غير المنتظمة باعتبار أنه يمكن السيطرة عليها من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية.

٣- يُستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لاستخراج عائد المحفظة الاستثمارية وتحديد مدى كفاءتها.

خامساً: تنويع المحفظة الاستثمارية

١- مفهوم التنويع:

يعد قرار المزج أو تنويع المحفظة الاستثمارية من القرارات الإستراتيجية لإدارة المحفظة الاستثمارية لأنه يأخذ بعين الاعتبار كل الظروف المحيطة بالأدوات الاستثمارية المختارة، كما أنه يجب أن يتطلع إلى اتخاذ قرارات التعديل أو التغيير لهذه الأدوات خلال فترة الاحتفاظ فيها، وأن يكون هذا التعديل في الوقت المناسب أي اتخاذ قرار الشراء والبيع في الوقت المناسب وحسب الظروف الاقتصادية والسياسية والمالية للبيئة المحيطة بالمحفظة الاستثمارية استناداً إلى المؤشرات وعمليات التحليل. ونستطيع القول أن التنويع هو الخطوة الأولى التي على أساسها يتم بناء المحفظة الاستثمارية.

وعليه لا بد من القول إن مبدأ عملية التنويع يقوم على أساس تعدد وتنويع المحفظة من أدوات وجهات مصدرة للأوراق المالية ومن حيث الشركات أو القطاعات أو المجالات الاستثمارية المحلية والدولية. كذلك يشمل التنويع أيضاً الاستثمار في أكثر من سوق وفي أكثر من دولة بالإضافة للاستثمار في أدوات استثمارية من آجال مختلفة ويؤدي التنويع إلى تخفيض مخاطر الاستثمار وإلى انخفاض درجة المخاطرة التي تتعرض لها عوائد المحفظة الاستثمارية وخاصة المخاطرة غير النظامية[١].

[١] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٢٤.

وتشير نتائج الدراسات والتجارب التطبيقية إلى أن الانحراف المعياري لعائد أي ورقة مالية من الأوراق المالية للمحفظة الاستثمارية هو أكبر من الانحراف المعياري لعائد المحفظة ككل. وأن العائد الوسطي للورقة المالية الواحدة أقل من العائد الوسطي للمحفظة ككل، إن المخاطرة الكلية (التي نعبر عنها بالانحراف المعياري للعائد) تتألف من المخاطرة التي يمكن تجنبها بالتنويع (المخاطرة غير المنتظمة)، والمخاطرة التي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع (المخاطرة المنتظمة). وينتج التنويع عن طريق تجميع الأوراق المالية التي تكون عوائدها غير مرتبطة بالكامل مع بعضها البعض بهدف تقليل مخاطرة المحفظة. إن عائد المحفظة هو عبارة عن المتوسط المثقل لعوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة. لذلك فإن التنويع لن يؤثر على عائد المحفظة، لكنه سيقلل من درجة تباين العوائد[١]، وعلى العموم، كلما قل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية، كان أثر التنويع في تقليل درجة اختلاف العوائد أكبر، وذلك بغض النظر عن المخاطرة التي تمثلها كل ورقة مالية على انفراد.

كما أن التنويع بشكل عام يؤدي إلى تقليل التقلبات في المحفظة و بالتالي درجة المخاطرة التي يتعرض إليها عائد المحفظة من خلال تكوين محافظ من الأوراق المالية تكون عوائد الأدوات المالية فيها قليلة الارتباط فيما بينها[٢].

ومن هنا فقد قدمت نظرية المحفظة لـ Markowitz مفهوم التنويع باستخدام درجة الارتباط بين عوائد الأصول. ومعنى الارتباط هو درجة التناغم بين سلوك العوائد لهذه الأصول. والارتباط يقاس بمعامل إحصائي تقع قيمته بين +١ وهو ارتباط إيجابي كامل و −١ وهو ارتباط سلبي كامل. وكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار أقرب إلى −١ يكون التنويع أفضل ويعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطرة، فعلى سبيل المثال إذا كان معامل الارتباط بين سهمين −١، فإن انخفاض السهم الأول بمقدار ١٠٪ يؤدي لارتفاع السهم الثاني بمقدار ١٠٪، أما إذا كان الارتباط أقرب إلى +١ % فإن اثر التنويع يكون محدود جداً وتكون درجة انخفاض المخاطرة قليلة جداً، فعلى سبيل المثال إذا كان معامل الارتباط بين سهمين +١ فإن انخفاض السهم الأول بمقدار ١٠٪ يؤدي لتراجع السهم الثاني بمعدل ١٠٪[٣].

---

[1]-Johnson , Hazel, 2000, Global Finincial Institutions And Markets, Black Well Business, p119.

[٢]- نفس المرجع السابق ص ١١٩.

[٣]– حطاب، سامي، ٢٠٠٧، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع في أبو ظبي، آذار، ص١١.

٢ – طرائق تنويع محفظة الأوراق المالية:

هناك عدة طرق لتنويع محفظة الأوراق المالية تؤدي إلى تخفيض مخاطرة المحفظة, وسيتم عرض عدد من هذه الأساليب وفق الآتي:

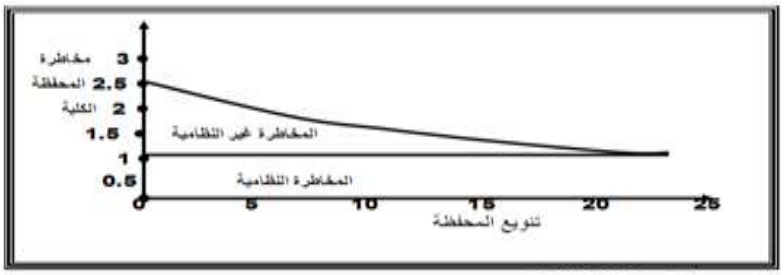
◈ التنويع البسيط:

يقوم التنويع البسيط على عملية انتقاء غير مبنية على دراسة الخصائص المميزة للاستثمارات التي سيتم إضافتها إلى عناصر المحفظة، وبمعنى آخر "شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بالاعتبار حجم المنشأة، العوائد المتوقعة، تصنيف الصناعة التي تنتمي إليها، أو الانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة"[١].

ويقوم هذا الأسلوب على مبدأ أساسي يتمثل في أن كل زيادة في تنويع الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة تعمل على تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض إليها العائد ويمكن الإفادة من الشكل (٩) لتمثيل هذا الأسلوب فالزيادة في عدد أنواع الأسهم تظهر بصورة انخفاض في درجة المخاطرة, فتنخفض المخاطرة غير النظامية عند زيادة هذا العدد ومن ثم المخاطرة الكلية للمحفظة, وتقتصر مخاطرة المحفظة في هذه الحالة على المخاطرة النظامية التي لا يمكن للمستثمر أن يتجنبها بغض النظر عن مقدار التنويع الذي يقوم به.

[١]– الراوي، خالد وهيب، ٢٠٠٨، إدارة المخاطرة المالية، دار الميسرة للنشر، عمان، الأردن، ص١٩٢.

الشكل رقم(٩): العلاقة بين درجة المخاطرة وتنويع المحفظة



المصدر: العاني، 2002: 84

ويقوم المستثمر وفقاً لهذا الأسلوب باختيارات عشوائية ذات أوزان نسبية متساوية تحقق إمكانية تقليل المخاطرة في المحفظة الاستثمارية.

ومن المآخذ على أسلوب التنويع البسيط أن تعدد الأصول أو الأدوات وتنوع أشكالها وقطاعاتها يتطلب متابعة ومراقبة مستمرة من المتخصصين في الأعمال والأنشطة والقطاعات والرقابة المستمرة على أعمال الشركات المصدرة لهذه الأدوات ما يزيد من صعوبة القيام بعمليات التحليل (نتيجة فقدان إدارة المحفظة التركيز المطلوب عند اتخاذ القرار بسبب عدم وجود الخبرات لديها في كل القطاعات الإنتاجية ومختلف الأدوات الاستثمارية التي تحتفظ فيها داخل المحفظة[١]) ويرفع من كلفتها (نتيجة إبرام عدد كبير من عقود الشراء ما يؤدي إلى تكاليف خاصة بالعمولات المدفوعة على هذه العقود) وبالتالي تصبح عملية التنويع غير مجدية لأن ارتفاع التكاليف يؤدي إلى تقليل العائد جراء عملية التنويع نفسها.

◈ التنويع بأسلوب ماركوتيز:

استخدم هاري ماركوتيز نظرية جديدة في تشكيل المحفظة المالية تقوم على الجمع بين مبدأي العائد والمخاطرة معاً، بحيث تؤدي هذه العملية في النهاية إلى ضمان عائد لمالك المحفظة وتجنبه المخاطرة التي يتعرض لها الآخرون. وقد قامت النظرية على الفرضيتين التاليتين:

- إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الاستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتعرض عائده لأقل قدر من المخاطرة.

[١] - آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٢٥، ٣٢٦.

- إذا تساوى حجم المخاطرة للبدائل الاستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أكبر مستوى من العائد[١].

ويعرف أسلوب ماركوتيز على أنه" مجموع الأصول التي ترتبط فيما بينها بأقل من الارتباط الموجب الكامل (أقل من +١) حيث تقلل هذه الأصول مخاطرة المحفظة دون يؤثر ذلك على عائد المحفظة، والمخاطرة التي يقللها التنويع هنا هي المخاطرة غير النظامية"[٢] وكذلك يطلق على هذا التنويع أيضا بالتنويع الكفؤ.

ويعد (ماركوتيز, ١٩٥٢) أول من طور مفهوم تنويع المحفظة بطرائق منهجية، وقد لاحظ عن طريق القياس الكمي لماذا وكيف يعمل تنويع المحفظة في تقليل المخاطرة في محفظة المستثمر، وقد حاول تنظيم أفكاره وتطبيقاته في أكثر من أسلوب منهجي **وأجاب عن السؤال الأساسي:** هل مخاطرة المحفظة تساوي مجموعة مخاطر الأوراق المالية الفردية التي تتضمنها؟

إن (ماركوتيز) هو أول من طور مقياس محدد لقياس مخاطرة المحفظة، واشتق العائد المتوقع والمخاطرة استناداً لمفهوم التباين المشترك للمحفظة (معامل الارتباط الذي يوضح العلاقة بين عوائد الأدوات الاستثمارية في المحفظة).

وأوضح ما ركوتيز أهمية معامل الارتباط بين الأصول كأساس في عملية التنويع، حيث أن معامل الارتباط يقيس العلاقة بين الاتجاهات الهبوطية أو الصعودية لعوائد الأدوات الاستثمارية في المحفظة، وكلما كان هنالك تنوع في المحفظة كلما أدى ذلك إلى تقليل المخاطرة، ولكن هذا الموضوع نسبي ويتعلق بطبيعة الأدوات الاستثمارية التي يتم اختيارها في المحفظة الاستثمارية.

وبما أن مخاطرة المحفظة " وفقاً لماركوتيز" هي ليست المعدل الموزون لمخاطر الأوراق المالية الفردية, فإنه لابد من حساب العلاقة المتبادلة مابين عوائد الأوراق المالية من أجل حساب مخاطرة المحفظة، حتى نتمكن من تقليل هذه المخاطرة إلى أدنى مستوى لمستوى معين من العائد[٣].

---

[١]– كنعان، علي، ٢٠٠٦، الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص١١٠.

[2] -Francis, Jack Clerk,1991, Investment-Analysis And Management, 5th ed. Mc Graw, p234.

[3]- Jones, Charles, 2000 , Investment, 7th ed. John Wiley And Sons, p166, 167.

إن تنويع ماركوتيز هو أكثر تحليلاً ومنهجية من الناحية العلمية بالمقارنة مع التنويع البسيط، لأنه يأخذ بالاعتبار درجة الارتباط بين الأصول في المحفظة، حيث أنه كلما كان هذا الارتباط ما بين الأصول دون مستوى الارتباط الموجب الكامل، يكون التنويع أكثر قدرة على تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية.

◈ التنويع الدولي:

من الممكن تقليل المخاطرة عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية من خلال شراء الأوراق المالية الصادرة ضمن حدود الدولة الواحدة. كما أنه من الممكن تقليل المخاطرة بصورة أكبر من خلال الاستثمار الدولي (شراء الأوراق المالية الصادرة في عدد من الأسواق الدولية)، لذلك يعرف التنويع الدولي بأنه "القيام بانتقاء استثمارات خارج حدود الدولة أو خارج البورصات المحلية، بهدف الحصول على أصول لا ترتبط مع بعضها البعض بنفس الأداء أو بنفس الدرجة التي تنجم عن الاستثمار في سوق واحد فقط، ما يؤدي بالنتيجة إلى انخفاض درجة المخاطرة كلما كبر حجم المحفظة الاستثمارية الدولية"[١]،

وعند اتخاذ القرار المتعلق بتكوين محفظة استثمارية دولية تتضمن أصولاً متنوعة، فإنه يجب أن نقرر ما تحمله هذه المحفظة من فوائد محتملة ومخاطر تتعلق بتحركات العملات[٢]، والتغيرات المعاكسة التي تتعرض لها المشتقات المالية[٣] والتي يقوم المستثمر بالاستثمار فيها بهدف التحوط من المخاطرة النظامية الناجمة عن السوق كأسعار الصرف والفائدة[٤].

وعليه هنالك أسس تعتمد في عملية تنويع المحفظة الاستثمارية الدولية لتحقيق نتائج أفضل بالمقارنة مع عملية الاستثمار في محفظة استثمارية محلية منوعة (حيث يتم بناءً على هذه الأسس تحديد الكمية المطلوبة من الأصول الأجنبية في المحفظة الاستثمارية) وهذه الأسس هي:

---

[١]– الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٣٢.

[٢]- على سبيل المثال قد يشتري مستثمر في منطقة اليورو سندات خزينة أمريكية ويتعرض سعر صرف الدولار للتراجع مقابل اليورو ما ينعكس سلباً على قيمة هذه السندات والعكس صحيح.

٣- فمثلاً قد نبرم عقد شراء آجل لشراء مليون يورو بعد شهر عند مستوى ١.٣٥٥٥$، بهدف التحوط من مخاطر ارتفاع قيمة اليورو، إلا أن اليورو قد تراجع بخلاف التوقعات إلى مستوى ١.٣٤ $ لليورو، الأمر الذي سيتسبب بخسائر مقدارها (١.٣٥٥٥$–١.٣٤$)*١مليون يورو).

[٤]- العاني, محمد علي عبد اللطيف، ٢٠٠٢، اندماج الأسواق المالية الدولية – أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بغداد, بيت الحكمة, ص٨٧–٨٨.

➢ إن الاستثمار في الأصول المالية الخارجية يجب أن يقلل من انحراف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع للمحفظة، ويمكن الحصول على انحراف معدل العائد من خلال مقياس التباين(مربع الانحراف المعياري) وحينما يحقق الاستثمار الدولي أدنى مستوى من الانحراف في معدل العائد فإنه يكون مفضلاً على الاستثمار المحلي.

➢ درجة الارتباط ونوعه بين عوائد الأصول المحلية وعوائد الأصول الأجنبية، وهذا ما أشار إليه (ماركويتز) حيث تنخفض درجة مخاطرة المحفظة كلما كان الارتباط بين الأصول في المحفظة أقل من +١، وبالتالي نختار التنويع عن طرق الاستثمار الدولي كلما حقق هذه الميزة (أن يكون معامل الارتباط بين الأصول أقل من +١) بصورة أفضل من الاستثمار المحلي.

➢ التوليفة بين العائد والمخاطرة التي يختارها المستثمر من بين العديد من التوليفات، فحينما نستطيع الحصول على أعلى عائد عند أدنى مستوى من المخاطرة من خلال الاستثمار الدولي بالمقارنة مع الاستثمار المحلي، فإننا نتجه نحو تنويع الاستثمار في المحفظة عن طريق شراء الأصول المالية الأجنبية بالمقارنة مع الأصول المالية المحلية[١].

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن قرار المستثمر في تكوين محفظته الاستثمارية الدولية يتأثر بعدد من العوامل أهمها:

- **أسعار الضريبة (معدل الضريبة المفروض على الأرباح):** يتأثر العائد الصافي من الاستثمار الأجنبي بالنظام الضريبي في الداخل والخارج على حد سواء, فالنظام الضريبي المتشدد (أي النظام الذي يفرض ضرائب كثيرة ومتنوعة بأسعار مرتفعة) يؤدي إلى تراجع العائد الصافي على الاستثمار, ما يشجع المستثمر على الانتقال نحو الخارج بحثاً عن نظام ضريبي أكثر تحرراً يسمح له بتحقيق معدل أكبر من العائد، إذ أن هناك اختلافاً في النظام الضريبي بين دولة وأخرى. ويفضل المستثمرون عادةً الاستثمار في دول يكون فيها معدل الضريبة المفروض على عائد الدخل منخفض، حيث يقوم المستثمرون بتقييم الأرباح المحتملة بعد اقتطاع الضريبة المفروضة على أرباح الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية.
- **أسعار الفائدة:** تعد أسعار الفائدة العامل الرئيسي لانتقال رؤوس الأموال لا سيما على المستوى الدولي, إذ يتجه رأس المال عادةً من المنطقة ذات الفائدة المنخفضة نحو المنطقة ذات الفائدة المرتفعة, ويقوم المستثمر باتخاذ القرار المتعلق بالاستثمار الدولي بالمقارنة بين العائد الحدي المتوقع والكلفة الحدية لرأس المال، كما أنه إذا كان

[١]- الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص٦١.

العائد الحدي في الخارج أكبر بالمقارنة مع الداخل وبافتراض تساوي الكلفة الحدية لرأس المال في كلتا المنطقتين لنفس الاستثمار فإن المستثمر يتجه نحو الاستثمار الخارجي.

لذلك فإن المحفظة الاستثمارية الدولية تتأثر بشكل كبير بأسعار الفائدة، فالمستثمر عادةً ما يتوجه لتكوين محفظته عن طريق الاستثمار في الدول التي تقدم مستويات مرتفعة من أسعار الفائدة بالمقارنة مع الدول ذات أسعار الفائدة المنخفضة، فمثلاً: إذا رغب المستثمر في تخصيص جزء من محفظته للاستثمار في الودائع فإنه سيختار الدول التي تعطي مستويات أعلى من الفائدة بالمقارنة مع الدول الأخرى، طالما أنه لا يتوقع انخفاضاً في قيمة العملات المحلية لتلك الدول (مثلاً: الاستثمار في العملات العربية الخليجية ذات سعر الفائدة المرتفع بالمقارنة مع الدول الأخرى، كما تتميز هذه العملات بالاستقرار النسبي في سعر صرفها تجاه الدولار الأمريكي ما يشكل عامل جذب للمستثمرين). كما أن المستثمر سيتجه لإدارة محفظته عن طريق شراء عملات الدول التي يتوقع أن يرتفع سعر الفائدة عليها ما يؤدي لارتفاع سعر صرفها مقابل العملات الأخرى ما يحقق له المكاسب[١].

- **أسعار الصرف:** يمثل سعر الصرف المرآة التي تعكس مستويات الأسعار المحلية للمستثمرين والمتعاملين الأجانب، كذلك يعد من أهم محددات الاستثمار الدولي، حيث أن أي تغير في سعر الصرف يؤثر على أسعار الأصول وعوائدها لذا فإن عدم استقرار سعر الصرف سوف ينعكس على عدم استقرار عوائد الأصول, كما أن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض عوائد الأصول بالنسبة للمستثمرين الأجانب[٢].

لذلك يتجه المستثمرون لإدارة محفظتهم الاستثمارية عن طريق الاستثمار في أصول الدول التي يتوقع أن ترتفع قيمة عملتها الوطنية، ما يؤدي بالنتيجة لارتفاع قيمة الأصول التي تقيم بالعملة المحلية للدولة المستثمر فيها ما يحقق المكاسب للمستثمر الأجنبي (مثلاً: إن توقع ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي يدفع المستثمر لشراء الأسهم والسندات في الولايات المتحدة الأمريكية لتحقيق الأرباح من فروقات أسعار الصرف، كما يدفعه ذلك أيضاً لشراء عقود خيارات شراء على الدولار الأمريكي)[٣].

---

[١]– مطر, محمد، ١٩٩٩، إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر, ص١٢٦.

[٢]– الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص٦٠.

[٣]– مطر, محمد، ١٩٩٩، إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر, ص١٢٧.

إن مدى تأثير تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية على معدل عائد المحفظة الاستثمارية الدولية يتوقف على الوزن النسبي للعملات الأجنبية المستثمر فيها بالنسبة إلى القيمة الإجمالية لأصول المحفظة من جهة، وكذلك على سلة العملات التي يرتبط بها سعر صرف العملة المحلية من جهة أخرى (فمثلاً: إذا كانت قيمة العملة الوطنية مرتبطة بشكل مباشر وكامل بعملة أجنبية واحدة كالدولار الأمريكي فإن انخفاض الدولار في أسواق الصرف الخارجية يوازيه انخفاض في قيمة العملة الوطنية بنفس المقدار وبالتالي سيتعرض المستثمر لخسائر جراء تراجع قيمة الدولار الأمريكي، بينما في المقابل إذا كانت قيمة العملة الوطنية ترتبط بسلة من العملات كاليورو والدولار فإن أثر تراجع قيمة الدولار لن يكون كبيراً على قيمة العملة الوطنية نظراً لارتباطها بسلة من العملات ما يخفض من مخاطر تقلبات أسعار الصرف، فالتراجع في قيمة الدولار يوازيه ارتفاع في قيمة اليورو "حيث يعد الدولار واليورو عملتين متناظرتين".

- **معدلات التضخم:** يؤثر معدل التضخم على القيمة الاسمية للنقود وبالتالي على القيمة الاسمية للاستثمار بالمقارنة مع القيمة الحقيقية فقد يتساوى معدل العائد على الاستثمار من حيث القيمة الاسمية في سوقين مختلفين إلا أن القيمة الحقيقية للعائد قد تكون مختلفة. ويعزى ذلك إلى وجود اختلاف في معدل التضخم بين السوقين, لذا يفضل المستثمر عادةً العمل في سوق ذات معدل تضخم منخفض لتحقيق مستوى أعلى من العائد الحقيقي[1].

لذلك فإن الاستثمار الدولي يتأثر بمعدل التضخم في الدول المراد الاستثمار فيها، حيث يؤدي ارتفاع معدل التضخم فوق مستوياته المستهدفة من قبل المصرف المركزي إلى ما يعرف بمخاطرة انخفاض القوة الشرائية ويقصد بتلك المخاطرة احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة ارتفاع معدلات التضخم. فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين فيما لو ارتفعت معدلات التضخم. وعادةً ما تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات المالية، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض ما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار بالمقارنة مع العائد الاسمي لهذا العائد[2].

---

[1]– الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء، ص٦١.

[2]– خريوش، حسني علي و رضا أرشيد، عبد المعطي، ١٩٩٩، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٤٤.

- **المخاطرة السياسية:** يقصد بالمخاطرة السياسية المخاطرة التي تؤدي إلى تذبذب العوائد بسبب التغيير في السياسات والقرارات الحكومية نتيجة عدم الاستقرار السياسي أو الاقتصادي، فقد تغير الحكومة من سياستها النقدية أو المالية، وقد تضع قيوداً إضافية على تحويل العملة للخارج أو حتى قد تمنع عملية التحويل كلياً، وقد تفرض الحكومة ضرائب جديدة، وقد تتبع الحكومة سياسة مصادرة أملاك الأجانب أو التأميم ما يؤثر بالنتيجة على توجه المستثمرين لإدارة محافظهم عن طريق الاستثمار في الأصول المالية لتلك الدول[1].
- **كفاءة السوق:** يبحث المستثمر دائماً عن الأسواق المالية التي تتمتع بدرجة سيولة عالية, حيث تعكس هذه الأسواق سرعة تداول الأوراق المالية إذ يستطيع المستثمرون من خلالها الحصول على أرباح إضافية, ويبتعد المستثمرون عن الأسواق التي تعاني من ضعف في السيولة والتي تؤدي إلى تباطؤ معدل دوران رأس المال المستثمر, ما يتسبب بانخفاض معدل الأرباح المتوقعة فضلاً عن احتمال حصول خسارة.

لذلك تلعب كفاءة السوق التي يدير المستثمر الأجنبي محفظته عن طريق شراء الأوراق المالية المتداولة فيها دوراً كبيراً في اتخاذ قرار الاستثمار الدولي. ويقصد بكفاءة السوق "أن سوق الأوراق المالية تتميز بالقدرة على استيعاب المعلومات المالية المتاحة من المصادر المختلفة والاستفادة من هذه المعلومات في تحديد أسعار الأسهم والسندات المتداولة".

فوفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية في السوق على وجه السرعة، لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه. وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فمن المنطقي أن لا يتحقق لأي منهم السبق في الحصول على تلك المعلومات أو تحليلها، ومن ثم فلن تتاح لأي مستثمر فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وإذا ما حدث هذا فيكون مرجعه الصدفة وحدها، وفي بعض الأحيان السرعة في التصرف واتخاذ القرار.

إضافة إلى أن السوق الكفء يتطلب عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجيدة الواردة إلى السوق وبين الوصول لنتائج محددة بشأن سعر الأداة المالية بما يضمن تغييراً فورياً في السعر كرد فعل لما تحمله تلك المعلومات من أنباء مؤثرة. هذا يعني عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، أي أن الفرص

[1]– مطر, محمد، ١٩٩٩، إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر, ص١٢٧.

متساوية أمام الجميع. هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه اسم الكفاءة الكاملة والذي يجب أن يحقق الشروط التالية:

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في نفس الوقت وبدون تكاليف، وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات جميع المستثمرين متماثلة نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم. وتَأثُّر أسعار الأوراق المالية بجميع المعلومات المتاحة يتم بسرعة وسلاسة.
- لا توجد أي قيود على التعامل، فلا تكاليف للمعاملات والصفقات أو ضرائب، فيمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أية كمية من الأوراق المالية بسهولة.
- هنالك عدد كبير من المستثمرين، وتصرفات كل واحد منهم على حدة لا تؤثر على أسعار الأوراق المالية في السوق، وهذا يعني انه على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.
- أن المستثمرين يتصفون بالرشد، كما أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء توظيف ثرواتهم.

وبما أن سوق الأوراق المالية قد تكون كفوءة بشكل كبير أو متوسط أو ضعيف، فإن أحد الصفات الهامة للسوق التي يأخذها المستثمر الأجنبي بالاعتبار عند القيام بالاستثمار الدولي، هي مدى قدرة الأسعار في السوق على أن تعكس بسرعة كافة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيها[1].

وتجدر الإشارة إلى أن الاستثمارات الدولية تتجه عادةً إلى الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والودائع والمشتقات المالية، وذلك كوسيلة لتنويع المحفظة الاستثمارية بهدف تخفيض المخاطرة بالإضافة للحصول على عوائد أكبر. إن نظرية التنويع الدولي للاستثمارات هي التي تعطينا التبرير المنطقي لحركة الاستثمارات الدولية إذ أن عوائد مختلف الأسهم والسندات والأصول الأجنبية ليست خاضعة لنفس الدرجة من المخاطرة وبالتالي فمخاطر المحفظة الاستثمارية ستكون أقل من متوسط مخاطر مكوناتها[2].

---

[1]- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٣٤.

[2]- خريوش، حسني علي و رضا أرشيد، عبد المعطي، ١٩٩٩، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص١٩٦، ١٩٧، ١٩٨.

ومن المهم أن يأخذ المستثمر بالاعتبار موضوع التنويع الدولي عند اتخاذ قرار تشكيل محفظته الاستثمارية الدولية, حيث يقدم التنويع الدولي للمستثمر الأجنبي أفضل الفرص الاستثمارية كما يقدم له تعظيم العائد عند أقل مستوى من المخاطرة عن طريق اختيار عدد من الأدوات المالية في محفظته التي تمتاز بانخفاض درجة الارتباط فيما بينها[1].

إلا أن على المستثمر من ناحية أخرى أن يتوخى الحذر إزاء المخاطرة السوقية التي تنجم عن الاستثمار الدولي والتي لا يمكن إزالتها عن طريق التنويع كمخاطرة تقلب أسعار صرف العملات، ومخاطرة أسعار الفائدة والمخاطرة الائتمانية والمخاطرة السياسية التي تأتي من إمكانية أن تتخذ حكومة الدولة المضيفة إجراءات تؤذي المستثمرين الأجانب مثلاً كأن تحاول الدولة المضيفة منع حصول المستثمرين الأجانب على الأرباح أو تأميم أصولهم أو تفرض قيوداً على تحويل العملة[2].

لذلك يتوجب على المستثمرين اتخاذ القرار المتعلق بإدارة المحفظة الاستثمارية بما يضمن تحقيق أعلى عائد عند أدنى مستوى من المخاطرة, وهذا القرار يجب أن يبنى على أساس تحديد الأولويات والأهداف التي ينشدها المستثمر من الاستثمار الدولي.

[1]- Carlson, Charles B,1998,The Individual Investor Revolution, Mc Grraw – Hill Companies, p85.

[2]- Gitman, Lawrance, J, 2000, Principles Of Managerial Finance, 9th ed. N.Y, Donnelly And Sons Company, p254 .

المبحث الثالث

تحليل أداء المحفظة الاستثمارية الدولية

يتناول هذا المبحث ثلاثة محاور، خصص الأول منها لبيان مفهوم المخاطرة، في حين خصص المحور الثاني لبيان مفهوم العائد، بينما خصص المحور الثالث لبيان الطرق المتبعة في تقييم وقياس أداء المحفظة الاستثمارية.

أولاً: المخاطرة

أ- مفهوم المخاطرة:

يؤكد لنا الواقع بأننا نعمل في ظروف تتسم بقدر من عدم التأكد بالنسبة للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً وفي ظل هذه الظروف فإنه لا يمكن تحديد حجم العائد المتوقع بدقة، ومن هنا تنبع أهمية دراسة المخاطرة في الاستثمارات التي ترتبط باحتمال وقوع الخسائر، نتيجة عدم تحقيق العوائد المتوقع الحصول عليها مستقبلاً. فكلما زاد احتمال وقوع الخسائر كلما كان الاستثمار أكثر خطورة والعكس صحيح. لأن العائد هو العنصر الأساسي في الاستثمار ونستطيع تقدير المخاطرة من خلال ربط العنصر الكمي للمخاطر والمتمثل بدرجة المخاطرة بمعدل العائد على الاستثمار.

وبما أنه من الصعب تحديد معدل العائد المتوقع الحصول عليه بدقة، فإن على المستثمر وضع إطار للتوزيع الاحتمالي للعائد وهذا التوزيع يتضمن جانبين الأول: هو مقدار العائد المحتمل الحصول عليه والثاني: هو مقدار المخاطرة التي يتعرض لها العائد المطلوب، وهذان المتغيران هما أساس اتخاذ القرار الاستثماري، فالمخاطرة هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار وبذلك نستطيع القول بأن المخاطرة هي مقدار التغيير الحاصل في العوائد المتوقعة في المستقبل بسبب ظروف المشروع أو بسبب الظروف الخارجة عن سيطرته.

وتعرف المخاطرة بأنها " التغير في العائد الفعلي مقارنة بالعائد المتوقع" فكلما كان التغير أكبر كان خطر الاستثمار أعلى والعكس صحيح.

ويعرف ويبستر المخاطرة بأنها" فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة" وهذا التعريف يمكن أن يكون مقبول ولكنه لا يتطرق إلى قياس المخاطرة[١].

كما تعرف المخاطرة بأنها: عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية المتأتية من الاستثمار. وهناك علاقة طردية بين العائد المطلوب ودرجة المخاطرة، فكلما طلبنا عائداً أعلى كلما ازدادت درجة المخاطرة التي نتحملها، وكلما ازدادت درجة المخاطرة نقوم بطلب عائد أعلى للتعويض عن تحمل مخاطر إضافية. كما أن جميع المستثمرين يسعون لتحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة أو تخفيض المخاطرة إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد .كما أن تجنب المخاطرة لا يعني الهروب منها، فكل استثمار يحتوي على درجة من المخاطرة وبالتالي يجب على المستثمرين دراسة مخاطرة الاستثمار ومعرفة أسبابها وإدارة هذه المخاطرة وليس الهروب منها لأنه لا يمكن إلغائها.

ومن الجدير بالذكر أنه يتوجب على أي مستثمر يرغب بالاستثمار أن يحدد درجة المخاطرة التي يمكنه تقبلها، وذلك على الرغم من صعوبة القيام بتحديد درجة المخاطرة التي يمكن تحملها. لهذا الغرض قامت بعض المؤسسات العالمية المرموقة في مجال الاستثمار بوضع استبيان من تسع نقاط يتم الإجابة عليه من قبل المستثمرين وبناءً على إجابتهم تقوم هذه المؤسسات بتحديد أولي لدرجة المخاطرة التي يمكن أن يتحملها هؤلاء المستثمرين وبناء عليها يقدموا لهم الاستثمارات التي تناسبهم.

ويمكن التعبير عن المخاطرة كذلك بأنها "احتمال انحراف العائد الفعلي على أي نوع من أنواع الاستثمار عن العائد المتوقع"، وتعرف كذلك بأنها "عدم انتظام العوائد"[٢]. وتم تعريف المخاطرة في قاموس (Websters) بأنها "التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة, لذلك فإن المخاطرة تتضمن احتمال حدوث بعض النتائج غير المتوقعة الحدوث".

وترتبط درجة المخاطرة بحالة عدم التأكد، وكلما استطاع المستثمر أن يخفض حالة عدم التأكد الناجمة عن انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع كلما انخفضت درجة المخاطرة[٣]. وعلى الرغم من هذا المفهوم يحاول البعض أن يفرق

---

[١]– آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص١٠٠، ١٠١.

[٢]– خريوش، حسني علي و رضا أرشيد، عبد المعطي، ١٩٩٩، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٤١.

[3]- Binhammer; HH, Sephton, peter S, 1998, Money Banking and the Canadian Financial System, 7th ed. an International Thomson publishing company, p117.

بين الخطر وعدم التأكد على أساس أن الخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين وبالتالي قياس مستوى المخاطرة المتوقعة، في حين أن عدم التأكد يرتبط بتلك المواقف التي لا تتوفر فيها تلك المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير التوزيع الاحتمالي[١]. لكن (Gitman) حاول استخدام مصطلح المخاطرة من خلال ربطه بمصطلح عدم التأكد (الذي يشير إلى التقلب في العوائد المتعلقة بأصل معين), فكلما زاد التأكد بشأن العائد المتحقق لأصل معين, كلما قل التقلب وبذلك تنخفض المخاطرة[٢].

ب- إدارة المخاطرة:

هنالك خطوات تساعد المستثمر على التعامل مع المخاطر المختلفة التي يواجهها وهي[٣]:

١- **الخطوة الأولى:** تحديد المخاطرة التي سيواجهها المستثمر ووضع الخطط لمواجهة هذه المخاطرة والبدائل المتاحة لمعالجتها وتحديد آثارها على الاستثمار والنتائج المتوقعة منها، أي تحديد حجم الانحراف في النتائج جراء حدوث المخاطرة وتحديد إمكانية تجنبها أو التحكم بها.

٢- **الخطوة الثانية:** القيام بتقدير المخاطرة، إذ يتم في هذه المرحلة تقدير عدم التأكد المصاحب لهيكل المشكلة وتحديد العناصر الأساسية المسببة للمخاطر وآثار عدم التأكد وكيفية التعامل معها.

٣- **الخطوة الأخيرة:** مرحلة تقويم المخاطرة وهي مرحلة تحديد المتغيرات المهمة وعناصر المخاطرة التي تؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات وتقييم الحلول للتعامل مع طبيعة كل عنصر من المخاطرة.

وتختلف درجة المخاطرة لكل أداة استثمارية، فهنالك أدوات قليلة المخاطرة مثل الاستثمار في السندات الحكومية وأدوات متوسطة المخاطرة مثل الاستثمار في سندات الشركات، وأدوات مرتفعة المخاطرة مثل الاستثمار في الأسهم نتيجة طول الفترة الزمنية للاستثمار بالإضافة لتأثر العائد الناجم عن الاستثمار بالأسهم بعناصر مختلفة من المخاطرة وارتباط العوائد بظروف السوق.

---

[١]- الحناوي, محمد صالح و عبد السلام، عبد الفتاح، ٢٠٠٠، المؤسسات المالية – البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية, بغداد، ص٢٣٠.

[2]- Gitman, Lawrance, J, 2000, Principles Of Managerial Finance, 9th ed. N.Y, Donnelly And Sons Company, p237, 238.

[3]- Gitman, Lawrance, J, 2000, Principles Of Managerial Finance, 9th ed. N.Y, Donnelly And Sons Company, p237, 238.

جـ- أنواع المخاطرة

تصنف المخاطرة إلى ثلاثة أنواع هي:

١- المخاطرة النظامية أو المنتظمة:

تعرف المخاطرة النظامية بأنها " المخاطرة التي تصيب السوق بمجمله وهي شاملة بطبيعتها مثل مخاطرة سعر الفائدة، مخاطرة السوق"[١]. كما تعرف بأنها المخاطرة التي تؤثر في جميع أنواع الأوراق المالية في السوق ولا يمكن للمستثمر تجنبها وتؤدي في النهاية إلى حدوث تغيير في عائد الأوراق المالية. وهي أيضاً تقلبات عوائد الأصول ونستطيع أن ننسبها إلى عامل اعتيادي أو طبيعي وهي كذلك تدعى بالمخاطرة غير قابلة للتنويـع ومخاطرة السوق [٢].

أما خصائصها فهي:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.
- لا يقتصر تأثيرها في شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط العوامل التي تنتج عن المخاطرة المنتظمة بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالاضطرابات العامة أو حالات الكساد أو التضخم أو ارتفاع معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو الاغتيالات السياسية فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة.

٢- المخاطرة غير النظامية أو غير المنتظمة:

[١]- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٢٨.

[2]- Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco, 1996, Capital Market, Prentice Hall Upper Seddle River, New Jersey, p194.

تُعرف المخاطرة غير النظامية بأنها "المخاطرة التي تحيط بشركات معينة في السوق، مثل المخاطرة القطاعية أو المالية"[١]. أي هي نتيجة لعدة عوامل تؤثر في شركة معينة في السوق منها كفاءة الإدارة، تفضيلات المستهلكين، إضرابات العمال.

ويمكن لمتخذ القرار إلغاء هذا الخطر أو حذفه عن طريق التنويع الجيد للاستثمارات المالية داخل المحفظة[٢]. وهي "الجزء الآخر من تقلبات عائد الأصول الممكنة التنويع لذلك تدعى بالمخاطرة المنوعة أو المخاطرة الخاصة بالشركة أو المخاطرة المستخلفة (المتبقية)"[٣].

وتعرف كذلك بأنها "المخاطرة الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتؤدي إلى حالة من عدم التأكد من عائد الاستثمار فيها وتسمى أيضا مخاطرة الأعمال".

أما خصائصها فتتعلق بشركة أو مصرف أو منشأة معينة مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل ومن الأمثلة على هذا النوع من المخاطرة[٤]:

- حدوث إضراب للعمال في تلك الشركة أو في قطاع معين تنتمي إليه تلك الشركة.
- الأخطاء الإدارية لتلك الشركة.
- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.
- الحملات الإعلانية من المنافسين.
- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة هذه الشركة.
- ظهور قوانين جديدة تؤثر في تلك الشركة.
- مخاطر الدورة التجارية التي تصيب الشركة.
- أسعار المواد الأولية.

٣- المخاطرة الكلية:

---

[١]- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٢٨.

[٢] – العربيد، عصام فهد، ٢٠٠٨، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ص٧٥.

[3]- Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco, 1996, Capital Market, Prentice Hall Upper Seddle River, New Jersey, p194.

[٤]- رمضان, زياد، ١٩٩٨، مبادئ الاستثمار – الحقيقي والمالي، عمان, الأردن, دار وائل للطباعة والنشر, ط١, ص٣٣٣.

تعرف المخاطرة الكلية بأنها "التباين الكلي في معدل عائد الأوراق المالية الفردية أو الشخصية"[1], وهي حاصل جمع عوامل المخاطرة النظامية وغير النظامية, ويمكن بيان ذلك من خلال المعادلة الآتية:

Total Risk = Systematic Risk + Unsystematic Risk

كما يتم التمييز بين المخاطرة النظامية وغير نظامية وفق الشكل (١٠) أدناه[2]:

الشكل رقم(١٠): تصنيف المخاطرة



المصدر: الونداوي، **1999: 33.**

وتتجسد المخاطرة الكلية من خلال عدد من العوامل بعضها يتعلق بالمخاطرة المنتظمة والبعض الآخر يتعلق بالمخاطرة غير المنتظمة ومن أبرزها:

- **مخاطرة أسعار الفائدة:**

وهي عبارة عن التقلب في عائد الورقة المالية الذي يحدثه تغير أسعار الفائدة، فعلى سبيل المثال يتغير العائد على السندات عكساً مع التغير في سعر الفائدة في السوق مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة

[1]- Archer, Stephen,G. Marce Choate and George Racette, 1983,Financial Management, 2nd ed. n .y .John Willey and Sons, p119.

[2] الونداوي، هشام طلعت عبد الحكيم ، ١٩٩٩، إستراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية وأثرها في المخاطرة اللانظامية، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية، ص٣٣.

في السوق إلى تراجع القيمة السوقية للسند ذو سعر الفائدة الثابت وخسارة المستثمر لسعر الفائدة الجديد لأنه لن يتمكن من استرداد أمواله حتى تاريخ استحقاق سداد هذا السند.

◈ **مخاطرة التضخم:**

إن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى تراجع القوة الشرائية للنقود، ما يؤثر بالتالي كثيراً على القيمة الحقيقية للتدفقات النقدية الداخلة إلى المشروع.

◈ **مخاطرة السيولة :**

ترتبط هذه المخاطرة بالسوق الثانوية التي يتم فيها تداول الورقة المالية المعتبرة، وتنجم عن احتمال انخفاض القدرة التسويقية للورقة المالية وصعوبة تحويلها إلى نقود جاهزة للإيفاء بالالتزامات في الوقت المطلوب.

◈ **المخاطرة السياسية :**

ترتبط هذه المخاطرة بطبيعة العلاقات الدولية في أوضاع السلم والحرب والأوضاع السياسية الداخلية للدولة المراد الاستثمار فيها.

◈ **مخاطرة تقلب سعر الصرف :**

هي المخاطرة الناجمة عن تحويل العملة الأجنبية إلى العملة المحلية. إن هذه المخاطرة خاصة بالمؤسسات التي تحتاج في تعاملاتها إلى العالم الخارجي سواء ما فيما يتعلق بالاستثمار المحفظي أو بالمستوردات والصادرات أو بالأرباح التي تحصل عليها من الاستثمارات المباشرة، وبالتالي تتعرض هذه المؤسسات لمخاطر أسعار الصرف من الناحيتين الإيجابية والسلبية.

◈ **المخاطرة القطاعية :**

ترتبط هذه المخاطرة بالقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة صاحبة الأوراق المالية المتداولة. على سبيل المثال يتعرض قطاع صناعة الفولاذ في الولايات المتحدة الأمريكية لمنافسة شديدة عن طريق ما يتم استيراده من الفولاذ الأوربي.

◈ **المخاطرة المالية :**

وهي تنتج عن تزايد اعتماد الشركة على التمويل عن طريق الاقتراض (وهذا ما يدعى بالرفع المالي الذي يمثل نسبة الديون إلى حقوق الملكية)[1].

◈ **مخاطرة سوء الإدارة :**

إن لأخطاء الإدارة آثاراً سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة[2].

د- الحد من المخاطرة (التحوط والتنويع):

يسعى المستثمرون إلى تقليل المخاطرة بطرق شتى, وتعتمد الطريقة على نوع المخاطرة المراد تخفيضها:

١- الحد من المخاطرة النظامية (مخاطر السوق):

في حالات كثيرة يمكن التنبؤ بالمخاطرة النظامية والتخطيط لمواجهتها ويلجأ كثيرون إلى أسلوب التحوط باستعمال المشتقات المالية كعقود المستقبليات وغيرها لمواجهتها بالشكل الملائم.

٢- الحد من المخاطرة غير النظامية (مخاطر الشركة):

وهي مخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنويع عند تكوين المحفظة الاستثمارية أي توزيع مبلغ المحفظة على أصول مختلفة من حيث الأدوات وآجال الاستحقاق وفق أسلوب علمي مدروس[3].

هـ- قياس المخاطرة:

ترتبط المخاطرة بالتشتت الذي قد يصيب العوائد. وهذا التشتت يشير إلى التقلبات التي تحدث في العديد من الجوانب التي من المحتمل أن تؤثر على العوائد الفعلية للاستثمار وتجعلها تنحرف عن العوائد المتوقعة. وانعدام هذه التقلبات تعني بالنتيجة انتفاء المخاطرة، كما هو الحال بالنسبة للعائد على أذونات الخزينة.

---

[1]- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٢٧، ١٢٨.

[2]- خريوش، حسني علي و رضا أرشيد، عبد المعطي، ١٩٩٩، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٤٧.

[3]- رمضان, زياد، ١٩٩٨، مبادئ الاستثمار – الحقيقي والمالي، عمان, الأردن, دار وائل للطباعة والنشر, ط١, ص٣٥٩.

كما أن المقارنة بين مجموعة من الاستثمارات التي تقدم للمستثمر طيفاً واسعاً من العوائد لا تعتمد فقط على استخدام الوسط الحسابي، حيث يحتاج المستثمر إلى توفر قدر من المعلومات عن درجة تقلب العوائد. ويمكن تحديد درجة التقلب في العوائد بناءً على التوزيعات التكرارية للعوائد الناجمة عن كل نوع من أنواع الاستثمارات ويساعد في هذه العملية استخدام الانحراف المعياري وإيجاد الوسط الحسابي والوسط الهندسي لقيم هذه العوائد.

كما أنه عند تحليل مخاطر الاستثمار فإنه لابد من الاهتمام بالمخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية. فبينما تكون المخاطرة على أوراق مالية معينة أمراً مهماً جداً، إلا أن الأهمية تُعطى بالدرجة الأولى للمخاطرة الكلية لمجمل المحفظة الاستثمارية، فعلى سبيل المثال: نفترض أن لدينا أسهماً في شركتين لصناعة المواد الغذائية فإذا تمكنت إحدى الشركتين من تحسين أوضاعها المالية من خلال تحسين حصتها السوقية على حساب الشركة الأخرى فإن القيمة الإجمالية للمحفظة الاستثمارية قد لا تتغير، باعتبار أن الانخفاض في أسهم إحدى الشركتين قد عوضه الارتفاع في أسهم الشركة الأخرى وبالمحصلة لا تتغير القيمة السوقية للمحفظة ككل.

لذلك فإن المستثمر يعطي الأولوية لدرجة المخاطرة على مستوى المحفظة ككل، لذلك فهو يهتم بالأوراق المالية التي سيضيفها إلى المحفظة للحكم عليها بأنها ذات مخاطرة، وذلك من خلال علاقتها بالأوراق المالية الأخرى في المحفظة بالإضافة للاهتمام بدرجة المخاطرة الجديدة التي أضيفت لإجمالي المحفظة الاستثمارية جراء إضافة أوراق مالية جديدة[1].

وفي سياق ذلك قدمت نظرية المحفظة لـ Markowitz طريقة لقياس المخاطرة الكلية التي يمكن أن تصيب الأوراق المالية، ويمكن من خلال ما قدمته النظرية تقدير المخاطرة من خلال الانحراف المعياري الذي يقيس الحجم المطلق للمخاطر ويقيس درجة التشتت في العائد المتوقع. ويتم احتسابه عن طريق الجذر التربيعي لمعدل انحرافات قيم العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع. ويمكن مقارنة عدة استثمارات من حيث درجة المخاطرة بواسطة الانحراف المعياري بشرط تساوي العائد المتوقع لكافة هذه الاستثمارات. وفي حال عدم تساوي العائد المتوقع نقوم بحساب ما يسمى بمعامل الاختلاف لكل استثمار وهو عبارة عن قسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع لكل استثمار ويقيس هذا المعامل مقدار المخاطرة لكل وحدة من العائد ونختار الاستثمار الذي يكون معامل الاختلاف له اقل، وهذا يعني اختيارنا للاستثمار الذي نتحمل فيه مخاطرة اقل لكل وحدة من العائد[2].

---

[1]– الراوي، خالد وهيب، ٢٠٠٨، إدارة المخاطرة المالية، دار الميسرة للنشر، عمان، الأردن، ص١٨٥.

[2]– حطاب، سامي، آذار ٢٠٠٧، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع في أبو ظبي، ص١٩.

ملاحظة

إن المخاطرة الكلية للمحفظة تُقاس عن طريق احتساب التباين أو الانحراف المعياري لعوائد الأصول المالية المكونة لهذه المحفظة، وبالرغم من أن العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية هو عبارة عن الوسطي المثقل للعوائد المتوقعة على كل أصل من الأصول الداخلة في تركيب هذه المحفظة، إلا أن المخاطرة الكلية للمحفظة لا تُحسب بإيجاد الوسطي المثقل للمخاطر المترتبة على الأوراق المالية المكونة للمحفظة، علماً بأن المخاطرة المنتظمة للمحفظة الاستثمارية هي متوسط المخاطرة المنتظمة للأوراق المالية المكونة لها مثقلة بالقيمة السوقية لكل ورقة مالية.

١- الانحراف المعياري والتباين:

إن الانحراف المعياري هو تعبير إحصائي يشير إلى درجة تقلب قيمة ما حول قيمة وسطية، فهو يقيس درجة ابتعاد أو تشتت القيم عن متوسطها.

ويعتبر الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت الذي يهتم بقياس انحراف كل من القيم الملاحظة عن الوسط الحسابي لمجموعة القيم الملاحظة في العينة المدروسة. وبالتالي فهو مقياس موثوق في تحديد درجة المخاطرة الكلية المترتبة على أصل من الأصول أو محفظة من المحافظ الاستثمارية. أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري، ويقاس التباين والانحراف المعياري وفقا للمعادلتين الآتيتين:

$$\text{Variance} = S^2 = \sum_{i=1}^{n} (R_i - E(R_i))^2 p_i$$

إذ أن :

R_i : معدل العائد المتحقق

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع

P_i : التوزيع الاحتمالي للعائد

$$\text{Standard Deviation} = S = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (R_i - E(R_i))^2 p_i}$$

٢- معامل بيتا :

كما أشرنا سابقاً إن معامل بيتا هو عبارة عن مقياس إحصائي لقياس المخاطرة المنتظمة، وهو يقيس حساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق استناداً لها). ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابها بناءً على فترة ستين شهر. فإذا كانت بيتا = ١ فان مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا أكبر من ١ فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق، وإذا كانت بيتا أقل من ١ فان مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.

لذلك يعد معامل بيتا أحد مؤشرات حساسية السوق، الذي يشير إلى درجة حساسية عائد الورقة المالية للتغيرات في عائد السوق، وباعتبار معامل بيتا مقياس للمخاطرة النظامية فإنه يتم احتساب المخاطرة النظامية بجداء معامل بيتا بالانحراف المعياري لعائد السوق وفق المعادلة التالية[١]:

$$SR = B.Sm$$

SR: المخاطرة النظامية.

B: معامل بيتا.

Sm : الانحراف المعياري لعائد السوق.

ويُحسب معامل بيتا بإيجاد نسبة التباين المشترك ما بين عائد المحفظة الاستثمارية (i) وعائد محفظة السوق (M) مقسوماً على تباين محفظة السوق، وفقا للمعادلة الآتية (كما ذكرنا سابقاً)[٢]:

$$B_i = \frac{Cov(R_i \, , \, R_m)}{V \, R_m}$$

إذ أن :

Cov(Ri ,Rm): التباين المشترك بين عائد المحفظة وعائد السوق.

V Rm: تباين عائد محفظة السوق.

[١]– الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٢٤، ١٣٠، ١٥١.

[2]- Weston, Fred, Copeland, Thomas E, 1988, Financial Theory And Corporate Policy, Cassell Educational Limited, p164.

ومعامل (بيتا) للسوق تكون مساوية لـ(١) , وكل قيم (بيتا) الأخرى يتم النظر إليها من خلال مقارنتها بهذه القيمة, وإن (بيتا) الأصول يمكن أن تكون قيماً موجبة أو سالبة, ولكن في الغالب هي قيم موجبة، وغالبية معاملات (بيتا) تقع بين (٠.٥) و (٢) والجدول التالي رقم (١) يوضح ذلك:

جدول رقم(١): قيم معاملات بيتا وتفسيراتها

البيتا	التعليق	تفسيرها
2.0	حركتها باتجاه السوق نفسه	ضعف استجابتها او مخاطرتها للسوق.
1.0		نفس استجابتها او مخاطرتها للسوق.
0.5		فقط نصف استجابتها او مخاطرتها للسوق.
0		لا تتأثر بحركة السوق.
0.5	حركتها بعكس اتجاه السوق	فقط نصف استجابتها او مخاطرتها للسوق.
1.0		نفس استجابتها او مخاطرتها للسوق.
2.0		ضعف استجابتها او مخاطرتها للسوق.

Source Gitman,2000:259

ثانياً: العائد

أ- مفهوم العائد:

يمكننا أن نعرف العائد بأنه "ذلك الدخل المتولد عن الاستثمار"[١]، أو بأنه "المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يتطلع دائماً إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه"[١]، كما يعرف العائد بأنه "الأرباح أو الخسائر الكلية المتحققة من استثمار معين خلال مدة محددة من الزمن"[٢].

[١]- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٢٠.

ب- قياس العائد :

القياس الدقيق للعوائد يجب أن يشمل مكوني العائد وهما الإيراد والتغير في السعر أو ما يسمى بالأرباح أو الخسائر الرأسمالية حيث أن:

العائد الإجمالي = الإيراد + تغير سعر الأداة المالية

ويأخذ عنصر الإيراد قيمة صفرية أو موجبة، في حين أن تغير السعر يأخذ قيمة في مجموعة الأعداد الحقيقية [- ، ٠ ، +] [٣]. ويمكن تمييز ثلاثة أنواع من معدلات العائد وهي:

١- معدل العائد المتحقق:

وهو المعدل الذي يحصل عليه المستثمر فعلياً. ويمكن قياس معدل العائد على الاستثمار بشكل عام كما يلي:

معدل العائد = (القيمة الحالية للاستثمار - القيمة المبدئية للاستثمار) / القيمة المبدئية للاستثمار

أما بالنسبة للاستثمار بالأسهم فإن معدل العائد هو:

معدل العائد = (سعر بيع السهم + التوزيعات النقدية – سعر شراء السهم) / سعر شراء السهم

وفي حال قيام الشركة بتوزيع أسهم مجانية خلال فترة اقتناء السهم فإن هذا يتم أخذه بعين الاعتبار عند حساب معدل العائد، وذلك من خلال حساب قيمة الأسهم عند الشراء وقيمة أي توزيعات نقدية تم الحصول عليها وقيمة الأسهم عند البيع مع الأخذ بعين الاعتبار الأسهم المجانية وتطبيق الصيغة أعلاه. كما لابد من مراعاة أي تغيرات تؤثر على سعر السهم.

٢- معدل العائد المتوقع:

هو المعدل الموزون للعوائد المتوقعة للأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة[٤]:

$$\text{Expected Rate of Return} = R_p = \sum_{i=1}^{n} W_i R_i$$

---

[١]- خريوش، حسني علي و رضا أرشيد، عبد المعطي، ١٩٩٩، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٤٠.

[2]- Gitman, Lawrance, 2000, Principles Of Managerial Finance, 9th ed. N.Y,Donnelly And Sons Company, p238, 245.

[٣]- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، سوق الأوراق المالية وأدواتها، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، ط٣، حلب، ص١٢١.

[4]- Weston, J., Fred, Besley, Scott and Brigham, f.., Eugene, 1996, Essential Of Corporate Finance, 11th ed. the Dryden press, p154, 155.

إذ أن:

Wi : قيمة الاستثمار في الورقة المالية (i) مقسوم على القيمة الكلية للمحفظة .

Rj : العائد المتوقع على الورقة المالية.

n : عدد الأوراق المالية في المحفظة.

٣- معدل العائد المطلوب:

إن معدل العائد المطلوب يتضمن معدل العائد الحقيقي ومعدل التضخم والمخاطرة التي يتعرض لها التدفق النقدي خلال فترة الاستثمار والتي قد تؤدي إلى انحراف التقديرات للعوائد عن واقع تحققها، حيث أن القاعدة تقول بأن المستثمر الذي يرغب في الحصول على عائد مرتفع عليه أن يتحمل المزيد من المخاطرة.

إن احتساب معدل العائد الحقيقي أحد أهداف إدارة الاستثمار ونقصد بالعائد الحقيقي هو معدل العائد الذي على المستثمر تحقيقه مقابل السماح باستغلال أمواله من قبل الغير وتعويضه عن كلفة تأجيل الاستهلاك من قبله و عدم قيامه بالاستثمار بصورة مباشرة، لذلك فإن كل مستثمر يطلب معدل من العائد على استثماره يتحدد بالعناصر التالية:

- **معدل العائد الحقيقي:** وهو العائد الذي يقتنع به المستثمر مقابل تنازله عن أمواله في الفترة الحالية بهدف الحصول على عائد في المستقبل.
- **معدل التضخم:** وهي النسبة التي تعوض المستثمر عن الانخفاض في القوة الشرائية للنقود، وإذا أخذنا تأثير العنصرين أعلاه فيمكننا حساب العائد الخالي من المخاطرة كما يلي:

العائد الخالي من المخاطرة = نسبة الفائدة الحقيقية + نسبة التضخم.

- **علاوة المخاطرة:** وهي مقدار ما يدفعه المقترض تعويضاً عن المخاطرة التي يمكن أن تتحقق على رأس المال وتساوي معدل العائد مطروحاً منه معدل العائد الخالي من المخاطرة[١].

وبناءً عليه، يساوي معدل العائد المطلوب معدل العائد الخالي من المخاطرة زائداً علاوة المخاطرة, وتكون علاوة المخاطرة ضرورية لتعويض المستثمر عن قيامه بالاستثمار ذي المخاطرة ويمكن احتسابه وفقاً للمعادلة الآتية (كما ذكرنا سابقاً)[٢]:

$$RR(R) = R_f + [R_m - R_f]B_i$$

[١]- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٩٦.

[2]- Jim, Mc Menanmin,1999, Financial Management, Christ Published by Routlege, p189.

ثالثاً: تقييم وقياس أداء المحفظة الاستثمارية

أ- تقييم أداء المحفظة الاستثمارية:

يتطلب منا تنوع الطرق المتبعة في تكوين المحفظة الاستثمارية بالإضافة لإمكانية توزيع استثمارات المحفظة بأكثر من طريقة المقارنة بين أداء عدة محافظ استثمارية. وعليه لا يمكن أن تتم عملية المفاضلة والمقارنة بين المحافظ الاستثمارية بالاعتماد على العائد فقط بل لا بد من اخذ المخاطرة بالاعتبار وذلك حتى يكون حكمنا أكثر دقة وأقرب إلى الواقع. أي لابد من استخدام المقياس الذي يجمع بين العائد والمخاطرة معاً كوسيلة ناجحة في مقارنة أداء المحافظ الاستثمارية المختلفة. ويوجد في هذا السياق عدد من المقاييس المستخدمة لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة أهمها مقياس معامل الاختلاف الذي يمتاز بسهولة التطبيق. وهو حاصل قسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع. ويشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد ويعطي أكثر من معنى أساسي للمقارنة, عندما تكون العوائد المتوقعة لبديلين غير متشابهين[1]. كما أنه يستخدم للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، حيث أنه كلما كان معامل الاختلاف للمحفظة الاستثمارية هو الأقل بالمقارنة مع المحافظ الاستثمارية الأخرى، كلما كان أداء هذه المحفظة هو الأفضل (من حيث العائد والمخاطرة معاً).

ويحسب معامل الاختلاف وفقا للمعادلة الآتية:

$$\text{Coefficient of variation} = Cv = \frac{S}{E(R_i)}$$

إذ أن :

Cv : معامل الاختلاف.

S :الانحراف المعياري.

$E(R_i)$: العائد المتوقع

ب- قياس أداء المحفظة الاستثمارية[2]:

يمكن استخدام الطرق التالية والتي تعد الأكثر شيوعاً في قياس أداء المحفظة الاستثمارية بشكل دوري لدى العديد من المؤسسات المصرفية الدولية كمصرف التسويات الدولية:

---

[1]- Weston, Fred, Copeland, Thomas E, 1988, Financial Theory And Corporate Policy, Cassell Educational Limited, p195.

[2]- AMF/BIS seminar,15-17 March 2009, International reserves-Trends, rationale and macroeconomic implications, Abu Dhabi, p5, 6, 7,11, 12,13.

١- قياس أداء المحفظة الاستثمارية المقترحة في حال عدم وجود تدفقات نقدية:

من السهل نظرياً أن نقوم بعملية قياس عائد المحفظة الاستثمارية خلال فترة زمنية معينة، فعلى افتراض أن:

V_t : قيمة المحفظة في بداية عملية الاستثمار.

V_T : قيمة المحفظة في نهاية عملية الاستثمار.

وبفرض عدم وجود تدفقات نقدية داخلة أو خارجة من وإلى المحفظة فإن العائد على المحفظة يحتسب كما يلي :

$$r(t,T) = \frac{V_T - V_t}{V_t} = \frac{V_T}{V_t} - 1.$$

وتتميز هذه الطريقة لقياس الأداء بأنها:

- سهلة التطبيق.
- يمكن تطبيق هذه الطريقة في حال عدم وجود تدفقات نقدية داخلة أو خارجة من وإلى المحفظة (يقصد بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة عمليات شراء وبيع الأصول المالية خلال فترة الاستثمار)، مع ملاحظة أن الفوائد والأرباح الموزعة لا تعتبر من ضمن التدفقات النقدية الخارجة (أي تضاف الفوائد والأرباح الموزعة إلى قيمة المحفظة في نهاية فترة الاستثمار وتدخل في عملية القياس).
- في حال وجود تدفقات نقدية خارجة أو داخلة من وإلى المحفظة، فإننا لا نستطيع أن نقيس عائد المحفظة الاستثمارية خلال فترة زمنية معينة بدون إجراء تعديل على عائد المحفظة.

٢- قياس أداء المحفظة الاستثمارية في حال وجود تدفقات نقدية:

إن الطريقة المبينة الأولى (قياس أداء المحفظة في حال عدم وجود تدفقات نقدية) لا تكون مجدية في حال وجود تدفقات نقدية خارجة أو داخلة من وإلى المحفظة، لذلك لابد من إجراء بعض التعديلات على هذه الطريقة حتى نتمكن من قياس الأداء كما يلي:

- **طريقة الترجيح (التعديل بالقيمة):**

$$r_{\mathrm{MD}} = \frac{V_T - V_t - C_\tau}{V_t + \left(\frac{T-\tau}{T}\right) C_\tau}$$

r_{MD}: العائد المعدل على أساس القيمة.

V_t : قيمة المحفظة في بداية عملية الاستثمار.

V_T : قيمة المحفظة في نهاية عملية الاستثمار.

C_τ : قيمة التدفق النقدي.

T : تاريخ نهاية عملية الاستثمار.

τ : تاريخ إضافة التدفق النقدي.

وترتكز هذه الطريقة على فكرتين أساسيتين هما :

- أنه ينبغي أن نعدل التدفق النقدي لكي نتمكن من احتساب عائد الاستثمار على المحفظة.
- يجب أن نعدل قيمة المحفظة في بداية عملية الاستثمار نتيجة التدفق النقدي الذي تعرضت له المحفظة.

◈ طريقة الترجيح (التعديل بالزمن):

لا تعطي هذه الطريقة أية أهمية لقيمة الاستثمار أو للكمية المستثمرة، وفقاً لهذه الطريقة يكون لجميع الفترات نفس الوزن النسبي. ولتطبيق هذه الطريقة نحتاج لمعلومات إضافية تتعلق بمعرفة القيمة السوقية للمحفظة وذلك في تاريخ حدوث تدفقات نقدية في المحفظة، ويسمح لنا هذا باحتساب العائد من أجل كل الفترة السابقة. ووفق هذه الطريقة:

- نحسب العائد خلال الفترة الأولى:

$$\frac{V_\tau - C_\tau}{V_t}$$

- نحسب العائد خلال الفترة الثانية:

$$\frac{V_T}{V_\tau}$$

- بضرب العائد خلال الفترة الأولى بالعائد خلال الفترة الثانية نحصل على العائد عن كامل الفترة:

$$\left(\frac{V_\tau - C_\tau}{V_t}\right)\left(\frac{V_T}{V_\tau}\right) - 1$$

الفصل الثاني

الاحتياطيات الأجنبية

ويتضمن:

- المبحث الأول: إدارة الاحتياطيات الأجنبية
- المبحث الثاني: اتجاهات إدارة الاحتياطيات الأجنبية وسياق الاقتصاد العالمي
- المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على إدارة الاحتياطيات الأجنبية

المبحث الأول

إدارة الاحتياطيات الأجنبية

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة محاور، خصص الأول منها للتعريف بمفهوم الاحتياطيات الأجنبية وإدارتها وخُصص المحور الثاني لبيان دوافع ومصادر الحصول على الاحتياطيات الأجنبية ومقاييس كفايتها، في حين خصص المحور الثالث لدراسة أسس الإدارة السليمة لمحفظة الاحتياطيات الأجنبية.

أولاً: مفهوم الاحتياطيات الأجنبية وإدارتها:

إذا كان الفرد يحتفظ بالنقود لكي يستخدمها في تسوية معاملاته مع الآخرين، أو أنه ربما يحتفظ بها كمخزن للقيمة أو كوسيلة لمواجهة الطوارئ، فكذلك الحال بالنسبة للاقتصاد القومي، إذ ينبغي عليه أيضاً أن يحتفظ بالنقد العالمي لكي يتمكن من تسوية معاملاته مع الدول الأخرى التي تتعامل معه. كما أن الاقتصاد قد يحتفظ بهذا النقد لكي يواجه به الظروف الطارئة غير المتوقعة، حينما يحدث عجز في ميزان المدفوعات، حيث يمكن حينئذ استخدام هذا النقد في سداد هذا العجز، وبذلك يتجنب الاقتصاد القومي خفض مستورداته أو الاستدانة من الخارج، أو تخفيض قيمة عملته. كما يلجأ الاقتصاد القومي للاحتفاظ بالنقد العالمي لغايات تتعلق بضمان استقرار السياسة النقدية المحلية ومواجهة الأزمات الاقتصادية في حال نشوئها وتعزيز ثقة المستثمرين في قيمة العملة الوطنية وغيرها من الغايات الأخرى. وهكذا نستطيع القول أن كل اقتصاد قومي يتعين عليه الاحتفاظ بما نسميه احتياطيات أجنبية.

ويشترط بأي عملة دولية حتى تلعب دور النقد العالمي وتسعى دول العالم لاقتنائها والاحتفاظ بها كاحتياطيات أجنبية، أن تتمتع بأربعة شروط أساسية هي:

أ- أن هذه العملة يجب أن تكون عملة دولة ذات مكانة كبيرة في مجال التجارة العالمية، بحيث يمكن للدول الأخرى أن تحصل على هذه العملة من خلال علاقات التبادل التجاري العادية. كما أن ذلك يعني أن هذه العملة يجب أن تكون لها سوق عالمية يتوافر فيها عرض هذه العملة والطلب عليها.

ب- يجب أن تتمتع قيمة هذه العملة بقدر كبير من الثبات، أو على الأقل بقدر أكبر من الاستقرار الذي تتميز به عملات الدول الأخرى. أي أن تنفرد هذه العملة بميزة نسبية في المحافظة على قيمتها بالقياس إلى سائر العملات الأخرى.

ت- يجب أن تكون هذه العملة مرتكزة في بلدها الأصلي على نظام نقدي ومصرفي على درجة كبيرة من التقدم والخبرة وكفاءة عالية في طرق إدارته.

د- إن هذه العملة يجب أن لا تخضع للندرة الدورية. وهذا يعني أن ميزان مدفوعات الدولة التي تنتمي إليه العملة الدولية إذا ظهر فيه فائض في الحساب الجاري، فإن هذا الفائض يجب أن يتلاشى من خلال تدفق رأس المال للخارج للاستثمار الأجنبي. أما في الفترات التي يحدث فيها عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، فإن السلطات النقدية في تلك الدولة لا يجب عليها أن تتخذ إجراءات غير عادية انكماشية على النحو الذي يجعل عملتها نادرة في التبادل الدولي[١].

وقد عرف صندوق النقد الدولي الاحتياطيات الأجنبية بأنها "الأصول المالية الأجنبية التي تسيطر عليها السلطات النقدية، والمتاحة تحت تصرفها من أجل تمويل أو تنظيم اختلالات المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة الوطنية، أو لإنجاز أهداف أخرى"[٢].

كما عُرفت الاحتياطيات الأجنبية بأنها "تلك الأصول الأجنبية التي ترغب الحكومات بالاحتفاظ بها، لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في تسوية الديون والمعاملات الدولية، وبناءً على قابلية هذه الأصول للقبول في المعاملات الدولية فإن حكومات الدول المختلفة تسعى دائماً إلى تكوين هذه الأصول والاحتفاظ بها لكي تستخدمها في الفترات

---

١ – زكي، رمزي،٢٠٠٠، الاحتياطيات الدولية، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر، القاهرة، ، ص٧٣، ٧٥.

2- AMF/BIS seminar, 15-17 March 2009, International reserves-Trends rationale and macroeconomic implications, Abu Dhabi, p2.

التي يحدث فيها عجز طارئ أو مؤقت في ميزان مدفوعاتها، حتى لا تضطر لإجراء تغييرات أساسية غير مرغوبة في سياستها وأهدافها الاقتصادية والاجتماعية"[1].

أما عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية فقد عرفها مصرف التسويات الدولية على أنها" عملية توزيع احتياطيات القطع الأجنبي على أصناف من الأصول والأدوات المالية، مع الأخذ بعين الاعتبار الوظيفة الأساسية لاحتياطيات القطع الأجنبي المتمثلة بمقابلة احتياجات السيولة"[2].

وعُرفت إدارة الاحتياطيات في المبادئ التوجيهية الصادرة عن صندوق النقد الدولي بأنها: عملية تكفل إتاحة قدر كافٍ من الأصول الأجنبية المملوكة من قبل القطاع العام للسلطات النقدية بصفة دائمة[3]، كما تكفل سيطرة السلطات النقدية على هذه الأصول الأجنبية لتحقيق طائفة محددة من أهداف الدولة. وفي هذا السياق تُعهد مهمة إدارة الاحتياطيات إلى جهاز معين يتحمل مسؤولية إدارة الاحتياطيات الأجنبية[4] (غالباً ما يكون هذا الجهاز هو المصرف المركزي)، بالإضافة إلى تحمل هذا الجهاز جميع المخاطر المصاحبة لهذه العملية.

حيث يقوم هذا الجهاز بالاحتفاظ باحتياطيات نقد أجنبي رسمية وإدارتها لتحقيق مجموعة متنوعة من الأهداف من بينها:

١– دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف، بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية.

---

[1] -زكي، رمزي،٢٠٠٠، الاحتياطيات الدولية، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر، القاهرة، ، ص٧٤.

[2] - BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management-trends and challenges, Monetary and Economic Department, p2.

[3] - إن الاحتياطيات الأجنبية الخاضعة لسيطرة السلطات النقدية تشكل جزءً من ممتلكات الدولة من القطع الأجنبي، ولا تشمل هذه الاحتياطيات الأصول الأجنبية المملوكة من قبل القطاع الخاص، كما أن هنالك جزء من الأصول الأجنبية للقطاع العام لا تدخل ضمن الاحتياطيات الأجنبية كموجودات صناديق الثروة السيادية، بالإضافة للقطع الأجنبي الذي يسمح لجهات القطاع العام الاحتفاظ به تبعاً لاحتياجاتها التشغيلية أو لأسباب استثنائية كخدمة القروض الخارجية التي حصلت عليها هذه الجهات بشكل مباشر من قبل جهات خارجية كصندوق النقد الدولي وغيره.

٢– يتباين الوضع بين البلدان وبين الاتحادات النقدية واتحادات إدارة النقد في هذا الخصوص، ففي بعض البلدان نجد أن المصرف المركزي هو المسؤول عن إدارة الاحتياطيات، بحيث يعمل إما باعتباره الطرف الأساسي أو وكيلاً عن جهة أخر ى تودع لديها الاحتياطيات، كصندوق لتنظيم سعر الصرف. وقد يناط بهذه الأجهزة أيضا مجموعة من المسؤوليات والوظائف على صعيد السياسات تمتد إلى ما وراء مسؤولياتها المتعلقة بإدارة الاحتياطيات.

٢- الحد من التعرض للأوضاع الخارجية المعاكسة عن طريق الحفاظ على السيولة بالعملة الأجنبية لامتصاص الصدمات في أوقات الأزمات أو عندما يكون الحصول على القروض مقيداً، وبالتالي إشاعة درجة من الثقة لدى الأسواق في قدرة البلد المعني على الوفاء بالتزاماته الخارجية.

٣- البرهنة على وجود أصول خارجية مساندة للعملة المحلية.

٤- مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من القطع الأجنبي والوفاء بالتزاماتها الناشئة عن الدين الخارجي.

٥- الحفاظ على احتياطي لمواجهة الكوارث أو الطوارئ القومية.

وتتسم الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات بالأهمية، نظراً لأنها يمكن أن تزيد من القدرة الكلية للدولة على تحمل الصدمات، ويحصل مديرو الاحتياطيات من خلال تعاملهم مع الأسواق المالية على معلومات قيّمة تجعل صانعي السياسات على علم بتطورات الأسواق والتنبؤ بالتهديدات المحتملة.

وقد برزت أيضاً أهمية الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات في ضوء التجارب التي أدى فيها ضعف هذه الممارسات أو اقترانها بالمخاطرة إلى تقييد قدرة السلطات المختصة على الاستجابة بصورة فعالة للأزمات المالية. وعلاوةً على ذلك فإن ممارسات إدارة الاحتياطيات التي تتسم بالضعف أو المقترنة بالمخاطرة يمكن أن ينجم عنها أيضاً تكاليف باهظة سواء كانت مادية أو متعلقة بالسمعة[١].

وتأسيساً على ذلك فإن السياسات الملائمة في مجال إدارة الاحتياطيات الأجنبية، تفيد في حماية الأصول الأجنبية للدولة وضمان توفرها في أي وقت، كما تدعم الثقة في الأسواق.

وتستطيع السياسات والممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات أن تدعم الإدارة السليمة للاقتصاد الكلي ولكنها ليست بديلا لها. وعلاوة على ذلك فإن عدم سلامة السياسات الاقتصادية (سياسة المالية العامة، و السياسة النقدية) يمكن أن تعرض مقدرة السلطات على إدارة الاحتياطيات لمخاطر بالغة[٢].

١- تنجم مخاطر السمعة عن:

أ- تعرض المصرف المركزي لخسائر مالية نتيجة توظيف احتياطياته في أصول مالية تصدر عن جهات تتسم بضعف الملاءة وقابليتها للفشل المالي.

ب- امتلاك المصرف المركزي لاستثمار في شركة يوجد لديها تعارض محتمل في المصالح.

جـ- تعرض المصرف المركزي لانكشافات مالية ناجمة عن فشل الطرف الضامن أو الطرف الثالث، فقد يقوم المصرف المركزي بإيداع وديعة لدى مراسل خارجي ويطلب مقابلها أوراق مالية توضع لدى طرف ثالث (ضامن) يتم تحديده، حيث يقوم هذا الطرف بإدارة هذه الأوراق المالية ويضمن تنفيذ العملية وسلامتها.

٢- صندوق النقد الدولي، (المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي)، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١، ص٥.

وقد أدى نمو الاحتياطيات الأجنبية خلال السنوات الأخيرة إلى تطور كبير في ممارسات إدارة الاحتياطيات الأجنبية وإلى تجدد الاهتمام بالطريقة التي يتم من خلالها اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة هذه الاحتياطيات، وفي تأثيرها المحتمل على الأسواق المالية.

كما أن التطور في مفهوم إدارة الاحتياطيات الأجنبية ترافق مع تحول اهتمام المصارف المركزية من الاعتبارات المتعلقة بسيولة هذه الاحتياطيات إلى الاعتبارات المتعلقة بالعائد عليها. وظهرت عموماً خلال العقد الماضي مجموعة من المبادئ العامة لإدارة الاحتياطيات الأجنبية تمثلت بـ:

- **خيارات المستثمر**: والتي تحدد الكيفية التي يوازن من خلالها المستثمر بين العائد والمخاطرة.
- **مكونات المحفظة (مجموعة الأصول)**: والتي على أساسها تقوم عملية الموازنة بين العائد والمخاطرة.
- **وحدة القياس**: والتي من خلالها يتم قياس الثروة ومن ثم العوائد.
- **أفق الاستثمار**: لا بد من تحديد مدة الاستثمار التي تتم خلالها الموازنة بين العائد والمخاطرة.
- **مجموعة الاستثمارات المحتملة**: ترتبط هذه الاستثمارات بمجموعة من محددات المخاطرة والعائد الخاصة بها.

ومما لا شك فيه بأن هنالك تشابه نوعي بين العوامل التي يهتم بها مدير الأصول في القطاع الخاص عند عملية اختيار المحفظة الاستثمارية، وبين تلك العوامل التي يهتم بها مدير محفظة احتياطيات القطع الأجنبي. حيث يعتبر تحديد خصائص كل من الخطر والعائد لمجموعة من الاستثمارات المحتملة بالإضافة إلى اختيار أفق الاستثمار المناسب من القضايا الهامة لكلا الطرفين. بالإضافة إلى أن كلا النوعين من المدراء سيواجهان أيضاً خيارات متشابهة فيما يتعلق بتنفيذ عملية تخصيص الأصول في المحفظة (على سبيل المثال: الخيارات المتعلقة بكيفية رقابة وإدارة المراكز المتشكلة في المحفظة). إلاَّ أن هنالك مجموعة من المحددات التي تواجه مدير محفظة الاحتياطيات الأجنبية والتي تختلف عما يواجهه مدير الأصول في القطاع الخاص وهي:

➢ إن محفظة احتياطيات القطع الأجنبي (بخلاف محفظة أصول القطاع الخاص) لا يمكن أخذها بشكل منفصل لأنها تمثل جزءً من مجموعة أوسع من أصول والتزامات الدولة، وتتم إدارتها بغرض تحقيق مجموعة من وظائف الاقتصاد الكلي (على سبيل المثال: تغطية احتياجات المدفوعات, التحوط ضد السحوبات المفاجئة من الرأسمال الأجنبي، تحقيق استقرار الأسعار). حيث يعتمد هذا على المحددات الكلية للاقتصاد.

➢ وعليه عندما تُمسك الاحتياطيات الأجنبية من قبل المصرف المركزي ضمن ميزانيته الخاصة يظهر سؤال عن الكفاية التي يجب أن تُدار بها هذه الاحتياطيات, آخذين في الحسبان الجوانب الأخرى التي تؤثر على ميزانية المصرف المركزي (على سبيل المثال تكلفة التمويل التقريبية, التأثير على رأسمال المصرف المركزي).

إن إدارة احتياطيات القطع الأجنبي هي تماماً واحدة من بين العديد من الوظائف العامة التي يقوم بها المصرف المركزي, وهذا ما يستدعي التساؤل عن طبيعة العلاقة بين وظيفة إدارة الاحتياطيات الأجنبية وبقية الوظائف الأخرى التي يضطلع بها المصرف المركزي[1].

ثانياً: دوافع ومصادر الحصول على الاحتياطيات الأجنبية ومقاييس كفايتها

أ- دوافع الاحتفاظ بالاحتياطيات الأجنبية:

من الممكن تصنيف الدوافع المحتملة للاحتفاظ باحتياطيات القطع الأجنبي من قبل المصارف المركزية وفقاً لاستخداماتها والمتمثلة بما يلي:

١- التدخل في سوق القطع الأجنبي بهدف التأثير على سعر الصرف و/ أو المحافظة على استقرار السوق.

٢- تنفيذ المدفوعات المتعلقة بالبضائع والخدمات للدولة, وخصوصاً مع افتراض وجود صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي.

٣- منح السيولة الطارئة كمساعدة للقطاعات في الاقتصاد, وبشكل خاص للقطاع المصرفي.

٤- دعم ثقة المستثمر في قدرة البلد على الوفاء بالتزاماته من القطع الأجنبي, وبهذه الطريقة يمكن الحد من إمكانية حدوث الأزمات المالية وربما أيضاً إنقاص تكلفة التمويل الخارجي.

٥- تنفيذ مدفوعات الحكومة (ومن الممكن أن يكون ذلك في سياق عمليات إدارة الدين الموسعة).

1- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management-trends and challenges, Monetary and Economic Department, p2.

٦- دعم السياسة النقدية المحلية – عمليات إدارة السيولة (على سبيل المثال: من خلال مقايضة القطع الأجنبي بالعملة المحلية بالإضافة للاستخدام الفعال لتغطية الالتزامات بالقطع الأجنبي).

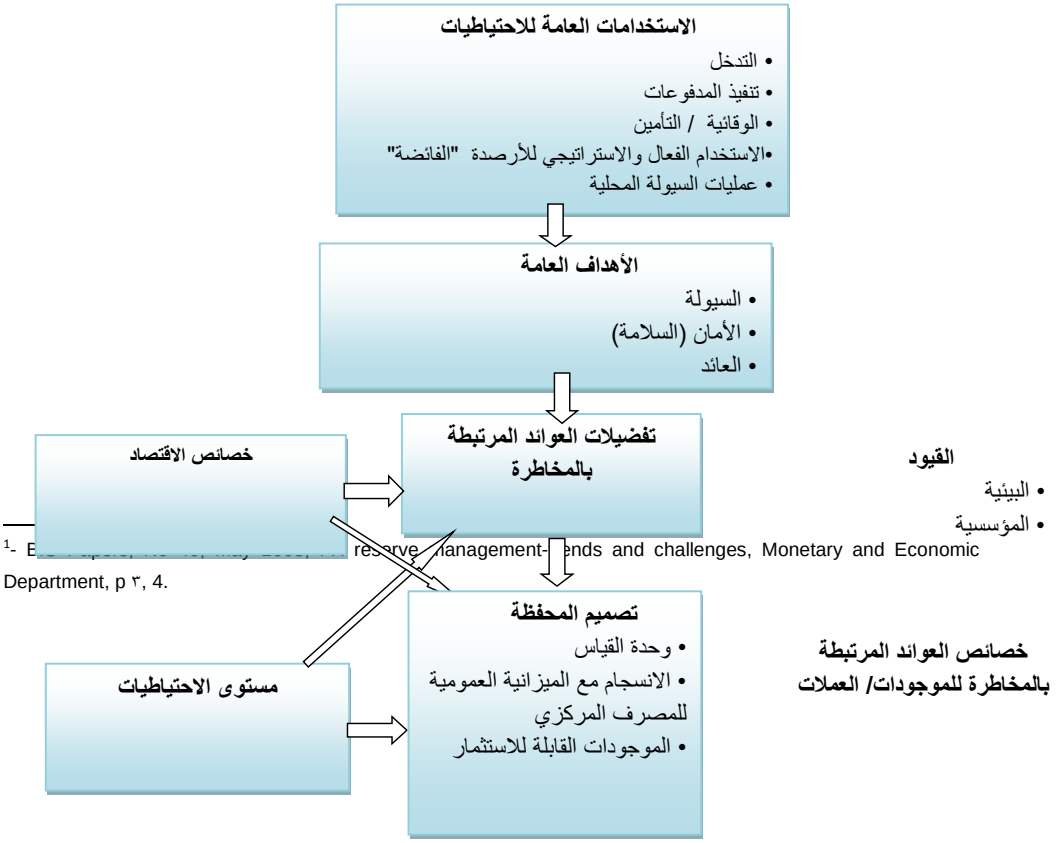
إن الموازنة بين هذه الأهداف المترابطة من (١-٦) يعتمد على عوامل خاصة بكل دولة, مثل نظام سعر الصرف و الملاءة المالية ودرجة الحساسية تجاه عوائق التمويل الخارجي, بالإضافة إلى مجموعة الأدوات المحلية المتاحة للعمليات النقدية، كما هو موضح في الشكل (١١).

٧- استثمار الأرصدة الفائضة عن احتياجات السيولة المتوقعة والمعاملات الدولية.

٨- تحسين التصنيف الائتماني للدولة.

ومن الملاحظ في السنوات الأخيرة، أن التدخل الدائم بالقطع الأجنبي لمقاومة الضغوط المتزايدة على سعر الصرف قد لعب دوراً أساسياً في العديد من الدول لزيادة مخزونها من الاحتياطيات الأجنبية. كما لا بد من الإشارة إلى أنه من الصعب جداً أن يتم بشكل دقيق تحديد مستوى المخزون من الاحتياطيات الأجنبية المرغوب به في ضوء الاحتياجات المستقبلية المحددة أعلاه من (١) وحتى (٦)[1].

الشكل رقم(١١): المبادئ العامة لإدارة الاحتياطيات الأجنبية في المصارف المركزية والعوامل المرتبطة بها



[1]- E[illegible] reserve management-trends and challenges, Monetary and Economic Department, p ٣, 4.

المصدر: مصرف التسويات الدولية، ٢٠٠٨

ب- مكونات الاحتياطيات الأجنبية:

تمثل الاحتياطيات الأجنبية جزءاً من الأصول الأجنبية المملوكة للقطاع العام، والتي تتاح للسلطات المختصة (السلطات النقدية) بصفة دائمة وتخضع لسيطرتها المباشرة. فمحافظ الأصول الاحتياطية تتسم عادةً بمواصفات خاصة تميزها عن غيرها من الأصول بالعملات الأجنبية. فأولاً وقبل كل شيء تتألف الأصول الاحتياطية الأجنبية عادة من أصول سائلة أو سهلة التداول محررة بالعملة الأجنبية وتخضع للسيطرة الفعالة من جانب جهاز إدارة الاحتياطيات، وتكون متاحة لتصرفه بصفة دائمة. وعلاوة على ذلك فإنه لابد من الاحتفاظ بهذه الأصول في صورة استحقاقات للسلطات النقدية على غير المقيمين محررة بالعملة الأجنبية وقابلة للتحويل حتى تكون سائلة وقابلة للاستخدام بحرية في تسوية المعاملات الدولية[١]. وبشكل عام تتكون الاحتياطيات الأجنبية التي يمكن أن يلجأ إليها الاقتصاد القومي للدفاع عن سعر الصرف وعن سياسته الاقتصادية والاجتماعية من العناصر التالية:

١- رصيد الدولة من الذهب الموجود في المصرف المركزي.

١- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١، ص١٣.

٢- العملات الأجنبية التي بحوزة المصرف المركزي، كاليورو والدولار والجنيه والين وغيرها من العملات الأجنبية الأخرى، التي يحتفظ بها في صندوقه الخاص، أو يديرها في استثمارات خارجية على شكل ودائع أو أوراق مالية.....إلخ .

٣- حق الدولة للسحب من صندوق النقد الدولي في حدود الشريحة الائتمانية.

٤- حقوق السحب الخاصة التي يخصصها صندوق النقد الدولي للدولة العضو.

٥- الهبات والمساعدات بالعملات الأجنبية.

٦- طاقة الدولة أو قدرة الدولة على الاقتراض الخارجي غير المقيد أو المشروط.

ولا بد من تبيان أن عناصر الاحتياطيات الأجنبية التي يجب أن تؤخذ بالاعتبار هي تلك العناصر التي تتسم بأنها رسمية أي تقع في دائرة سلطة الدولة. وهكذا لا يدخل في نطاق الاحتياطيات الدولية للاقتصاد القومي ما في حوزة الأفراد من ذهب وعملات أجنبية. كما نستبعد أيضاً أرصدة العملات الأجنبية التي تتعامل بها المصارف التجارية داخل الدولة، وكذلك القروض المصرفية والتجارية التي تقدم يومياً لتمويل التجارة الخارجية. كما نستبعد من نطاق الاحتياطيات الأجنبية القروض المتوسطة والطويلة الأجل المقيدة التي يتم الحصول عليها لتمويل مشروعات معينة بحد ذاتها فقط، مثل القروض المقيدة المقدمة من مجموعة البنك الدولي[١].

جـ- مصادر الحصول على الاحتياطيات الأجنبية:

تتمثل مصادر الاحتياطيات الأجنبية بـ:

١- فائض الاحتياطيات المتأتي من ميزان المدفوعات ويحسب هذا الفائض كما يلي:

- فائض الحساب الجاري.
- مضافاً إليه التدفقات الرأسمالية الصافية (الاستثمار الأجنبي المباشر، تدفقات المحفظة الاستثمارية، الاقتراض غير المقيد....إلخ).

٢- ويقوم المصرف المركزي باستخدام هذا الفائض من الاحتياطيات لغرض:

- تمويل الاحتياجات من القطع الأجنبي في السوق أو لدعم متطلبات القطع الأجنبي.
- توظيفها في أدوات استثمارية سائلة بعملات قابلة للتحويل.
- بالإضافة لتحقيق الأغراض الأخرى التي سبق ذكرها(راجع فقرة دوافع الاحتفاظ بالاحتياطيات الأجنبية).

١- زكي، رمزي،٢٠٠٠، الاحتياطيات الدولية، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر، القاهرة، ص٧٩.

د- مقاييس كفاية الاحتياطيات الأجنبية:

إن إدارة الاحتياطيات الأجنبية تعد جزءً من السياسات الاقتصادية الرسمية، ويجب أن يكون لدى مديري الاحتياطيات تقدير لمستوى الاحتياطيات الملائم، من أجل ضمان توفرها في الوقت المناسب، وذلك في سياق أولويات الاستثمار الملائمة المحددة مسبقاً. ويمكن أن يقوم جهاز إدارة الاحتياطيات (المصرف المركزي) بهذا التقدير أو أن يتم ذلك بالتشاور بين الجهاز وهيئات أخرى[1]. وتشتمل عادةً العوامل ذات الصلة بالمستوى الملائم من الاحتياطيات الأجنبية الذي يتوجب على الدولة أن تحتفظ به على السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف المعمول به في الدولة المعنية، وحجم وطبيعة ميزان المدفوعات والدين السيادي (ومدى تغيرهما) في هذه الدولة. ولضمان توفر الاحتياطيات في وقت اشتداد الحاجة إليها، تعطى **الأولوية القصوى في العادة إلى السيولة**، وهي القدرة على تحويل الأصول الاحتياطية إلى نقد أجنبي بسرعة، رغم أن ذلك قد ينطوي على تكلفة تتضمن عادة قبول أدوات استثمارية تغل عوائد أقل، **ويلي ذلك مباشرة** الحاجة إلى إدارة المخاطرة ومراقبتها للتأكد من حماية قيم الأصول، فمخاطر السوق والائتمان مثلاً يمكن أن تؤدي إلى حدوث خسائر مفاجئة وإضعاف السيولة. **وأخيراً** فإن العوائد تمثل إحدى النتائج المهمة لإدارة الأصول الاحتياطية، ويتحدد اتجاه الدولة نحو تحقيق هدف العائد بناءً على سياسات المصرف المركزي وعملياته النقدية المحلية التي تفسر اتجاهه نحو امتلاك الاحتياطات الأجنبية. ولذلك يجب أن يكون تحقيق مستوى معقول من العوائد هدفاً ذي أولوية مع أخذ السيولة والمخاطرة بعين الاعتبار.

وخلاصة القول، أن جهاز إدارة الاحتياطيات يجب أن يسعى إلى تعظيم قيمة الاحتياطيات ضمن حدود معقولة من المخاطرة التي تمثل إطاراً لإدارة الاحتياطيات، حتى تكون الاحتياطيات متاحة دائماً عند الحاجة إليها. ونتيجة لذلك، تميل محافظ الأصول الاحتياطية إلى تجنب المخاطرة بدرجة عالية، الأمر الذي يترتب عليه إعطاء أولوية للسيولة وصون الاحتياطيات قبل اعتبارات الربح أو تكلفة الحفظ، ويتضمن هذا بالضرورة إجراء مفاضلة بين المخاطرة والعائد عند وضع أولويات إدارة الاحتياطيات[2].

كما يمكن تحديد الحجم المناسب والآمن للاحتياطيات الأجنبية كمياً في ضوء واقع كل بلد وما يحيط به من ظروف ومشكلات، ويمكن تقسيم هذا الحجم الآمن والملائم نظرياً إلى شريحتين:

---

[1]- يقصد بالهيئات الأخرى، الجهة المسؤولة عن إدارة الدين العام بالإضافة للجهات المختلفة المعنية بمستوى كفاية الاحتياطيات الأجنبية.

٢- صندوق النقد الدولي، (المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي)، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١، ص١١.

الشريحة الأولى: تمثل الحد الأدنى والضروري من الاحتياطيات التي يتعين توافرها في جميع الأحوال لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة.

الشريحة الثانية: يمكن أن نطلق عليها الأرصدة أو الاحتياطيات التحوطية وهي تشمل الأصول التي يمكن اللجوء إليها عند الضرورة لمواجهة أية صدمات غير متوقعة كالصدمات التي قد يتعرض لها ميزان المدفوعات (مثل الارتفاع المفاجئ في أسعار المستوردات أو تدهور أسعار الصادرات، أو بروز صعوبات مفاجئة في إمكانات الاقتراض الخارجي، أو الارتفاع الشديد الذي يطرأ على أسعار الفائدة عالمياً.....إلخ).

أما عن المقياس المأخوذ به لتحديد مدى ملاءمة وكفاية الاحتياطيات الأجنبية للدولة فإنه عبارة عن نسبة هذه الاحتياطيات إلى إجمالي مستوردات الدولة. وقد تواضع الخبراء في هذا الخصوص على أن النسبة التي تتراوح بين ٣٠إلى ٤٠٪ تمثل مستوى آمناً. لكن أكثر المقاييس شيوعاً هو عدد شهور المستوردات التي تغطيها الاحتياطيات. والمستوى الملائم هنا يتراوح بين ٣ إلى ٦ شهور واردات (هذا المقياس كان معتمداً قبل الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية الأوربية ويختلف هذا المقياس حسب طبيعة كل دولة)[١].

لذلك فإنه عند إدارة الاحتياطيات الأجنبية في محفظة تتضمن مجموعة من الأصول والأدوات المالية لابد من مراعاة بعض الاعتبارات التي تدخل في قياس كفاءة توظيف هذه الاحتياطيات في أي دولة من الدول وهذه الاعتبارات هي[٢]:

١- الاعتبار الأول يتعلق بدور الاحتياطيات المرتبط بالتجارة: وهي المدة الزمنية التي تستطيع فيها الاحتياطيات الإبقاء على دوران العجلة الاقتصادية من خلال تمويل النشاط التشغيلي للدولة المتعلق بتمويل المستوردات.

٢- الاعتبار الثاني يتعلق بدور الاحتياطيات المرتبط بمواجهة الالتزامات: حيث أنه يجب أن تغطي الاحتياطيات الأجنبية كل المدفوعات بالعملة الأجنبية الناجمة عن الالتزامات قصيرة الأجل للدولة خلال سنة واحدة.

$$\frac{\text{الاحتياطيات الأجنبية}}{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}} \geq ١$$

[١] – زكي، رمزي،٢٠٠٠، الاحتياطيات الدولية، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر، القاهرة، ص٣٨.

[2] - AMF/BIS seminar, 15-17 March 2009, International reserves-Trend rationale and macroeconomic implications, Abu Dhabi, p3,11.

أما درجة كفاءة هذه الاحتياطيات وفق الاعتبار الثاني فيتعلق بالقدرة على تسييلها عند الخطر.

٣- **الاعتبار الثالث يتعلق بدور** الاحتياطيات المبني على تغطية المعروض من السيولة المحلية (النقد الموسع أو العرض النقدي).

الجدول رقم (٢): احتياطيات القطع الأجنبي ومقاييس كفايتها

الدولة/المنطقة	المركز القائم بليون دولار أمريكي		الاحتياطيات/المستوردات(١)		الاحتياطيات/النقد الموسع(٢)		الاحتياطيات/الديون قصيرة الأجل(٣)	
	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007
الصين	166	1,528	9	19	10	28	8	14
اليابان	347	948	11	18	6	15	2	2
تايوان	107	270	9	16	19	34	8	7
روسيا	24	464	6	23	44	78	2	5
كوريا	96	262	7	9	29	43	2	2
باقي آسيا (٤)	325	852	6	8	27	32	2	2
أمريكا اللاتينية (٥)	136	397	5	8	23	32	1	3
الشرق الأوسط (٦)	75	271	9	11	25	38	2	3
أوروبا الشرقية والوسطى(٧)	66	223	5	4	39	34	2	1

الاقتصادات الصناعية(٨)	344	380	1	1	3	2	0	0

المصدر: صندوق النقد الدولي, مصرف التسويات الدولية ٢٠٠٨.

(١): النتيجة تمثل عدد أشهر تمويل المستوردات (غالباً ما تحدد بثلاثة أشهر).

(٢): تمثل النتيجة نسبة مئوية(تحدد بـ٢٠٪)، ويعرف النقد الموسع (العرض النقدي) بالسيولة المحلية أو التعريف الواسع للنقد ويتألف من النقد المتداول خارج المصارف، والودائع تحت الطلب بالعملة المحلية لدى الجهاز المصرفي (ماعدا ودائع الحكومة المركزية)، بالإضافة إلى ودائع التوفير ولأجل بالعملة المحلية مضافاً الودائع بالعملات الأجنبية لكل من المؤسسات العامة الاقتصادية والقطاع الخاص (مقيم) والمؤسسات المالية غير المصرفية لدى الجهاز المصرفي.

(٣): نسبة الاحتياطيات/الديون الخارجية القصيرة الأجل والتي تمثل الالتزامات قصيرة الأجل على المصارف المركزية.

(٤): منطقة هونج كونج الإدارية الخاصة, الهند, إندونيسيا, ماليزيا, الفيليبين, سنغافورة, تايلاند.

(٥): أرجنتين, برازيل, تشيلي, كولومبيا, المكسيك, البيرو, فنزويلا.

(٦):مصر, الأردن, كويت, لبنان, ليبيا, عمان, قطر, السعودية, الإمارات العربية المتحدة.

(٧): بلغاريا, كرواتيا, جمهورية التشيك, إستونيا, هنغاريا, لاتفيا, ليتوانيا, بولندا, رومانيا, سلوفاكيا, سلوفينيا.

(٨):كندا, منطقة اليورو, سويسرا, المملكة المتحدة, الولايات المتحدة.

هـ- صناديق الثروة السيادية:

عرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية بوجه عام بأنها: صناديق استثمار تمتلكها الحكومات وتشمل الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية[١]. **ووضعت مجموعة العمل الدولية تعريفاً أكثر دقة لصناديق الثروة السيادية حيث عرفتها بأنها:** صناديق استثمار تملكها الحكومة العامة لإنجاز بعض الأغراض الخاصة. وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية[٢]. ومن الملاحظ أن تعريف المجموعة الدولية يستبعد من مفهوم صناديق الثروة السيادية جملة أمور هي: أصول احتياطيات

[١]- صندوق النقد الدولي، كانون الأول ٢٠١٠، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية- قضايا لصناع السياسات، الطبعة العربية، ص٦٠.

[٢]- نفس المرجع السابق ص٦٠.

النقد الأجنبي (التي تحتفظ بها السلطات النقدية للأغراض التقليدية المتعلقة بميزان المدفوعات أو بالسياسة النقدية)، وأصول كل من المنشآت التقليدية المملوكة للدولة وصناديق المعاشات التقاعدية لموظفي الحكومة، والأصول التي تدار لصالح الأفراد.

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن صناديق الثروة السيادية تتباين في خصائصها، كما أنها تمول من مصادر مختلفة ولأغراض متنوعة. واستناداً إلى أهدافها البارزة، قسم صندوق النقد الدولي هذه الصناديق إلى خمسة فئات رئيسية:

١- صناديق استقرار المالية العامة، التي يتمثل هدفها الأولي في حماية الميزانية العامة للدولة والاقتصاد من تقلبات أسعار السلع الأساسية (النفط عادةً).

٢- صناديق المدخرات للأجيال القادمة، وترمي إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى محافظ أصول أكثر تنوعاً، وتخفيف الآثار السلبية الناجمة عن انخفاض القدرة التنافسية الخارجية للاقتصاد الوطني (إضعاف الصادرات) نتيجة التدفقات الداخلة للعملة الأجنبية وما تحدثه من زيادة في أسعار الصرف الحقيقية في البلد المتضرر، الأمر الذي يسهم بالتالي في فقدان الوظائف في الصناعات ذات الصلة.

٣- مؤسسات استثمار الاحتياطيات، التي كثيراً ما يتم احتساب أصولها (حتى الآن) على أنها أصول احتياطية أجنبية ويجري إنشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطيات.

٤- صناديق التنمية التي تقدم عادة المساعدة في تمويل المشروعات الاجتماعية، والاقتصادية أو تعزز السياسات الصناعية التي قد تزيد نمو الإنتاج المحتمل في بلد ما.

٥- صناديق طوارئ احتياطيات التقاعد (تمول من مصادر غير مساهمات التقاعد الخاصة بالأفراد) غير المقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة في الميزانية العمومية للحكومة.

وتجدر الإشارة إلى أن تنوع أهداف صناديق الثروة السيادية إنما يعني اختلاف آفاق الاستثمار، والموازنة بين المخاطرة والعوائد، وهو ما أدى إلى إتباع طرق متباينة في إدارة هذه الصناديق. فعلى سبيل المثال فإن الصناديق التي تتوخى أهداف استقرار المالية العامة تؤكد بدرجة أكبر على السيولة، وتكون آفاقها الاستثمارية أقصر أجلاً بالمقارنة مع الصناديق التي تتوخى أهدافاً تتعلق بالادخار، وتكون احتياجاتها من السيولة أقل نسبياً. وقد أعادت عدة بلدان مؤخراً النظر في أهداف صناديق الثروة السيادية التي تمتلكها، وأعادت تصميم هياكلها لتوسيع نطاق أدوار السياسات وأهداف الاستثمار الخاصة بها، ففي سياق الأزمة المالية العالمية الأخيرة، أنيط ببعض صناديق الثروة السيادية دور أكثر فعالية في تحقيق استقرار النظم المالية المحلية. ونظراً إلى حدة الأزمة، حرصت الحكومات على

التوجه إلى صناديق الثروة السيادية لدعم شركاتها المحلية المتعثرة أو تخفيض العجز المالي الحكومي أو تمويل برامج التحفيز الاقتصادي[1].

ويستنتج الباحث مما سبق أن الفروق الرئيسية بين الاحتياطيات الأجنبية وصناديق الثروة السيادية تتمثل بما يلي:

١- تدار صناديق الثروة السيادية بشكل منفصل عن الاحتياطيات الأجنبية للدولة.

٢- مصادر تمويل هذه الصناديق يكون مختلفاً:

- الصادرات السلعية كالنفط.
- الفوائض المالية، تراكم الاحتياطيات.
- هدف هذه الصناديق يكون مختلفاً:

- استقرار المالية العامة.
- استقرار الإيرادات(تنمية الثروة).
- التحويلات للأجيال القادمة[2](المحافظة على الثروة للأجيال القادمة).
- تمويل المشروعات الاجتماعية، والاقتصادية أو تعزيز السياسات الصناعية.

ثالثاً: أسس الإدارة السليمة لمحفظة الاحتياطيات الأجنبية

أ- تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية:

كما أشرنا آنفاً فإن الاحتفاظ بالاحتياطيات الأجنبية يؤدي إلى منافع مختلفة تتمثل في تحقيق استقرار سعر صرف العملة الوطنية، ودعم السياسة النقدية المحلية، ومواجهة الصدمات الخارجية التي ربما يتعرض لها ميزان المدفوعات وتحاشي وقوع الآثار التي تنجم عن هذه الصدمات، مثل الاضطرار إلى الاقتراض الخارجي قصير الأجل ذي التكلفة المرتفعة، أو اضطرار الدولة إلى فرض قيود أو الرقابة على المستوردات الأمر الذي يؤدي إلى نتائج قد تؤثر على مستويات الاستهلاك والإنتاج والاستثمار. أو اضطرار الدولة إلى تخفيض قيمة عملتها (للحد من الاستيراد وإيقاف استنزاف الاحتياطيات الأجنبية) مع ما ينجم عن ذلك من آثار تضخمية. فكل هذه الأمور يمكن تجنبها لو استطاعت

---

[1] - صندوق النقد الدولي، كانون الأول ٢٠١٠، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية- قضايا لصناع السياسات، الطبعة العربية، ص٦١.

2- AMF/BIS seminar, 15-17 March 2009, International reserves-Trends rationale and macroeconomic implications, Abu Dhabi, p3,11.

السلطة النقدية أن يكون لديها ذلك القدر الملائم والمعقول من الاحتياطيات الأجنبية واستخدمته في الوقت المناسب وبالسرعة المطلوبة في الأوقات التي يتعرض فيها ميزان المدفوعات للصدمات الخارجية. ويعني ذلك، أن هنالك إنتاجية اجتماعية للاحتياطيات الأجنبية يحققها الاقتصاد القومي من وراء احتفاظه بتلك الاحتياطيات. ولكن نظراً لأن هنالك تكلفة يتحملها الاقتصاد القومي نتيجة لاحتفاظه بهذه الاحتياطيات تتمثل في تضحيته بالاستخدامات (أو الفرص) البديلة للموارد التي تمثلها هذه الاحتياطيات، فلابد إذن من إجراء حسابات دقيقة للموازنة بين التكلفة والعائد الاجتماعي حتى يمكن تقدير المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية. حيث تعد هذه المسألة على قدر كبير من الأهمية يتعين على المصارف المركزية أن تراعيها عند وضع سياستها المتعلقة بالاحتياطيات الأجنبية.

وقد بينت الخبرة العملية أن المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية الذي يتوجب على المصارف المركزية الاحتفاظ به يتحدد وفقاً لطريقتين أساسيتين هما:

١- تحديد متوسط معقول لعدد شهور المستوردات التي تغطيها الاحتياطيات الأجنبية باعتبار أن ذلك يمثل مؤشراً للأمان ضد مخاطر الصدمات الخارجية الطارئة. وقد كان هذا المتوسط يتحدد قبل بدء الأزمة المالية العالمية في النصف الثاني من عام ٢٠٠٧، وأزمة المديونية الأوروبية في شهر تشرين الأول من عام ٢٠٠٩ من ثلاثة إلى ستة أشهر. أما الآن ووفقاً لما تمليه قواعد التحوط والآمان فإن هذا المتوسط قد يرتفع إلى أكثر من ذلك بكثير.

٢- أما الطريقة الثانية لتحديد المستوى الآمن والمعقول للاحتياطيات الأجنبية فتتمثل في أخذ متوسط عجز الحساب الجاري في ميزان المدفوعات خلال فترة سابقة معقولة (خمسة أو عشرة سنين). وبالتالي الاحتفاظ بمستوى من الاحتياطيات يساوي إلى متوسط هذا العجز[١].

وفي جميع الأحوال، فإنه يتعين مراعاة مسألة التوليفة المثلى لعناصر الاحتياطيات الأجنبية ورسم سياسة سليمة وحذرة لإدارة هذه الاحتياطيات على نحو يجعل تكلفتها عند أدنى الحدود.

ب- تحديد توليفة محفظة الاحتياطيات الأجنبية:

عندما نتحدث عن التوليفة المثلى للاحتياطيات الأجنبية، فإننا نقصد مجموعة الأصول الاحتياطية التي تكون في حوزة السلطات النقدية والتي يسهل اللجوء إليها بالسرعة المطلوبة، حينما تستدعي الضرورة ذلك، وتتكون الاحتياطيات الأجنبية السائلة عادةً من:

١- زكي، رمزي،٢٠٠٠، الاحتياطيات الدولية، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر، القاهرة، ص٢٤٨، ٢٥٢.

١- العملات الأجنبية، حيث تشمل العملات الأجنبية كافة أنواع النقد الأجنبي الذي يتمتع بصفة القبول العام في تسوية المعاملات الدولية ويقبله الدائنون والمدينون في تسوية علاقات الدائنية والمديونية فيما بينهم. وتشمل هذه العملات الآن، الدولار الأمريكي، اليورو والجنيه الإسترليني، والين الياباني وفي المستقبل قد نرى الإيوان الصيني من ضمن هذه العملات. وعند تحديد المزيج الأمثل من هذه العملات ينبغي مراعاة ما يلي:

- نمط التجارة الخارجية للدولة، من حيث التوزيع الجغرافي للصادرات والمستوردات.
- التركيب الهيكلي للدين الخارجي للدولة وتوزيعه فيما بين العملات المختلفة.
- ونظراً لأن الاحتياطيات قد تستخدم في تمويل واردات الدولة، فإن توزيعها على العملات ينبغي أن يكون قادراً على الحفاظ على قوتها الشرائية الحقيقية.
- عند تحديد المزيج الأمثل من العملات الأجنبية، فإنه ينبغي الاحتفاظ بالعملات الأجنبية التي تكون أكثر تداولاً وقبولاً، وتتيح في نفس الوقت، فرصة واسعة للاستثمار في الأدوات المالية في أسواق النقد العالمية.

ورغم التطورات المختلفة التي عصفت بالدولار الأمريكي لا سيما في سياق الأزمة المالية الأخيرة والانخفاض الكبير في قيمته تجاه العملات الرئيسية، فإنه لا يزال بالرغم من ذلك نسبياً العملة المفضلة فيما يخص الاعتبارات المتعلقة بالسيولة. وتعد الأدوات المالية المستثمر فيها بالدولار الأمريكي نسبياً هي الأكثر سيولة بالمقارنة مع غيرها من الأدوات المالية المقيمة بعملات أجنبية أخرى، كما ويعتبر الدولار عملة وسيطة بامتياز لأن المتاجرة به تتم مقابل العملات الأخرى بفوارق ضيقة جداً في أسواق الصرف الأجنبي. وتشير الإحصائيات الصادرة عن مصرف التسويات الدولي والتي يجريها كل ثلاث سنوات، أنه وفقاً للمسح الذي أجراه المصرف خلال عام ٢٠٠٧ والمتعلق بنشاط كل من أسواق المشتقات والصرف الأجنبي فقد تبين أن الدولار شكل ما نسبته ٤٦.٥٪ من إجمالي العمليات التي تتم في هذه الأسواق، وأتى بعده اليورو ومن ثم الين اللذان شكلا على التوالي ما نسبته ٣٧%، ١٦.٥٪ من إجمالي هذه العمليات، وقد تكون هذه الميزة (السيولة الكبيرة) للدولار أحد الأسباب للسعي وراء امتلاكه أو امتلاك أي عملة أخرى عالية السيولة.

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن عملة اليورو قد شهدت خلال السنوات الأخيرة إقبالاً عليها من قبل المتداولين في أسواق الصرف العالمية، باعتبارها أضحت إلى جانب الدولار الأمريكي إحدى أكثر العملات الأجنبية القابلة للتسييل. وعليه لم يعد يُعتبر الدولار الأمريكي وحده العملة الأكثر سيولة عند عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية.

٢- صافي مركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي، ويقصد به ما يعادل ربع حصة الدولة في صندوق النقد الدولي، أو ما يسمى بشريحة الاحتياطي المدفوعة للصندوق بالدولار أو بوحدات حقوق السحب الخاصة، أو بالذهب كما كان سائداً في الماضي، وتدخل هذه الشريحة ضمن عناصر السيولة غير المشروطة للدولة، حيث لا يمانع الصندوق، أولا يفرض شروطاً على الدولة، طالما أن السحب يتم في حدود هذه الشريحة. وتتوقف حدود السحب على حجم حصة الدولة العضو في الصندوق. كما أنه من المعلوم أيضاً، أن استخدام موارد السحب في هذه الحالة يجب أن يستخدم فقط في تسوية عدم التوازن المؤقت في ميزان المدفوعات. حيث لا يجوز السحب من هذه الشريحة لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل أو لتمويل حركات مستمرة وواسعة النطاق لرؤوس الأموال، أو لمواجهة اختلال أساسي في ميزان المدفوعات، أو في دفع ديون الحرب.

٣- وحدات حقوق السحب الخاصة، وبمقتضى نظام حقوق السحب الخاصة أضاف صندوق النقد الدولي حقاً جديداً للدول الأعضاء فيه للسحب من موارده، إلا أن الصندوق قد اشترط أن ليس للدول الأعضاء الحق في الحصول على حقوق السحب الخاصة إلا في الحالات التي يتعرضون فيها لعجز خطير في ميزان المدفوعات، وبشرط أن يقتنع الصندوق بحاجة هذه الدول إلى حقوق السحب الخاصة. ومعنى هذا أن حقوق السحب الخاصة، شأنها في ذلك شأن حقوق السحب العادية، حيث يجب أن تستخدم فقط في المجال النقدي لتسوية العجز في ميزان المدفوعات ولا يجوز بالتالي أن تستخدم لتمويل أغراض أخرى.

٤- الذهب، فبالرغم من نزع الصفة النقدية عن الذهب في نظام النقد الدولي، إلا أن السلطات النقدية في مختلف الدول مازالت تقبل عليه في سياق إدارتها لاحتياطياتها الأجنبية. وقد تجلى ذلك في أعقاب الأزمة المالية الأخيرة وأزمة المديونية الأوربية، حيث نجم عن كلا الأزمتين تدهور في النظام المالي والاقتصادي العالمي، وركود اقتصادي كبير، وشح في السيولة الدولية، وصعوبات في الحصول على الائتمان، وانعدام خيارات الاستثمار الأمر الذي زاد من الطلب العالمي على الذهب على نحو كبير (لا سيما من قبل المصارف المركزية) كأداة للتحوط. وقد كان بعض الكتاب يرى في السابق أنه من الصعوبة بمكان اعتبار الذهب أحد أشكال الاحتياطيات الدولية، أو أحد أشكال السيولة الدولية للدولة، على اعتبار أنه لا يمكن استخدامه مباشرةً في دعم سعر الصرف للدولة، كما أنه يصعب تقييمه بسعر ثابت نتيجة تقلب أسعاره عالمياً. كما أنه يختلف عن سائر أشكال الاحتياطيات الأجنبية السابقة الذكر في أن الاحتفاظ به لا يدر عوائد تذكر للدولة، بل على العكس قد يتطلب الاحتفاظ به تكاليف قد تكون مرتفعة[١].

١- زكي، رمزي،٢٠٠٠، الاحتياطيات الدولية، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر، القاهرة، ص٢٥٣، ٢٥٤، ٢٥٨، ٢٦١.

ولكن بالرغم من ذلك فقد أثبتت الأحداث الاقتصادية الأخيرة التي بدأت منذ عام ٢٠٠٧ واستفحلت في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، ولا تزال مستمرة حتى الآن أن الذهب يظل ذهباً، بمعنى أنه سلعة يمكن اللجوء إليها عند الضرورة، لتسوية علاقات المديونية والدائنية في السوق العالمي، وللتحوط من الأزمات التي قد تعصف بالاقتصاد العالمي باعتبارها تؤدي دورين: ملاذ آمن من الأزمات، واستثمار بديل نتيجة الارتفاع الكبير الذي حققته أسعار الذهب خلال الفترة الأخيرة.

جـ- إستراتيجية وتنسيق إدارة الاحتياطيات الأجنبية:

١- ينبغي أن تكون إستراتيجية إدارة الاحتياطيات الأجنبية متوافقة مع طبيعة السياسات الخاصة بكل دولة، لاسيما ترتيبات النقد والصرف ومدى تحرير سعر الصرف ورؤوس الأموال من القيود، وأن تكون بمثابة عنصر داعم لهذه السياسات وذلك كما يلي:

- يتمتع المصرف المركزي في ظل التعويم الحر لسعر الصرف بحرية أكبر في تحديد الهيكل الملائم لفترة استحقاق محفظة احتياطياته الأجنبية وسيولتها، نظراً للالتزام العام من جانب السلطات النقدية بعدم ممارسة أنشطة في سوق الصرف الأجنبي. وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن السلطات النقدية قد تسعى في الواقع العملي إلى الاحتفاظ بقدرتها على تأمين انضباط الأسواق خلال فترات التقلبات الحادة في سعر الصرف أو فترات الضغوط السوقية، أو قد تسعى للاحتفاظ بقدرتها على مواجهة الصدمات الداخلية أو الخارجية غير المتوقعة.
- وفي الدول التي تتبنى نظام سعر الصرف الثابت، فإنه يتعين على السلطات النقدية في أحيان كثيرة ممارسة نشاط في سوق النقد الأجنبي، فتحتاج بالتالي إلى احتياطيات أجنبية يمكن تحويلها في أي وقت إلى نقد أجنبي. وفي هذه الحالات على وجه الخصوص، فإن الاحتياطيات الأجنبية تكون ضرورية لتعزيز الثقة في سعر صرف العملة المحلية المرتبطة بعملة أو بسلة من العملات الأجنبية، والحيلولة بالتالي دون المضاربة على العملة المحلية. ولتحقيق هذه الأهداف، يقوم المصرف المركزي بالعمل على استثمار الاحتياطيات الأجنبية في أنواع من الأدوات المالية يسهل تحويلها إلى نقد أجنبي في أي وقت.
- أما الأخذ بنظام سعر الصرف الوسيط (الذي يجمع بين التعويم الحر ونظام سعر الصرف الثابت، ويسمى بالتعويم الحر الموجه "المدار")، فيتطلب الأمر قيام السلطات النقدية بأنشطة في سوق الصرف الأجنبي لدعم

السياسة النقدية المتبعة (حيث تعمد السلطة النقدية إلى تعويم سعر صرف العملة الوطنية ولكن ضمن هوامش سعرية محددة تستند إلى نشرة أسعار صرف المصرف المركزي، الذي يتدخل في سوق الصرف الأجنبي المحلي ليضمن بقاء سعر صرف العملة الوطنية ضمن الهوامش الموضوعة)، وتحديد المستوى الملائم من الاحتياطيات الأجنبية الذي ينبغي الحفاظ عليه بشكل سائل.

٢- إن القيام بالتحليل على أساس المفاضلة بين تكلفة ومنافع حيازة الاحتياطيات الأجنبية من المرجح أن يسهل تقييم الإستراتيجيات البديلة لإدارة هذه الاحتياطيات وأثر كل من هذه الاستراتيجيات على كفاية هذه الاحتياطيات. ويهدف مثل هذا التحليل إلى تقييم تكاليف ومنافع حيازة مستوى معين من الاحتياطيات الأجنبية، فعلى سبيل المثال: الموازنة بين تكاليف الاحتفاظ باحتياطيات أجنبية إضافية (تراكم الاحتياطيات) والمنافع المتوقعة من انخفاض المخاطرة الناجمة عن تقلب تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، ومن تزايد ثقة المستثمر الأجنبي بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها، ومن تحسين التصنيف الائتماني للدولة. وقد تكون هنالك ثمة حاجة لأخذ استراتيجيات إدارة الدين الخارجي في الاعتبار عند وضع استراتيجيات إدارة الاحتياطيات، وذلك للحد من أثر التقلبات الخارجية (كتخفيض مخاطر الانكشاف للديون الخارجية أو توفير التمويل اللازم بالقطع الأجنبي في حال كان هنالك ثمة صعوبة في الحصول على القروض الخارجية...). فمن الممكن في هذا السياق أن يؤدي إتباع سياسات منسجمة لإدارة الدين والاحتياطيات الأجنبية إلى الحيلولة دون وقوع الأزمات.

٣- وفي الدول التي تعهد بمسؤوليات إدارة الاحتياطيات الأجنبية وإدارة الدين إلى سلطة واحدة، فإن اتساق الاستراتيجيات يمكن أن يتحقق من خلال إتباع منهج محكم لإدارة مخاطر الأصول والخصوم معاً. ولكن إذا كانت مسؤوليات إدارة الاحتياطيات ومسؤوليات إدارة الدين مقسمة بين سلطتين[١] فقد تختلف أهداف سياسات كل منهما. وعليه لابد في الحالات التي يكون فيها جهاز إدارة الاحتياطيات (المصرف المركزي)، مسؤولاً بالدرجة الأولى عن السياسة النقدية التأكد من أن جهود التنسيق لا تبدو وكأنها تؤدي إلى الفصل بين السياسة النقدية وإدارة الدين. وفي مثل هذه الحالات ينبغي أن يسعى التنسيق أيضاً للتأكد من أن أعمال السلطات في السلطتين المختصتين ترسل إشارات واضحة وتتجنب إعطاء إشارات متناقضة[٢].

١- صندوق النقد الدولي، (المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي)، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١، ص١٤، ١٥.

٢- قد ينطوي ذلك في بعض البلدان على سبيل المثال على وجود هيئة لتنسيق السياسات مثل مجلس مستقل للخزانة يتولى الإشراف على إدارة الدين الخارجي وتنسيق برامج الاقتراض، مراعياً في ذلك ما يبديه جهاز إدارة لاحتياطيات من رأي بشأن مستوى الاحتياطيات المرغوب.

د- المعايير العامة لإدارة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية:

١- ينبغي على المصرف المركزي أن يحدد الحجم الملائم للاحتياطيات الأجنبية الذي يتعين عليه الاحتفاظ به، بما يمكنه من مواجهة الاحتياجات الدورية وامتصاص الصدمات الخارجية غير المتوقعة، ودعم استقرار سعر صرف العملة الوطنية. ويتحدد الحجم الملائم والآمن للاحتياطيات الأجنبية، في ضوء واقع كل دولة وما يحيط بها من ظروف، ولكنه في جميع الأحوال فإنه يجب عدم المغالاة في مستوى الاحتياطيات أو تخفيضه إلى دون المستوى الآمن.

٢- إذا استدعت الضرورة السحب من الاحتياطيات الأجنبية (لأي سبب من الأسباب الدورية أو العارضة) فإن على المصرف المركزي تعويض هذا السحب بالسرعة الممكنة. باعتبار أن الحفاظ على مستوى ملائم وآمن من الاحتياطيات الأجنبية يعد أحد المعايير الأساسية للإدارة الرشيدة لهذه الاحتياطيات.

٣- يجب الحرص على تشكيل محفظة الاحتياطيات الأجنبية من العملات الأجنبية، بما ينسجم مع هيكل المدفوعات الخارجية للدولة (المستوردات والديون الخارجية).

٤- عند اختيار الأوراق أو الأصول الاستثمارية ينبغي (مع أخذ العائد بالاعتبار) الحرص على تقليل درجة المخاطرة المحيطة بهذا الاختيار والتحوط من مخاطرة عدم الوفاء (المخاطرة الائتمانية). فالحرص على ذلك يتطلب تجنب كافة أشكال الاستثمار التي يمكن أن تسيء للمال العام، ومن ثم للأهداف المبتغاة من تكوين هذه الاحتياطيات. ولهذا ينبغي أن يرتكز الاستثمار على سندات الخزينة الحكومية ذات التصنيف الائتماني المرتفع، مع إعطاء درجة أقل للاستثمار في السندات التي تصدرها الوكالات الدولية (مثل سندات البنوك أو الصكوك الآجلة) والتي قد يكون الاستثمار فيها مطلوباً لتغطية مخاطر السوق. بيد أنه يجب النظر إلى الاستثمار في سندات الوكالات على أنه "مجالات خطرة" حيث يتطلب هذا النوع من الاستثمار خبرة راقية وعالية، وحذرة في نفس الوقت.

٥- تحقيق سيولة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية، ويكون ذلك عن طريق تحديد نسبة مئوية معينة من هذه المحفظة يمكن تحويلها إلى نقدية بأقل خسارة ممكنة، حيث تسمى هذه النسبة الحد الأدنى من الاحتياطيات الأجنبية الذي يجب استثماره في أدوات مالية شديدة السيولة لمواجهة متطلبات استخدام الاحتياطيات الأجنبية الطارئة. وفي هذا السياق لابد من تحديد أفق استثمار المحفظة أو متوسط عمرها الاستثماري (شهر، ثلاثة

شهور.....)، ويفرض ذلك قيوداً على حرية اختيار الأدوات الاستثمارية الداخلة في المحفظة، لذلك لا يجوز مثلاً اختيار سندات خزينة ذات استحقاقات طويلة الأجل بما يؤثر على سيولة المحفظة.

٦- نظراً لأن الاستثمار ينطوي عموماً على درجة معينة من المخاطرة، فإنه يتوجب على المصرف المركزي بدايةً أن يحدد مستوى المخاطرة المقبول، وهي المخاطرة التي تنجم مثلاً عن تقلبات أسعار الفائدة في السوق والمخاطرة الائتمانية (مخاطرة النكول). ولهذا السبب قد يفضل المصرف المركزي إدارة الاحتياطيات الأجنبية للدولة في أنواع من الاستثمارات عالية السيولة والصادرة عن جهات عالية التصنيف الائتماني، ما ينجم عنه مستويات قليلة من العوائد (كالاستثمار في السندات الحكومية ذات التصنيف الائتماني العالي).

٧- إن الإدارة الذكية والحذرة للاحتياطيات الأجنبية، تتطلب استخدام أحدث التقنيات المالية (الاتصالات السريعة بالأسواق، التدفق المستمر والملائم للمعلومات، الاختيار الملائم للجهات المصدرة للأدوات المالية، الإدارة العلمية نظم الحسابات الإلكترونية، سرعة ودقة اتخاذ القرارات.....) وكل ذلك يرتبط، بتوافر الموارد البشرية المؤهلة علمياً، والمتمتعة بالدراية الكافية والخبرة العالية، والتي لديها القدرة على التحليل المالي ومعرفة مؤشرات السوق واتجاهه. حيث تمد هذه الموارد البشرية مراكز القرار في المصرف المركزي بالدراسات والتنبؤات والتحاليل المتعلقة باتجاهات السوق العالمية[١].

١- زكي، رمزي،٢٠٠٠، الاحتياطيات الدولية، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر، القاهرة، ص٢٦٣، ٢٦٥، ٢٦٧، ٢٧١.

المبحث الثاني

اتجاهات إدارة الاحتياطيات الأجنبية وسياق الاقتصاد العالمي

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة محاور خصص الأول منها لتحديد العوامل الرئيسية لازدياد الاهتمام بإدارة الاحتياطيات الأجنبية، في حين خصص المحور الثاني لتقديم نظرة عامة حول التطور الذي حصل في ممارسات إدارة الاحتياطيات الأجنبية، بينما خصص المحور الثالث لمعرفة التحديات التي تواجه إدارة الاحتياطيات الأجنبية.

أولاً: العوامل الأساسية لازدياد الاهتمام بإدارة الاحتياطيات الأجنبية:

قادت مجموعة التطورات الحاصلة في البيئة المؤسساتية والاقتصادية خلال العقد الماضي المصارف المركزية حول العالم لزيادة اهتمامها بإدارة الاحتياطيات الأجنبية, وأتى في مقدمة هذه التطورات التراكم الكبير في الاحتياطيات الأجنبية لدى بعض الدول (لاسيما الناشئة وأمريكا اللاتينية)، والتقدم في التكنولوجيا المالية وتطور الأسواق المالية والتغيرات الحاصلة في بيئة الحوكمة الخارجية التي تعمل ضمنها المصارف المركزية.

أ- تراكم الاحتياطيات الأجنبية:

ازداد في أعقاب الأزمة الآسيوية تراكم الاحتياطيات الأجنبية, وقد تسارع هذا التراكم في السنوات الأخيرة من العقد الماضي وتركز ذلك في عدد قليل نسبياً من الاقتصاديات (لاسيما الاقتصاديات الناشئة كالصين). حيث ارتفعت

الاحتياطيات الأجنبية لدى السلطات النقدية حول العالم بأكثر من ثلاثة أضعاف إلى مستوى ٦.٣ تريليون دولار أمريكي، وذلك خلال الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٧ (لا بد من الإشارة إلى أنه بعد عام ٢٠٠٧ قد تناقص هذا المخزون المتراكم من الاحتياطيات لدى المصارف المركزية نتيجة استخدامها في معالجة آثار الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية الأوربية). وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن قيام المصارف المركزية بزيادة مخزونها من الاحتياطيات الأجنبية في أعقاب الأزمة الآسيوية أتى لتأمين الوقاية الذاتية من مخاطر حدوث أزمات مالية مستقبلية أخرى، واستخدام هذا المخزون للتدخل المباشر في أسواق القطع الأجنبي جراء تزايد الضغوط على أسعار الصرف، وظهور أسباب محتملة أخرى لاستخدام هذا المخزون كمواجهة ارتفاع أسعار السلع والتقلبات الكبيرة في أسعار الصرف، وتمويل ميزان المدفوعات، ودعم السياسة النقدية المحلية ....إلخ.

كما أدى هذا التراكم في مخزون الاحتياطيات الأجنبية إلى ظهور تحول طبيعي باتجاه الموازنة بين الأهداف المتاحة لوضع استراتيجيات علمية مدروسة لتحقيق المزيد من العوائد. وقد ظهر ذلك جلياً من خلال الضغوط التي مارسها الجهاز السياسي على المصارف المركزية لتحقيق عائد مناسب على الموارد الوطنية المتنامية من القطع الأجنبي، ما أدى بالتالي إلى تزايد المطالبات المتعلقة بالشفافية والإفصاح كجزء لا يتجزأ من عملية تراكم هذه الاحتياطيات الأجنبية.

ب- تطور الأسواق والمعرفة المالية:

كان للتطورات التكنولوجية والنمو في الأسواق المالية خلال العقد الماضي دوراً أساسياً في زيادة الاهتمام بممارسات إدارة الاحتياطيات الأجنبية، وقد تمثل ذلك باتجاهين هما:

الاتجاه الأول: ساهمت التطورات في المعرفة المالية بتزويد المصارف المركزية بأدوات جديدة تسمح لها بإجراء عمليات تحليل معقدة لكل من العائد والمخاطرة، بالإضافة لإدارة المخاطر المختلفة. وقد مكنت هذه التطورات المصارف المركزية من الانتقال نحو اتخاذ المزيد من القرارات الأكثر تنظيماً، لاسيما في مجال إدارة الأصول والمشتقات المالية بالإضافة لإدارة عمليات الإقراض.

الاتجاه الثاني: زادت التطورات التي شهدتها الأسواق المالية اتجاه المصارف المركزية نحو تحقيق العائد، حيث ازداد اهتمام هذه المصارف بالاستثمار بالأصول التي تؤمن مستوى مقبول من السيولة وتقدم في الوقت ذاته عوائد مغرية مثل بعض أنواع السندات المغطاة بالرهن العقاري. وقد تزامن ذلك أيضاً مع اتجاه المصارف المركزية نحو الحصول

على الأموال لفترة وجيزة عن طريق تقديم الضمانات المالية[1]. كما ازداد توجه المصارف المركزية نحو تحقيق المزيد من العوائد في ضوء المرونة الكبيرة التي حققتها عملية إدارة الأصول المالية وارتفاع قدرة هذه المصارف على استخدام المشتقات المالية. وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أنه قد سادت توقعات خلال العقد الماضي تمثلت بأن المصارف المركزية تستطيع من خلال دخول أسواق المشتقات المالية أن تحقق المزيد من العوائد عن طريق الاستثمار بفاعلية أكبر بالسندات التي تصدرها الشركات، وقد عزز هذا الاتجاه ظهور الأسواق النشطة الخاصة بمبادلات الديون المتعثرة، والتي سمحت للمصارف المركزية بإدارة مخاطرها الائتمانية.

جـ- التغيرات في بيئة الحوكمة الخارجية:

تأثرت عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية خلال العقد الماضي بالتغيرات التي طرأت على بيئة الحوكمة الخارجية. إلا أن هذه التغيرات لم تحد من ازدياد مخزون الاحتياطيات الأجنبية لدى المصارف المركزية. حيث عملت هذه المصارف على زيادة احتياطياتها الأجنبية بالتزامن مع اتجاهها نحو تعزيز اتخاذ قرارها الداخلي. كما ساهم التحول العالمي باتجاه منح المصارف المركزية المزيد من الاستقلالية في زيادة اهتمام هذه المصارف بالمواضيع المتعلقة بالمساءلة والشفافية، وقد كان ذلك أحد العوامل الأساسية الذي ساهم في زيادة الإفصاح عن عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية وفي دعم عملية الحوكمة الداخلية.

كما كان لبروز المسائل المتعلقة بالسمعة والمصداقية خلال العقد الماضي أثراً بالغاً في زيادة اهتمام المصارف المركزية بوضع السياسات الفعالة والسليمة لاستثمار احتياطياتها الأجنبية.

وبشكل عام وكجزء من هذا الاتجاه فقد أصبحت المصارف المركزية أكثر ترحيباً بوجهة النظر القائلة بأن "زيادة الإفصاح بشأن ممارسات إدارة الاحتياطيات الأجنبية قد يساعدها في إنجاز مسؤولياتها الأساسية"[2].

١- تدعى هذه العمليات (بالريبو والريبو المعكوس)، وذلك من خلال دخول المصرف المركزي في عمليات السوق المفتوحة بائعاً للأوراق المالية لفترة وجيزة بهدف الحصول على الأموال (قروض)، وبعد انقضاء اجل الصفقة يعيد شراء هذه الأوراق المالية، كما قد يقوم المصرف المركزي في السوق المفتوحة بتقديم الأموال للمؤسسات المالية (قروض) لفترة وجيزة مقابل الحصول على ضمانات على شكل أوراق مالية، وبعد انقضاء أجل الصفقة يعيد المصرف المركزي بيع هذه الأوراق.

[2]- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management, trends and challenges, Monetary and Economic Department, p15,16,17.

ثانياً: تطور ممارسات إدارة الاحتياطيات الأجنبية:

أدى نمو الاحتياطيات الأجنبية خلال العقد الماضي إلى الاهتمام بطريقة إدارتها. ولدى دراسة تطور ممارسات إدارة الاحتياطيات الأجنبية خلال العقد الماضي، فإننا نجد أن وراء هذا التطور أربعة عوامل أساسية على الأقل ارتبطت بالأهداف، والأدوات، والمسؤوليات التي تضطلع بها المصارف المركزية وهي:

أ- ازدياد التركيز على العوائد.

ب-اعتماد أسلوب أكثر تنظيماً في عملية اتخاذ القرار المستند إلى تعزيز الضبط الداخلي.

جـ- ازدياد الاهتمام بعملية إدارة المخاطرة.

د- ازدياد التركيز على الحوكمة الداخلية والإفصاح العام.

أ-ازدياد التركيز على العوائد:

قبل عام ٢٠٠٠ (في أعقاب الأزمة المالية الآسيوية)، أتى هدفا الأمان والسيولة (مع إعطاء العائد اهتماماً أقل) في مقدمة الأهداف الرئيسية لإدارة الاحتياطيات الأجنبية في المصارف المركزية. ومع مرور الوقت (لاسيما منذ عام ٢٠٠٠ ولفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية في النصف الثاني من عام ٢٠٠٧) ازداد اهتمام المصارف المركزية بتحقيق المزيد من العوائد على احتياطياتها الأجنبية المستثمرة، **وقد تجلى ذلك من خلال:**

١- اتجاه المصارف المركزية نحو حيازة الأصول عالية المخاطرة في محافظها الاستثمارية (كسندات الشركات، وسندات الرهن العقاري....)، في حين استثمرت هذه المصارف جزءً أقل من احتياطياتها الأجنبية في أصول تتسم بدرجة عالية من السيولة والآمان مثل الودائع المصرفية، وأذونات الخزينة وسندات حكومية عالمية (ذات تصنيف ائتماني عالي). حيث أضحت هذه المصارف مع مرور الوقت أكثر تركيزاً على السوق والائتمان مع إعطاء المخاطرة الناجمة عن سيولة السوق اهتماماً أقل وذلك كما هو موضح في الجدول رقم (٣).

جدول رقم (٣): الأدوات المالية وأصناف الأصول القابلة للاستثمار

النسبة المئوية للمصارف المركزية المستجيبة للمسح وعددها ٢٨ مصرفاً مركزياً وسلطة نقدية

الأداة المالية أو نوع الأصل	2002	2004	2005	2007(١)	2007(٢)
سندات عالمية	*	86	*	96	*
أذونات خزينة	*	89	*	100	*

ودائع مصرفية	*	94	*	96	*
سندات حكومية	*	80	*	100	*
سندات حكومية تحت تصنيفAA	*	57	57	33	*
أوراق مالية وسيطة	81	65	67	93	88
أوراق مالية بضمان العقارات	37	28	25	59	42
أوراق مالية بضمان الأصول		29	25	48	
سندات الشركات (ذات درجة استثمارية)	23	17	21	41	35
سندات الشركات تحت تصنيف BBB		2	4	7	2
سندات مرتبطة بالمؤشر	*	*	25	56	37
أسهم	12	6	8	19	9
صناديق التحوط	2	2	0	4	2
غير ذلك (سندات الأسواق الناشئة)	93	15	8	52	23
مشتقات مالية	52	*	*	89	80
ذهب	*	57	*	81	*
الوثيقة: عدد المجيبين	**43**	**65**	**48**	**27**	**43**

المصدر: مصرف التسويات الدولية ٢٠٠٨

* : تشير إلى أن هذا الخيار غير متوفر.

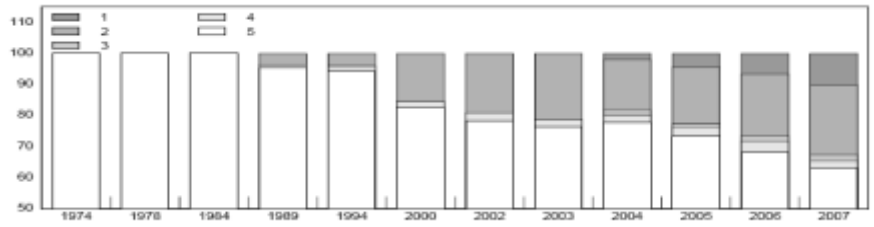
(١): نتائج المسح لعام 2008 والذي أجراه مصرف التسويات الدولية بشأن الاجتماع الذي عقد فيه حول "التحديات في إدارة احتياطيات القطع الأجنبي" بتاريخ ١-٢ آذار ٢٠٠٧ والتي تم مراجعتها وتحديثها في منتصف عام ٢٠٠٧. حيث شملت هذه البيانات ٢٨ مصرفاً مركزياً وسلطة نقدية في مختلف الدول، منها ١٠ من دول من الاقتصاديات الصناعية و٨ دول من آسيا. وشكلت نسبة الاحتياطيات الأجنبية في الدول التي شملها المسح حوالي ٨٠٪ من إجمالي احتياطيات القطع الأجنبي العالمية في نهاية عام ٢٠٠٦.

(٢): نتائج المسح الذي أجرته مؤسسة JPMorgan الأمريكية.

وبالعودة إلى أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات من القرن الماضي، نجد أن المصارف المركزية بدأت بزيادة استثماراتها في الأصول ذات الاستحقاقات الأطول, وأبرزها الأوراق المالية التي تصدرها الوكالات المدعومة من قبل الحكومات (الشكل ١٢). واتجهت المصارف المركزية منذ أواخر التسعينيات للاستثمار في الأوراق المالية المستندة إلى الأصول, وبشكل خاص الأوراق المالية المستندة إلى الرهونات العقارية, وقد عملت بعض المصارف المركزية على الاستثمار (ولو بدرجة نسبية) في ديون الشركات ذات الدرجة الاستثمارية (جيدة التصنيف) وفي الأسهم. وقد استمر هذا الاتجاه حتى المستقبل القريب, حيث أعلنت العديد من المصارف المركزية الأخرى (خلال عام ٢٠٠٧) بأنها تدرس إمكانية تخصيص جزءً من محفظة احتياطياتها الأجنبية لشراء أسهم وديون الشركات ذات التصنيف الائتماني العالي (على سبيل المثال، درس المصرف المركزي الكوري إمكانية الاستثمار في الأسهم. وقد تم الإعلان عن هذه الخطط من قبل المصارف المركزية قبل ظهور أزمة الأسواق المالية، والتي بدأت تطفو على السطح منذ النصف الثاني من عام ٢٠٠٧). وأظهرت الدراسات التي أجريت بعد ذلك (بعد حدوث الأزمة المالية في عام ٢٠٠٧)، بأن بعض المصارف المركزية أصبحت تتوخى الحيطة والحذر بصورة أكثر وضوحاً، في الوقت الذي لم يعمل فيه البعض الآخر على تغيير قراراته الإستراتيجية في ضوء التطورات العالمية.

الشكل رقم(١٢): ممتلكات المصارف المركزية العالمية من الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل

كنسبة مئوية من إجمالي احتياطياتها الأجنبية



١: الأوراق المالية طويلة الأجل المستندة بشكل أساسي إلى الرهونات العقارية، والصادرة عن الوكالات التي تدعمها الحكومة الأمريكية.

٢: أوراق مالية أخرى طويلة الأجل تصدرها الوكالات المدعومة من قبل الحكومة الأمريكية.

٣: أوراق مالية طويلة الأجل صادرة عن الشركات، والمستندة إلى مجموعة واسعة من الأصول مثل: قروض السيارات, مستحقات بطاقات الائتمان, الرهونات التجارية والعقارية, قروض الطلاب.

٤: أوراق مالية أخرى طويلة الأجل صادرة عن الشركات.

٥: أوراق مالية طويلة الأجل صادرة عن الخزينة الأمريكية.

المصدر: الخزانة العامة في الولايات المتحدة الأمريكية ٢٠٠٨.

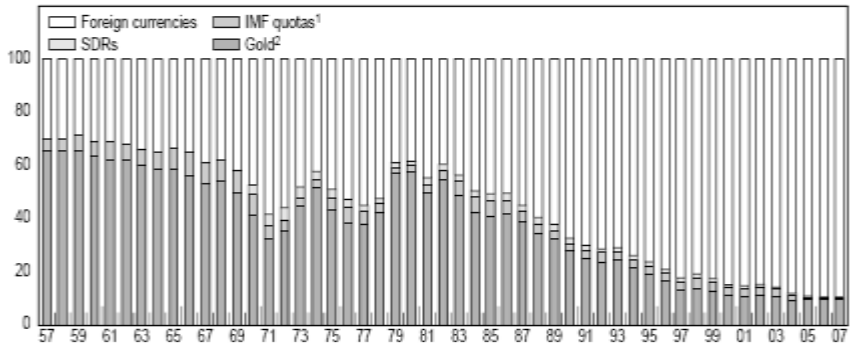
إن الشكل البياني رقم (١٢) يفسر الانخفاض التدريجي لاستثمارات المصارف المركزية في الذهب خلال الفترة الواقعة بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٧ (قبل الأزمة المالية العالمية في النصف الثاني من عام ٢٠٠٧)، نتيجة اتجاهها نحو تحقيق المزيد من العوائد عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية الأمريكية طويلة الأجل المستندة للرهونات العقارية بالإضافة للأوراق المالية الصادرة عن الوكالات التي تدعمها الحكومة الأمريكية، هذا بالإضافة لانخفاض العائد على الذهب باعتباره استثمار آمن وشديد السيولة، ويصاحب الاحتفاظ به الكثير من التكاليف والأعباء، لذلك أضحت خلال هذه الفترة الموجودات الذهبية في العديد من المحافظ الاستثمارية للمصارف المركزية (ليس فقط المصارف المركزية في بلدان الأسواق الناشئة) صغيرة جداً بالمقارنة مع حجم الاحتياطيات (الشكل البياني١٣). ولم يعد الاستثمار في الذهب خلال هذه الفترة يشكل جزءً من القرارات المتعلقة بالاستثمار في الأصول التي تدر العوائد. وبالرغم من ذلك فإننا نلاحظ (من خلال الشكل البياني رقم ١٣) أن المصارف المركزية أبقت على توظيف جزء صغير من احتياطياتها الأجنبية في شراء الذهب ولكن مع تفاوت حجم هذه الاستثمارات الذهبية فيما بينها تبعاً للعوامل المحيطة بكل منها.

٢- زيادة استثمار المصارف المركزية لجزء من احتياطياتها الأجنبية في المشتقات المالية. إلا أنه كان هنالك اختلاف ملحوظ فيما بين المصارف المركزية من حيث استثمارها لاحتياطياتها الأجنبية في المشتقات المالية خلال العقد الماضي، فبينما اهتمت بعض المصارف المركزية بالاستثمار في أنواع معينة من المشتقات المالية المرتبطة بالعملات وأسعار الفائدة، فقد أبدى بعضها الآخر اهتمام أقل بهذه المشتقات، في حين ابتعدت أخرى عن هذا الاستثمار بصورة كلية. وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أنه في نفس الوقت الذي استخدمت فيه غالبية المصارف المركزية عقود مبادلة العملات الأجنبية والعقود المستقبلية على تلك العملات، فقد اهتمت هذه المصارف بدرجة أقل بعمليات مبادلة أسعار الفائدة وعقودها المستقبلية.

الشكل رقم (١٣): مكونات موجودات الاحتياطيات الأجنبية

كنسبة مئوية من إجمالي الاحتياطيات

(العملات الأجنبية – حقوق السحب الخاصة – حصص صندوق النقد الدولي – الذهب)



المصدر: صندوق النقد الدولي ٢٠٠٨.

(١): حصة الاحتياطي ومراكز الدائنين لأعضاء صندوق النقد الدولي.

(٢): الذهب بأسعار السوق.

٣- أدى النمو في الاحتياطيات الأجنبية للمصارف المركزية خلال العقد الماضي، وما رافق ذلك من نمو في أنشطتها الاستثمارية، إلى استخدام هذه المصارف للمدراء الخارجيين لإدارة نسبة معينة من محافظها الاستثمارية بالقطع الأجنبي. ووفقاً للاستطلاع الذي أجراه مصرف التسويات الدولية (الجدول رقم٤) يتبين لنا أن أكثر من ثلثي المصارف المركزية حول العالم قد استخدمت مدراءً خارجيين لإدارة محافظها الاستثمارية (مع وجود تفاوت فيما بين المصارف المركزي من حيث حجم المحفظة الاستثمارية الذي سمح للمدراء الخارجيين بإدارتها). كما يتبين (وفقاً للاستطلاع المشار إليه آنفاً) أنه في أغلب الأحيان قد قامت المصارف المركزية بإدارة جزء صغير فقط من احتياطياتها الأجنبية (٥٪ فما دون) بالاعتماد على مدراء خارجيين، وأن هنالك عدد قليل من المصارف المركزية قد استخدمت المدراء الخارجيين لإدارة ما نسبته ١٥٪ من احتياطياتها الأجنبية. وتمثلت دوافع المصارف المركزية للاستعانة بالمدراء الخارجيين خلال العقد الماضي، بأن ذلك يساعد في الحصول على خبرات أكبر، والاستثمار في أصناف من الأصول لا تتوفر لدى المصارف المركزية الخبرات الداخلية الكافية للاستثمار فيها مثل الأوراق المالية المستندة إلى الرهونات العقارية (الجدول ٤).

الجدول رقم (٤): استخدام المدراء الخارجيين

النسبة المئوية الخاصة بالمصارف المركزية المستجيبة المستخدمة للمدراء الخارجيين

فئات الأصول المشمولة بالمسح	%	أسباب استخدام المدراء الخارجيين	%
السندات الحكومية	٥٨	نقل المعرفة	٥٩
الأوراق المالية المستندة إلى الرهونات	٥٤	التخصص والخبرة	٥٦
العملات	٤٢	العوائد/التنويع	٤١
سندات الشركات	٣٥	وضع المعايير داخلياً	٣٧

المصدر: استطلاع أجراه مصرف التسويات الدولية ٢٠٠٨.

٤- ازداد توجه المصارف المركزية خلال العقد الماضي نحو تقسيم محافظ احتياطياتها الأجنبية إلى شرائح وفقاً لأهدافها المختلفة. فحوالي ثلثي المصارف المركزية المستجيبة للمسح الذي أجراه مصرف التسويات الدولية خلال عام ٢٠٠٨، قامت بتقسيم محافظ احتياطياتها الأجنبية إلى شريحتين أو أكثر من الشرائح المنفصلة. وعادةً ما يشار إلى هذا التقسيم بشرائح السيولة والاستثمار، حيث أن لكل شريحة دلائل استثمارية مختلفة. ففي شريحة الاستثمار يكون التركيز منصباً على تحقيق هدف العائد، في حين يتجه التركيز في شريحة السيولة إلى إنجاز هدفي الأمان والسيولة.

وقد اختلفت المصارف المركزية نوعاً ما فيما بينها في المعيار الخاص المتبع لتحديد حجم كل شريحة من الشرائح المشار إليها آنفاً، ما أدى إلى ظهور اختلافات واضحة في أحجام هذه الشرائح. ففي حين قامت بعض المصارف المركزية بتخصيص أقل من ١٠٪ من احتياطياتها الأجنبية لشريحة السيولة، نجد أن بعضها الآخر قد خصصت أكثر من نصف احتياطياتها الأجنبية ضمن الشريحة التي تهدف إلى تحقيق العائد.

٥- عملت بعض الدول خلال العقد الماضي على توظيف جزء من احتياطياتها الأجنبية لإنشاء صناديق مستقلة عن ميزانية مصارفها المركزية، بهدف التركيز بصورة أكبر على العوائد عن طريق القيام باستثمارات خطرة لا تستطيع المصارف المركزية القيام بها، وعرفت هذه الصناديق "بصناديق الثروة السيادية". ومن الأمثلة على ذلك إنشاء شركة حكومية لاستثمار القطع الأجنبي في الصين، حيث تم الإعلان عن هذه الشركة في شهر آذار من عام ٢٠٠٧، وبدأت عملياتها في نهاية عام ٢٠٠٧. وشركة الاستثمار الكورية التي بدأت أعمالها في عام ٢٠٠٥ (الجدول ٥)[1].

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن الارتفاع الكبير الذي شهدته أسعار السلع خلال العقد الماضي وخصوصاً النفط منها، أدى بشكل أساسي إلى النمو في عدد صناديق الثروة السيادية التي تم إنشاؤها للتخفيف من أثر تقلبات هذه الأسعار على الاستقرار المالي وللحفاظ على قيمة الثروة السلعية للأجيال القادمة. وعموماً فإن حجم صناديق الثروة السيادية قدرت في عام ٢٠٠٨ بحوالي ٣.٢ تريليون دولار.

الجدول رقم (٥): صناديق الثروة السيادية

اسم البلد	اسم الصندوق	حجم الأصول المدارة	سنة البدء	مصدر الأموال
الإمارات العربية المتحدة	هيئة الاستثمار في أبو ظبي	875	1976	ثروة سلعية
النرويج	صندوق التقاعد الحكومي – العالمي	380	1990	ثروة سلعية
سنغافورة	هيئة الاستثمار الحكومية	330	1981	غير ذلك
الصين	هيئة استثمار الدولة	250	1953	ثروة سلعية
هيئة النقد في هونغ كونج	محفظة الاستثمارات الخارجية الإدارية الخاصة	200	2007	الاحتياطي الأجنبي
سنغافورة	استثمارات تيماسيك	163	1998	الاحتياطي الأجنبي
روسيا	صندوق استقرار النفط	159	1974	غير ذلك
أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي	125	2004	ثروة سلعية

[1]- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management, trends and challenges, Monetary and Economic Department, p3,4,5,6.

قطر	هيئة الاستثمار القطرية	61	2006	غير ذلك
ليبيا	شركة الاستثمار الأجنبي العربية الليبية	60	2000	ثروة سلعية
الجزائر	صندوق تنظيم الإيرادات	50	1981	ثروة سلعية
ألاسكا – الولايات المتحدة	صندوق الاحتياطي الدائم	43	2000	ثروة سلعية
روسيا	صندوق الرفاه الوطني	40	1976	ثروة سلعية
بروناي	وكالة الاستثمار في بروناي	32	2008	ثروة سلعية
كوريا	مؤسسة الاستثمار الكورية	30	1983	ثروة سلعية
المجموع		~3.2		

المصدر: مؤسسة صندوق الثروة السيادية, البيانات الوطنية٢٠٠٨.

الأرقام بمليارات الدولارات الأمريكية: التقديرات من مؤسسة صندوق الثروة السيادية كما هي بتاريخ ٢٠٠٨/٣/١٩.

ب- اعتماد أسلوب أكثر تنظيماً في عملية اتخاذ القرار:

استند تطور ممارسات إدارة الاحتياطيات الأجنبية خلال العقد الماضي إلى أسلوب شديد التنظيم اهتم بتحقيق المزيد من العوائد، وكان لهذا التطور بعدان:

الأول: ازداد الاتجاه نحو اتخاذ القرارات من الأعلى إلى الأسفل، بالتزامن مع زيادة المشاركة الرسمية للمستوى التنفيذي (والذي يُعنى بعملية إدارة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية) عند المستوى الاستراتيجي(مستوى اتخاذ القرار), وقد ترافق ذلك مع وجود تنظيم عمودي متميز لهذه العملية.

الثاني: كما كان هنالك اتجاه لزيادة الفصل الوظيفي للنشاطات التي تتضمنها عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية (فصل أفقي للأنشطة).

ويمكن القول بأن الاتجاه المتزايد نحو اتخاذ القرارات من الأعلى باتجاه الأسفل خلال العقد الماضي كان يمثل التطور الداخلي الأكثر أهمية في عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية. وبشكل عام فإن المصارف المركزية كانت تنظر إلى القرارات الإستراتيجية الخاصة بمحفظة احتياطيات القطع الأجنبي على أنها تمثل جزءً من قرار واسع يرتبط بالمبادلة المقبولة بين العائد والمخاطرة من أجل المؤسسة ككل. ونتيجة لذلك فقد توسعت مهام ومسؤوليات المستوى التنفيذي خلال العقد الماضي في إطار النظام الأساسي أو القانون الداخلي للمصارف المركزية لتشمل كل ما هو قابل للاستثمار، بالإضافة لشمولها إستراتيجية تخصيص الأصول.

وأصبحت إستراتيجية تخصيص الأصول تتم من خلال اختيار المحفظة المعيارية (التي تحقق أعلى عائد عند أدنى مستوى من لمخاطرة) ومن خلال تحديد مستويات المخاطرة المقبولة التي تحدد عملية التخصيص الفعلي للأصول. كما استندت القرارات المتعلقة بتخصيص الأصول إلى الاستشارات المقدمة من قبل محللي المخاطر والأخصائيين الآخرين المعنيين بعملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية. وقد كان هذا الاتجاه يمثل تحولاً أساسياً في الممارسات العالمية لإدارة الاحتياطيات الأجنبية خلال العقد الماضي والتي كانت تستند (فيما قبل العقد الماضي) إلى عملية بناء المحفظة الاستثمارية من الأسفل باتجاه الأعلى.

وأخيراً بما أن المستوى التنفيذي هو الذي أصبح يحدد أسلوب الإدارة في المؤسسة، فقد كان ينبغي عليه أن يقرر فيما إذا كانت المؤسسة تملك قدرة ضعيفة على تحمل المخاطرة أو لا. وأصبح من المحتمل (ولو بشكل ضيق نسبياً) أن يقوم هذا المستوى بتحديد الموجودات القابلة للاستثمار. وفي هذا السياق فقد كان عمل مدراء المحفظة يتمثل بإعادة تشكيل المحفظة المعيارية بطريقة أكثر فعالية من حيث التكلفة، حيث أن معظم القرارات أصبحت تتحدد استناداً للمحفظة المعيارية المستهدفة. فعلى سبيل المثال كان يتوجب على المستوى التنفيذي في المصرف الاحتياطي الأسترالي أن يقرر فيما إذا كانت المصرف لديه مجال أكبر لتحمل المخاطرة, بالإضافة إلى تحديد مجال الأصول القابلة للاستثمار. وفي هذا السياق فإنه كان من الممكن إعطاء مدراء المحفظة الاستثمارية حرية أكبر لتحمل المخاطرة ضمن مؤشرات معينة يحددها المستوى التنفيذي.

بالإضافة إلى ذلك، فقد عمدت العديد من المصارف المركزية حول العالم خلال العقد الماضي على استحداث مستوى متوسط بين المستوى الذي يعنى بإستراتيجية تخصيص الأصول والمستوى التنفيذي المعني بإدارة المحفظة الاستثمارية حيث أنه عند هذا المستوى المستحدث (المتوسط) فقد أضحت القرارات تستهدف استغلال تطورات السوق قصيرة الأجل بالإضافة للاهتمام بآلية تخصيص الأصول.

وقد بين المسح الذي أجراه مصرف التسويات الدولية خلال عام ٢٠٠٨، أن نصف المصارف المركزية المشاركة في المسح تقريباً أنشأت في منتصف عام ٢٠٠٧ مثل هذا المستوى المتوسط المشار إليه آنفاً, في حين كانت تتطلع بقية المصارف المركزية لاتخاذ مثل هذه الخطوة. وقد كان هنالك نوعين من الأسباب التي دفعت المصارف المركزية لإنشاء هذا المستوى المتوسط، **السبب الأول:** أن هذا الإجراء يضمن عملية تركز وضبط تشغيل المراكز، **السبب الثاني:** أن هذا الإجراء يضمن استغلال خبرة مستوى معين من الإدارة يعتبر بأنه الأكثر ملائمة لهذه المهمة.

ووفقاً للمسح المشار إليه آنفاً، فإننا نجد أيضاً أن أعضاء المستوى التنفيذي في بعض المصارف المركزية كانوا هم المعنيين باتخاذ القرارات المتعلقة بآلية تخصيص الأصول, بينما نجد في بعض المصارف المركزية الأخرى أنه كان هنالك لجنة غير تنفيذية كانت هي المسؤولية بشكل رئيسي عن هذا الأمر[1].

جـ- ازدياد التركيز على عملية إدارة المخاطرة:

إن اتجاه المصارف المركزية نحو تحقيق العائد أدى إلى بروز أهمية التركيز على عملية إدارة المخاطرة بما يؤدي لاتخاذ قرارات أكثر تنظيماً. وقد تجسد ذلك من خلال الاهتمام بإدارة المخاطرة المالية، والتشغيلية، حيث كان هنالك ضرورة لإيجاد إطار يحدد ويقدر مخاطر إدارة الاحتياطيات ويسمح بإدارة المخاطرة على أساس محددات ومستويات مقبولة.

وقد تمثل الهدف من إيجاد إطار لإدارة المخاطرة بتحديد الأثر المحتمل للمخاطرة على قيمة المحفظة الاستثمارية وإدارة تلك المخاطرة من خلال قياس حجم الانكشاف، والقيام بإجراءات مساندة لتخفيف الآثار الممكنة لتلك المخاطرة.

وعلى الرغم من عدم وجود صيغة محددة تناسب كل الظروف، فإن العديد من المصارف المركزية استفادت عملياً من المبادئ المقبولة عموماً لإدارة المحافظ الاستثمارية، وذلك بهدف تحديد الإستراتيجية المتبعة في انتقاء الأصول وتوزيعها للسيطرة على حجم الانكشاف للمخاطر الخارجية. حيث تطلب ذلك وضع محددات لما يلي:

١- الحيازات من العملات الأجنبية بهدف الحفاظ على توفر العملات القابلة للتحويل في أي وقت، والحد من أثر التعرض لمخاطر الانكشاف الناجم عن تقلبات أسعار الصرف.

٢- مجموعة أدوات الاستثمار المسموح بها والتي تفي بمتطلبات السيولة والأمان.

٣- الشروط المتعلقة بآجال الاستحقاق والتي تسمح بالحد من مخاطر الانكشاف الناجمة عن أسعار الفائدة أو أسعار السوق.

وفيما يتعلق بالنقطة الثانية، فقد توجب أن تشمل محددات المخاطرة الحدود الدنيا المقبولة لدرجات الجدارة الائتمانية المعطاة للجهات المصدرة لتلك الأدوات.

وقد تمثلت إستراتيجية تخصيص الأصول خلال العقد الماضي في تكوين المحفظة المعيارية المثلى وذلك في ضوء أهداف إدارة الاحتياطيات ومحددات المخاطرة. ولكي يتم الاسترشاد بالمحافظ المعيارية في عمليات الاستثمار، فقد

1- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management, trends and challenges, Monetary and Economic Department, p7,8,9.

تعين وضع مفهوم واضح للمحفظة المعيارية، بما في ذلك حجم المحفظة النظري، و تكوين الأوراق المالية والقواعد الضابطة لتوازن المحفظة. كما أدخلت السيولة ومخاطر الصرف ضمن الاعتبارات المرعية عند اختيار تركيبة العملات الأجنبية للمحفظة المعيارية. فعلى سبيل المثال قد يرغب المصرف المركزي في حيازة قدر إضافي من الأصول السائلة مقيمة بعملة التدخل الرئيسية أو بعملات معينة لتيسير خدمة الدين. كذلك قد يود المصرف المركزي النظر فيما إذا كان يجب حيازة عملات رئيسية سائلة أخرى لأغراض التحوط من مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية الأخرى المقابلة.

وعمدت بعض المصارف المركزي (كما ذكرنا سابقاً) إلى تقسيم محافظ الاحتياطات إلى شرائح حسب أهداف السيولة و الاستثمار ومتطلبات السياسة العامة..وقد عكست شريحة السيولة احتياجات المدفوعات أو التدخل أو كليهما معاً وذلك استناداً إلى تقييم الحاجة المتوقعة للسيولة، وعادةً ما تستثمر مثل هذه المحافظ في أكثر الأدوات سيولة وتجنباً للمخاطر.

أما بالنسبة للاحتياطات المحتفظ بها لتوفير غطاء احتياطي إضافي والتي تقل احتمالات السحب منها، فقد عمدت المصارف المركزية على توظيفها ضمن الشريحة الاستثمارية، حيث تم فيها التركيز بقدر أكبر على العائد مع مراعاة الاعتبارات المتعلقة بالأمان والسيولة. وقد تم تحديد الحجم النسبي لكل شريحة كجزء من عملية تقييم مدى كفاية الاحتياطيات، وكان لكل شريحة قاعدة معيارية مستقلة عكست الأهداف المختلفة. واستخدمت الشرائح في بعض البلدان أيضاً لتحصين ميزانية الاحتياطيات الأجنبية من مخاطرة السوق والنقد الأجنبي، وذلك بوضع خصائص لمحفظة الأصول المحددة تضاهي خصائص مجموعة من الخصوم الأجنبية المقابلة[1].

وبناءً على ما سبق، فإننا نبين فيما يلي التطور الذي رافق عملية إدارة مخاطر محافظ الاحتياطيات الأجنبية للمصارف المركزية خلال العقد الماضي:

١- المخاطرة المالية:

توجب على المصارف المركزية أن تكون مدركة "في سياق إدارتها للاحتياطيات" للخسائر المالية المحتملة بالإضافة للنتائج الأخرى المترتبة على الانكشاف للمخاطر، وقد تطلب ذلك وضع هذه المصارف موضع المساءلة من قبل السلطات الحكومية. حيث اقتضت الإدارة الفاعلة للاحتياطيات التي تستند إلى دراسة توقعات أسعار الفائدة أو

١- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١، ص٢٥، ٢٦، ٢٧.

الصرف، أو قبول درجة أعلى من المخاطرة، أن تكون المصارف المركزية قادرة على رصد الخسائر المالية والسيطرة عليها. وبناءً عليه فقد وضعت المصارف المركزية حدوداً واضحة للتحكم بالمخاطرة المالية المرتبطة بمحافظها الاستثمارية، وذلك لتبيان هامش المخاطرة المسموح به لمديري المحافظ الاستثمارية. كما تعين على المصارف المركزية بالإضافة إلى ذلك وضع إطار محاسبي حديث وموثوق به لقياس مواطن الانكشاف والخسائر والإبلاغ عنها. وعلاوةً على احتمالات حدوث الخسائر المالية، فقد ظهرت هنالك احتمالات حدوث مخاطر أخرى تمثلت بظهور إشارات سلبية تتعلق بالسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، وتعرض جهاز إدارة الاحتياطيات لمخاطر السمعة، وفي بعض الأحيان انتهاك البلد المعني لالتزاماته المترتبة عليه لقاء عضويته في صندوق النقد الدولي. وبالنسبة لهذا الاحتمال الأخير، فقد توجب على المصارف المركزية أن تكو ن مدركة لالتزامات بلدها من حيث التعاون مع الصندوق وسائر البلدان الأعضاء فيه لتأمين ترتيبات منتظمة لسعر الصرف (المادة الرابعة - القسم الأول–اتفاقية صندوق النقد لدولي) وجعل السياسات المتعلقة بالأصول الاحتياطية تتفق مع أهداف تحسين الإشراف الدولي على السيولة الدولية (المادة الثامنة- القسم السابع–اتفاقية صندوق النقد الدولي)، وبالتالي فإن ترتيبات التنظيم والإدارة الرامية إلى تحاشي وقوع حالات من هذا القبيل قد اشتملت شروطاً تتعلق بموافقة لجنة الاستثمار (للاحتياطيات) على التغيرات المزمع إدخالها على المحددات المعيارية أو على سياسات توزيع عناصر المحفظة الاستثمارية.

وفي هذا السياق فقد توجب أن يتناول إطار إدارة المخاطرة خلال العقد الماضي كيفية التصدي للمخاطر الناشئة عن الأدوات المالية المشتقة وغير ذلك من عمليات العملة الأجنبية. حيث تمكنت المصارف المركزية من استخدام الأدوات المالية المشتقة كجزء من عملية إدارتها لاحتياطياتها الأجنبية، وخاصة فيما يتعلق في الحد من الانكشاف للمخاطر. حيث تطلب منها ذلك أن تدرك وتتفهم مخاطر ومنافع هذه الأدوات، بالإضافة للفهم الجيد للمخاطر الكامنة وأنماط الأدوات الاستثمارية المستخدمة. كما تطلبت الإدارة الفعالة للمخاطر أيضاً وضع نظم على درجة كافية من التطور لإدارة الاحتياطيات، بحيث تمكن هذه النظم من إجراء قياس صحيح للقيم ومواطن الانكشاف المقترنة بالعمليات الاستثمارية. ومع تزايد استخدام المشتقات وغيرها من الأدوات المالية المركبة، أصبحت قضايا المخاطرة القانونية مهمة للغاية. وفي هذا الصدد، فإن تخفيف المخاطرة قد انطوى على استخدام وثائق قانونية منمطة وإجراء مراجعات دورية لتلك الوثائق.

وإلى جانب عمليات إدارة الاحتياطيات المعتادة، فقد اضطلعت بعض المصارف المركزية بوظائف أخرى تعاملت فيها مع الأصول والخصوم المقومة بالعملة الأجنبية سواء المدرجة في الميزانية العمومية أو خارجها. وفي حين أن مثل هذه

العمليات لم تدخل في صميم تعريف عمليات إدارة الاحتياطيات، فإنها مثلت جزءً مهماً من نطاق الاختصاص الأوسع لجهاز إدارة الاحتياطيات كما تضمنت خيارات للسياسة المتبعة في توظيف موارد النقد الأجنبي المتاحة للبلد المعني.

وهكذا فقد واجهت هيئة إدارة المخاطرة مخاطر إضافية توجب عليها إدارتها بصورة منسقة ومتوافقة، وفي هذا السياق، أمكن استخدام إطار كلي لإدارة مخاطر الأصول و الخصوم من أجل التعامل مع الانكشاف الكلي للمخاطر في ميزانية المصارف المركزية، ومن ثم تخفيف أو الحد من مخاطر تعرض الاحتياطيات للخسائر.

وحتى تستطيع المصارف المركزية تقدير المخاطرة ومدى حساسية محفظة الاحتياطيات للتقلبات، فقد توجب عليها أن تجري اختبارات جهد منتظمة لتحديد الآثار المحتملة للمتغيرات أو الصدمات المالية والاقتصادية الكلية. وقد كان لاختبارات الجهد هذه عدة أهداف، و هي غالباً ما كانت تتم باستخدام نماذج مالية تتراوح بين النماذج البسيطة القائمة على سيناريو معين، والنماذج شديدة التعقيد التي استخدمت فيها أساليب إحصائية وأساليب محاكاة بالغة التطور. وعادةً ما تضمنت أهداف هذه الاختبارات تحديد مدى انكشاف المحفظة للتغيرات الناجمة عن السوق، مثل تغيرات أسعار الصرف أو الفائدة. وغالباً ما تم هذا التحديد باستخدام نماذج" القيمة المعرضة للخطر"[1]. وثمة هدف ثانٍ تعلق بتقدير الأثر المحتمل للصدمات الخارجية على مستوى الاحتياطيات الأجنبية والخصوم المحتملة التي قد تتحقق بوقوع تلك الصدمات، والطلبات المفاجئة للسحب من هذه الاحتياطيات، وهي الطلبات التي يمكن أن تنشأ نتيجة تحول اتجاه التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل(الاستثمار في الأصول المالية قصيرة الأجل) أو إغلاق المراكز المفتوحة بالنقد الأجنبي لدى البنوك التجارية. وفي هذا السياق فقد كانت اختبارات الجهد مختلفة اختلافاً كيفياً عن قياس التغيرات في القيمة السوقية للمحفظة، وقد كانت ذو فائدة خاصة في صياغة سياسات إدارة الأصول والخصوم والتوزيع الاستراتيجي للأصول بهدف التأكد من توفر الاحتياطيات في أوقات الأزمات الخارجية.

ولدى تتبع تتطور إدارة مخاطر الاحتياطيات خلال العقد الماضي، نجد أن كلاً من مخاطر الائتمان والسوق قد حظيا باهتمام ملحوظ من قبل المصارف المركزية، في حين تراجع اهتمام هذه المصارف بالطرق التي تعنى بتحديد مخاطر السيولة.

وبشكل عام فقد كانت عملية إدارة مخاطر السيولة متضمنة في إستراتيجية تخصيص الأصول من خلال الالتزام بعملية توظيف الاحتياطيات الأجنبية في أدوات مالية سهلة التداول في السوق.

---

[1]– راجع المبادئ التوجيهية لصندوق النقد الدولي، إدارة احتياطيات النقد الأجنبي، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١.

ومن الملاحظ أنه قد برزت أهمية إدارة مخاطر السوق خلال العقد الماضي على مستويين:

- **المستوى الأول تصميم المحفظة**، وخاصة فيما يتعلق بإستراتيجية تخصيص الأصول، حيث أصبح التحليل الدقيق لمخاطر السوق خلال فترة زمنية معينة عاملاً مهماً في عملية إدارة المخاطرة ويلبي ضرورة التقدير الدقيق لهذه المخاطرة، على اعتبار أن أهمية التحليل الكمي للمخاطر نشأت من خلال صعوبات تحديد هذه المخاطرة.
- **المستوى الثاني تشغيل المحفظة**، حيث كان هناك ميل لتتبع الانكشافات الفعلية المرتبطة بالأهداف المرغوبة ومجالات التحمل المسموح بها، ومع مرور الوقت فقد تم تطوير تكنولوجيا قياس مخاطر السوق بشكل كبير. وكجزء من التصميم الأساسي للمحفظة و/أو كضبط لقوة المحفظة استخدمت معظم المصارف المركزية الخاضعة لمسح مصرف التسويات الدولية خلال عام ٢٠٠٨، تحليلاً للسيناريوهات المحتملة وأجرت اختبارات للجهد كما هو موضح في الجدول رقم(٦). ووفقاً للجدول رقم (٦) نجد عموماً أن هنالك تفاوتاً في مدى تحمل المصارف للمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت, كما أن هنالك عدد قليل من المصارف المركزية قد اتبعت وسائل متطورة في إدارة المخاطرة مثل تتبع وقياس الانحراف. وفيما يتعلق برقابة المخاطر نجد بأن معظم المصارف المركزية المستجيبة للمسح تقريباً استخدمت التباين لقياس الخطر في محفظة الاحتياطيات الأجنبية.

الجدول رقم(٦): مخاطر السوق

النسبة المئوية للمصارف المركزية المستجيبة

طرق القياس	النسبة %
التباين	٩٦
تحليل الزمن	٨٩
اختبارات الجهد	٧١
غير ذلك	٤٣

المصدر: مصرف التسويات الدولية ٢٠٠٨.

٢- مخاطر الائتمان:

يظهر مسح مصرف التسويات الدولية لعام ٢٠٠٨ (الجدول ٧)، أن المصارف المركزية كانت شديدة الحساسية للمخاطر الائتمانية المتشكلة في محافظها الاستثمارية, ولصافي الخسارة المالية التي قد تنتج عن المخاطرة الائتمانية. كما يظهر المسح أن المخاطرة الائتمانية التي تعرضت لها المصارف المركزية في محافظها كانت منخفضة بشكل جوهري بسبب قيامها بعملية توظيف احتياطياتها في الأوراق المالية للمؤسسات ذات السمعة الجيدة. ويظهر المسح بأنه كلما كانت المصارف المركزية تتجه (في سياق عملية تخصيص الأصول) نحو الائتمان بأنواع من الاستثمارات الخطرة كالمشتقات المالية، فإن ذلك كان يؤدي إلى تقوية نظام إدارة المخاطرة الائتمانية الخاص بها، على اعتبار أن تقدير مخاطر الائتمان يعد أمراً أساسياً في سياق إدارة مخاطر الائتمان فعلى سبيل المثال: عند الرغبة في الحصول على تقديرات لمخاطر الائتمان جراء توظيف الاحتياطيات في شراء بعض الأصول، فإنه يتم جمع المعلومات المتعلقة بتحديد درجة تحمل المخاطرة المرافقة لهذه الأصول، بالإضافة لدراسة الوضع الائتماني للأطراف المقابلة. وغالباً ما تتم عملية الحصول على المعلومات المتعلقة بالأطراف المقابلة من خلال تحليل الميزانية العمومية لهذه الأطراف، مثل هيكل رأس المال والوضع المالي للمؤسسة. وتعتمد حدود التعرض للمخاطر الائتمانية على التقديرات الدنيا التي يمكن أن تختلف من خلال فئات الأطراف المقابلة مثل كون هذه الأطراف مصارف أو غير مصارف, ومن خلال أصناف الأصول.

الجدول رقم(٧): مخاطر الائتمان

النسبة المئوية للمصارف المركزية المستجيبة

محددات الائتمان تستند على:	النسبة%
التصنيف الائتماني	٩٦
معلومات عن الميزانية العمومية	٧٤
نوع الجهة المقابلة	٤٤
حجم احتياطيات القطع الأجنبي	٤٤
تاريخ الاستحقاق	٤٤
غير ذلك	١٩
أنواع الائتمان:	**النسبة%**
الاستثمارات	٩٢

الودائع	٨٥
المشتقات المالية	٨٥
صفقات الاحتياطيات	٦٩
التسوية	٥٨
تركزات الائتمان:	**النسبة%**
وفقاً للقطاع	٦٣
وفقاً للبلد	٥٨

المصدر: مصرف التسويات الدولية ٢٠٠٨.

٣- المخاطرة التشغيلية:

كان هنالك اتجاه واضح خلال العقد الماضي نحو إدارة منظمة وشاملة للمخاطر التشغيلية بنفس طريقة إدارة المخاطرة المالية والائتمانية. ونظراً للصلة الوثيقة بين المخاطرة التشغيلية ومخاطرة السمعة فإن معظم المصارف المركزية اعتبرت مخاطر السمعة كجزء من المسؤوليات المرتبطة بأنشطة المخاطرة التشغيلية، وانعكس ذلك من خلال تزايد الاهتمام بتعزيز إدارة المخاطرة التشغيلية في عدة نواحي، حيث اتبع العديد من المصارف المركزية عمليات تهدف لإعادة تنظيم الأعمال بما يؤدي لفصل المسارات التي يسلكها التقرير وبما يؤدي لمعالجة قضية تداخل المصالح بين الوظائف. بالإضافة إلى ذلك فإن معظم المصارف المركزية أضحى لديها خطط عمل مفصلة ومستمرة تتم مراجعتها بشكل منتظم. كما أن قسماً كبيراً من المصارف المركزية المستجيبة إلى مسح مصرف التسويات الدولية(٢٠٠٨) كان لديها مراكز للتنبؤ بالأزمات المستقبلية، حيث تؤمن هذه المراكز درجة من الأمان للمصارف المركزية، كما تضمن هذه المراكز للمصارف المركزية أيضاً درجة من الأمان عند إنجاز كافة العمليات المتعلقة بالأدوات المالية والمدفوعات والتسوية. وعلى مستوى العمليات اليومية، قامت العديد من المصارف المركزية بتطوير عملية تدريب الموظفين، وحرصت على وجود سياسات رسمية مكتوبة وإجراءات تستخدم كوسائل لتعزيز ثقافة الإدارة الصحيحة، حيث يعد ذلك أمراً أساسياً لتخفيف المخاطرة القانونية, والتي أصبحت على درجة من الأهمية تفوق التركيز على الاتجاه نحو توسيع مجموعة الأصول القابلة للاستثمار وبشكل خاص المشتقات المالية. كما استثمر

العديد من المصارف المركزية الكثير من الأموال بغرض زيادة درجة أتمتة العمليات وذلك كوسيلة لتخفيف المخاطرة الناتجة عن الخطأ البشري. حيث أن ما يقارب نصف المصارف المركزية المستجيبة لمسح مصرف التسويات الدولية المشار إليه آنفاً أعلنت عن استخدامها للمعالجة المباشرة المستمرة بنسبة تتجاوز الـ ٩٠٪. كما أنه على الرغم من تدني مستويات الأتمتة في بعض المصارف المركزية فإنه وجد لدى العديد منها مشاريع جارية لتصحيح ذلك النقص (حيث أشارت لجنة بازل٢ بأن زيادة الأتمتة في المؤسسات يمكنها من تخفيض درجة المخاطرة التشغيلية).

وظهر خلال العقد الماضي مشكلة أساسية تتعلق بقياس المخاطرة التشغيلية (بالمقارنة مع المخاطرة المالية) تمثلت في ندرة البيانات المتوفرة من أجل تقدير الخسائر الناجمة عن المخاطرة التشغيلية. كما أن تحديد مقدار المخاطرة التشغيلية وتقييمها كان يعد أحد أكبر التحديات التي واجهت المصارف المركزية في هذا المجال الجدول رقم (٨). وأشار مسح مصرف التسويات الدولية المشار إليه آنفاً بأن نحو نصف المصارف المركزية استخدمت التقييم الذاتي لمقدار المخاطرة التشغيلية المحتملة، بهدف المساعدة في تحديد مناطق الضعف الرئيسية وتحديد المجالات التي تحتاج إلى عملية تطوير (رسم خرائط المخاطرة). وتمثلت المعايير التي استخدمتها المصارف المركزية لتقدير المخاطرة التشغيلية المرافقة لعملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية بما يلي: حجم وتعقيد المحفظة الاستثمارية، درجة استقلالية مدراء المحافظ الاستثمارية ودرجة تراكم الخبرة لديهم، ومدى استخدام الأتمتة. كما احتفظت معظم المصارف المركزية بسجل للأحداث أو بتقارير للوقائع، وتعد هذه الطريقة أكثر موضوعية لتحديد شدة الأحداث المتعلقة بالمخاطرة التشغيلية. حيث أنه طالما يتم تسجيل الوقائع فإنه من الممكن تحديد نقاط الضعف الجديدة الظاهرة وإعادة ترتيب الأولويات، وحالما يتم جمع البيانات الكافية من سجلات الوقائع فإنه من الممكن استخدام هذه المعلومات كمدخلات في بناء مؤشرات المخاطرة الرئيسية التي يتم تصميمها لتحديد المخاطرة التشغيلية[1].

الجدول رقم(٨): قياس المخاطرة التشغيلية

النسب المئوية للبنوك المركزية المستجيبة

طرق القياس	النسبة%
سجلات الأحداث	٦٧
التقييم الذاتي المرتكز على الاستبيانات	٥٩
مؤشرات المخاطرة الرئيسية	٣٧

1- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management, trends and challenges, Monetary and Economic Department, p12,13.

غير ذلك	٥٦

المصدر: دراسة لمصرف التسويات الدولية ٢٠٠٨.

د – ازدياد التركيز على الحوكمة الداخلية والإفصاح العام:

١ – الحوكمة الداخلية:

أصبحت القضايا المتعلقة بالحوكمة الداخلية خلال العقد الماضي على قائمة أعمال المصارف المركزية، وأتى توجه المصارف المركزية نحو الحوكمة الداخلية نتيجة مجموعة من العوامل عكست التغيرات في البيئة المؤسساتية الواسعة التي عملت المصارف المركزية من خلالها، كالاتجاه نحو المزيد من الاستقلالية والمساءلة. كما تركز الاهتمام بدعم عملية الحوكمة الداخلية باعتبارها عامل طبيعي يساهم في تقوية الحوكمة الخارجية. واستند مفهوم الحوكمة الداخلية خلال العقد الماضي إلى مبدأين أساسيين هما الحوكمة العامودية والحوكمة الأفقية. حيث تعد الحوكمة العامودية أحد المبادئ الأساسية للحوكمة الجيدة والتي تعتمد على اتخاذ القرارات على المستوى الصحيح من الهيكل التنظيمي. حيث أنه من المهم أن يكون المستوى المنفذ في الهيكل التنظيمي مسؤولاً عن صناعة القرار الاستراتيجي. فمثلاً عند اتخاذ القرارات حول تحمل المخاطرة المرتبطة بالمنظمة، فإن الخطر يتأتى من اتخاذ قرارات إستراتيجية خاطئة بدون توجيه مناسب من القمة.

وهنالك مبدأ أساسي آخر للحوكمة الداخلية الجيدة هو الحوكمة الأفقية المرتبطة بتنظيم نطاق الأعمال ووضع الحدود الفاصلة بينها بطريقة تخفض من احتمالية تضارب المصالح، وخاصةً عند احتمال أن يؤدي تضارب المصالح إلى اتخاذ قرارات تضر بسمعة المؤسسة. ويتحقق الحد من تضارب المصالح عند تنفيذ الوظائف المختلفة من خلال الفصل الأفقي للأنشطة، فعلى سبيل المثال عند المستوى الوظيفي المتعلق بإدارة المحفظة, فإن الفصل بين وظائف المتاجرة وقياس الأداء ورقابة المخاطر والامتثال يحقق الكثير من المزايا التي تعود بالمنفعة على إدارة المحفظة من خلال تعظيم العائد جراء تخفيض المخاطرة غير النظامية (الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الانحراف المعياري أو المخاطرة الكلية).

وتتمثل القضية الأساسية في جميع المجالات التي ينشأ فيما بينها تضارب مصالح في كيفية الموازنة بين مخاطر السمعة ومخاطر خسارة الاتساق المفترض (اقتصاديات النطاق) للأداء المشترك فيما بين الوظائف المتعددة. وتبرز

هذه المسألة القضايا المتعلقة بالهيكل التنظيمي المثالي الذي يتطلب الأخذ في الاعتبار مجموعة من العوامل منها حجم ونوعية رأس المال البشري المتوفر في المؤسسة[1].

٢- الإفصاح العام:

زادت المصارف المركزية حول العالم تدريجياً خلال العقد الماضي عملية الإفصاح للجمهور عن إجراءات إدارة الاحتياطيات الأجنبية بما في ذلك الإفصاح عن الطرق المستخدمة لوضع المؤشرات المعيارية ومقاييس الأداء. وبالرغم من اتجاه المصارف المركزية لزيادة الإفصاح، فمن الملاحظ أنه كان هنالك اختلاف ملحوظ فيما بين هذه المصارف بشأن نوع المعلومات المقدمة ومدى تكرارها والفترة الزمنية اللازمة لتقديم التقارير. واستناداً للمعلومات العامة المتوفرة لعينة من المصارف المركزية فإن معظم هذه المصارف قدمت معلومات حول هيكلها المؤسساتي, والأغلبية العظمى منها صرحت عن سياستها بشأن تحمل المخاطرة (الجدول ٩). ومعظم هذه المصارف قدمت أيضاً معلومات حول أصناف الأصول المؤهلة للاستثمار في المحفظة المعيارية، كما قدم عدد قليل نسبياً من هذه المصارف معلومات بشأن توزع العملات في المحفظة المعيارية.

ووفقاً للجدول رقم (٩)، فقد عمد كل من المصرف الاحتياطي الأسترالي ومصرف كندا المركزي والمصرف المركزي الأوروبي والمصرف المركزي البريطاني والمصرف المركزي للاتحاد الروسي، إلى التصريح عن المعلومات الكاملة حول توزع العملات في المحفظة المعيارية. كما عمدت حوالي نصف البنوك المركزية إلى الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأداء محفظة الاحتياطيات الأجنبية[2].

الجدول رقم(٩): الإفصاح الخارجي

(الأرقام بمليارات الدولارات الأمريكية)

الدولة	الإطار المؤسساتي	أصناف الأصول المؤهلة للاستثمار	تخصيص الأصول(٢)	توزع العملات(٣)	الأداء	الاحتياطيات القائمة(٤) (٢٠٠٧/١٢)
الصين	√					1,528.3
اليابان	√	√			√	948.4
روسيا	√	√	√	√	√	464.0

1- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management, trends and challenges, Monetary and Economic Department, p15.

2 - BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management-trends and challenges, Monetary and Economic Department, p13,14.

تايوان						270.3
الهند	√	√			√	266.6
كوريا الجنوبية	√	√				261.8
منطقة اليورو	√	√		√		203.2
البرازيل	√	√				179.4
سنغافورة	√	√				162.5
هونغ كونج	√	√	√		√	152.7
الجزائر						110.2
ماليزيا						100.6
المكسيك	√					86.3
تايلاند	√					85.1
تركيا	√	√5				73.4
إندونيسيا		√5				54.7
المملكة المتحدة	√	√	√	√	√	49.0
الولايات المتحدة	√	√	√	√		45.8
سويسرا	√	√	√	√	√	44.5
الأرجنتين	√	√	√	√	√	44.2
كندا	√	√	√	√	√	41.0
السعودية	√					32.3
جنوب أفريقيا	√	√				29.6
أستراليا	√	√	√	√	√	24.8

المصدر: صندوق النقد الدولي ٢٠٠٨, مواقع إلكترونية وتقارير سنوية للمصارف المركزية والسلطات النقدية وتقييم المؤلفين للمعلومات.

(١): وذلك خلافاً للمعلومات الواردة في الجداول الأخرى فإن البيانات هنا ليست مشتقة من استطلاع مصرف التسويات الدولية ولكنها مستخرجة من الإفصاحات عن طريق المنشورات الرسمية مثل: التقارير السنوية أو الإنترنت. تحتوي عينة البلدان هنا على بلدان من مجموعة الدول العشرين و/أو التي تتجاوز احتياطياتها ٨٠ مليار دولار في نهاية ٢٠٠٧/١٢ ولم تجب على استطلاع مصرف التسويات الدولية. إن الإشارة √ تعني "نعم" والخلية الفارغة تعني "لا".

(٢): المعلومات المحددة حول نسب فئات الأصول المختلفة. (٣): المعلومات المحددة حول نسب العملات المختلفة. (٤): احتياطيات القطع الأجنبي بمليارات الدولارات الأمريكية.

وعالجت المصارف المركزية خلال العقد الماضي القضايا الرئيسية للاحتياطات الأجنبية المتعلقة بالشفافية (في سياق حسن التنظيم والإدارة والمساءلة) استناداً إلى ميثاق "شفافية السياسات النقدية والمالية"[١] الصادر عن صندوق النقد الدولي في عام ١٩٩٩، حيث كان هدف هذا الميثاق النهوض بممارسات الشفافية التي ينبغي على المصارف المركزية أن تنتهجها في إدارتها للسياسة النقدية، وأن تنتهجها المصارف المركزية وغيرها من الوكالات المالية في إدارتها للسياسة المالية. وتحقيقا لهذا الغرض، اشتمل الميثاق على عناصر متعددة لممارسات الشفافية السليمة فيما يتصل بسياسات النقد الأجنبي، وإدارة الاحتياطيات الأجنبية، وما يرتبط بهما من عمليات في أسواق النقد الأجنبي. وعلاوة على تحديد طائفة من ممارسات الإفصاح العام المتعلقة بسياسات النقد الأجنبي والمسؤوليات المؤسساتية الخاصة بإدارة الاحتياطيات، هدف هذا الميثاق إلى النهوض بالشفافية من خلال المساءلة. حيث اشترط هذا الميثاق الذي اعتمدته اللجنة المؤقتة في سبتمبر ١٩٩٩، إتباع ممارسات محددة للإفصاح العام تغطي ما يلي:

المؤسسة المسؤولة عن سياسة النقد الأجنبي، مسؤوليات المصرف المركزي عن احتياطيات النقد الأجنبي، القواعد والإجراءات الخاصة بعلاقات المصرف المركزي مع الأطراف النظيرة في الأسواق التي يمارس فيها نشاطه وكذلك القواعد التي تحكم عمل الأسواق المالية المنظمة (بما في ذلك القواعد المطبقة على جهات إصدار الأدوات المالية للتداول)، والمعلومات المتعلقة بحيازات البلد من الأصول الاحتياطية المحررة بالنقد الأجنبي، وخصوم والتزامات السلطات النقدية. على أن يكون الإعلان بناءً علي جدول زمني معلن عنه مسبقاً، بالإضافة لإعلان المصرف المركزي عن ميزانيته العمومية على أساس جدول زمني معلن عنه مسبقاً مع الإعلان عن معلومات معينة عن معاملاته الكلية في السوق.

وبموجب هذا الميثاق كان هنالك متطلبات أكثر شمولية تضمنت معلومات عن إدارة الاحتياطيات الأجنبية شملت ما يلي: إصدار ملخص للميزانية العمومية للمصرف المركزي على أساس متواتر وبناءً على جدول زمني معلن عنه مسبقاً، إعداد ميزانية عمومية مفصلة للمصرف المركزي بناءً على معايير محاسبية سليمة وموثقة، الإفصاح للجمهور

[١]- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١، ص١٥، ١٦.

عن الكشوف المالية بناء على جدول زمني معلن عنه مسبقاً بعد أن تقوم جهة مستقلة بمراجعتها محاسبياً الإعلان عن إجراءات التنظيم والإدارة المعمول بها داخلياً لضمان نزاهة العمليات بما في ذلك إجراءات المراجعة المحاسبية الداخلية.

وقد ارتكز ميثاق شفافية السياسات النقدية والمالية على مجموعة من المبادئ التالية:

◈ وضوح أدوار ومسؤوليات وأهداف الهيئات المالية المسؤولة عن إدارة الاحتياطيات. حيث يجب الإعلان عن توزيع مسؤوليات إدارة الاحتياطيات، بما في ذلك ترتيبات الوكالة بين الحكومة وجهاز إدارة الاحتياطيات (غالباً المصرف المركزي) والأجهزة الأخرى، وشرح ذلك للجمهور. ووفقاً لهذا الميثاق فإن جهاز إدارة الاحتياطيات يمكن أن يضطلع بوظيفته بسبل متعددة، كأن يعمل مثلاً بصفته الطرف الأساسي أو وكيلاً له. لذلك من المهم في كل حالة تحديد ملكية الاحتياطيات تحديداً واضحاً، كذلك يمكن أن تتأثر مسؤوليات إدارة الاحتياطيات بالمسؤوليات المؤسسية المختلفة المتعلقة بسياسة النقد الأجنبي، وبناءً على ذلك فإنه من المهم الإفصاح عن المسؤوليات المحددة لكل من سياسة النقد الأجنبي وإدارة الاحتياطيات إذ أن هذا الإفصاح يساعد الأسواق المالية والجمهور على فهم كيفية صنع قرارات سياسة سعر الصرف، وتأثيرها على أهداف إدارة الاحتياطيات، وإطار المساءلة الخاص بقرارات ونتائج إدارة الاحتياطيات.

وحيث يعمل جهاز إدارة الاحتياطيات كوكيل للحكومة في الاضطلاع بوظائف إدارة الاحتياطيات، فإنه يجب تحديد دوره و صلاحياته بوضوح، كأن يتم النص على ذلك في التشريع المنظم لعمل ذلك الجهاز، علاوة على الإفصاح عنها وشرحها للجمهور، ويضمن التحديد الواضح لدور وصلاحيات هذا الجهاز عدم حدوث خلط بشأن من يتحمل المسؤولية النهائية عن وضع سياسة إدارة الاحتياطيات وتنفيذها. حيث يتسنى للجمهور من خلال الإفصاح العام فهم مدى مسؤولية جهاز إدارة الاحتياطيات ووضع كل من جهاز إدارة الاحتياطيات والحكومة في موضع المساءلة عن مسؤولياتهما وأفعالهما.

ووفقاً لهذا الميثاق فإنه يجب أن تكون أيضاً الأهداف العامة لإدارة الاحتياطيات واضحة التحديد وأن يتم الإفصاح عنها للجمهور، مع شرح العناصر الرئيسية للسياسة المعتمدة في هذا الصدد. حيث أن مثل هذا الإفصاح العام يعزز مصداقية سياسات إدارة الاحتياطيات وغاياتها ونتائجها.

◈ علانية الإجراءات المتبعة في عمليات إدارة الاحتياطيات في الأسواق. حيث يجب الإفصاح للجمهور عن المبادئ العامة التي تحكم العلاقات بين هيئة إدارة الاحتياطيات والهيئات الأخرى المقابلة في عمليات إدارة الاحتياطيات. فالإفصاح في هذا المضمون يطمئن الجمهور إلى استناد عمليات إدارة الاحتياطيات إلى معايير موضوعية تتسم بالعدالة والحياد. حيث من الممكن أن تتضمن ممارسات الإفصاح المحددة، المعايير المستخدمة في تحديد النظراء

المؤهلين بالسوق، وأن عمليات إدارة الاحتياطيات تتم بأسعار تحددها السوق، وأن المشاركين بالسوق يلتزمون بمدونات قواعد السلوك المرعية. غير أن اعتبارات السرية لها أهميتها ويجب عدم نشر التفاصيل التشغيلية التي من شأنها إضعاف قدرة جهاز إدارة الاحتياطيات على ممارسة نشاطه في الأسواق بصورة فعالة. ولا يجب أيضاً أن يتوسع الإفصاح العام ليشمل تقديم تفاصيل معينة عن العلاقات مع الأطراف المقابلة الفردية.

◈ إتاحة المعلومات المتعلقة باحتياطيات النقد الأجنبي للجمهور. حيث يجب الإفصاح للجمهور وفق جدول زمني معلن عنه سلفاً عن المعلومات المتعلقة باحتياطيات النقد الأجنبي.

فالإفصاح العام والدقيق وفي الوقت المناسب عن حجم الاحتياطيات الأجنبية وسيولة النقد الأجنبي لدى البلد المعني يساعد على تعزيز عملية صنع القرار استناداً إلى المعلومات الكافية التي تتوفر للقطاعين العام والخاص في الأسواق المالية المحلية والعالمية. ويتبين من التجارب السابقة أيضاً أن الإفصاح عن تلك المعلومات في الوقت المناسب يمكن أن يسمح بمزيد من التدرج في إجراء التصحيح المطلوب في الأسواق.

إن المعيار الخاص بنشر البيانات SDDS الصادر عن صندوق النقد الدولي[1]، والنموذج المرتبط به عن بيانات الاحتياطيات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية (المعروف اختصاراً باسم نموذج البيانات)، شكلا خلال العقد الماضي معياراً قياسياً شاملاً لمضمون وتوقيت عمليات الإفصاح العامة المتعلقة بالاحتياطيات الأجنبية والأنشطة الأخرى ذات الصلة. حيث جمع نموذج البيانات بين بيانات الميزانية العمومية والبيانات خارج الميزانية العمومية المتعلقة بالأنشطة المالية الدولية التي تقوم بها السلطات الوطنية، وهدف إلى تقديم صورة شاملة عن الأصول المحررة بالعملة الأجنبية والمسحوبات من تلك الموارد الناشئة عن مختلف الخصوم والالتزامات بالعملة الأجنبية. كذلك استخدم النموذج كأساس لإبلاغ البيانات إلى صندوق النقد الدولي لأغراض مراقبة البرامج التي يمولها الصندوق.

◈ مساءلة الهيئات المسؤولة عن إدارة الاحتياطيات وضمان نزاهتها. حيث يجب إدراج سير أنشطة إدارة الاحتياطيات الأجنبية في المراجعة المحاسبية السنوية التي تجري على الكشوف المالية للهيئة المختصة بإدارة الاحتياطيات، ويجب

---

[1]- إن المعيار الخاص لنشر البيانات وضع في عام ١٩٩٦ لإرشاد البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي المتاح لها الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، أو التي تسعى للوصول إليها، بشأن كيفية تقديم البيانات الاقتصادية والمالية للجمهور. ويتم الاشتراك في المعيار الخاص لنشر البيانات على أساس طوعي لكنه ينطوي على التزام من جانب العضو المشترك بمراعاة المعيار الخاص، بما في ذلك نموذج بيانات الاحتياطيات، على النحو الذي اعتمده المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في ٢٣ آذار ١٩٩٩. وقد صمم نموذج بيانات الاحتياطيات بحيث يوفر معلومات عن حجم وتكوين الأصول الاحتياطية، والأصول الأجنبية الأخرى التي في حوزة المصرف المركزي والحكومة، و الخصوم الأجنبية قصيرة الأجل، وما يرتبط بذلك كله من أنشطة يمكن أن تؤدي إلى نشوء طلب على الاحتياطيات، ومن قبيل ذلك مراكز المشتقات المالية والضمانات المقدمة من الحكومة على الاقتراض الخاص.

ويتألف النموذج من أربعة أقسام هي: ١- الاحتياطيات الأجنبية والأصول الأخرى المحررة بالعملة الأجنبية ٢- المسحوبات قصيرة الأجل المقررة سلفاً من الأصول المحررة بالعملة الأجنبية ٣- صافي المسحوبات قصيرة الأجل المحتملة من الأصول المحررة بالعملة الأجنبية، ٤- بنود للتذكرة.

أن يقوم مراجعون خارجيون مستقلون بعملية تدقيق الكشوف المالية، كما يجب الإفصاح للجمهور عن رأيهم فيها. فالمراجعات المحاسبية الخارجية، عندما تجري وفق معايير المراجعة المعترف بها دولياً فإنها تقدم رأيا مستقلاً بشأن صدق وعدالة المعلومات المفصح عنها في الكشوف المالية، و بالتالي صدق وعدالة السجلات المالية التي استندت إليها هذه الكشوف فيما يتعلق بأنشطة إدارة الاحتياطيات ونتائجها. وتشتمل المراجعة الخارجية المستقلة للكشوف المالية السنوية للهيئة المختصة بإدارة الاحتياطيات عادةً على فحص السجلات المحاسبية والضوابط المرتبطة بأنشطة إدارة الاحتياطيات، وكذلك التحقق من مدى التوافق بين المعلومات المفصح عنها والواردة في الكشوف المالية من جهة والمعلومات الواردة في التقرير السنوي من جهة أخرى. ويجب أن يكون نشر رأي المراجعين مع الكشوف المالية جزءاً لا يتجزأ من إطار المساءلة.

ويتطلب تكوين رأي صادق وعادل أن تلتزم المعلومات المالية والمعلومات الأخرى المفصح عنها الواردة في الكشوف المالية بمعايير المحاسبة المعترف بها دولياً.

كما يجب الإفصاح للجمهور عن المبادئ العامة للتنظيم والإدارة المعمول بها داخلياً لضمان نزاهة عمليات الهيئة المختصة بإدارة الاحتياطيات. فالإفصاح عنصر مهم في طمأنة الجمهور والأسواق إلى كفاءة وحسن أداء الهيئة المختصة بإدارة الاحتياطيات في الوفاء بمسؤولياتها المتعلقة بأنشطة إدارة الاحتياطيات، وبالوظائف الأخرى التي قد تكون مكلفة بأدائها. ويجوز الإفصاح عن البيانات اللازمة كجزء من الكشوف المالية السنوية الخاصة بهيئة إدارة الاحتياطيات، أو نشرها في سجل رسمي أو في غيره من المطبوعات، بالإضافة إلى موقع الهيئة على شبكة الإنترنت. وبالإضافة إلى الإفصاح عن إدارة المخاطرة الذي تتطلبه المعايير الدولية، يمكن أن يمتد الإفصاح ليشمل مناقشة واسعة لدور مجلس الإدارة ولجنة الاستثمار في وضع سياسات ومحددات إدارة الاحتياطيات، ومراجعة الحسابات الداخلية، ودور لجنة المراجعة، وترتيبات المراجعة الخارجية للحسابات[1].

ثالثاً: التحديات التي تواجه إدارة الاحتياطيات الأجنبية:

واجهت مهمة إدارة احتياطياتها الأجنبية من قبل المصارف خلال العقد الماضي مجموعة من التحديات الهامة وبينما كان لبعض هذه التحديات آثار محدودة على التنظيم الداخلي وعلى إدارة المؤسسة، فقد كان لبعضها الآخر آثار هامة على الأسواق المالية وأسعار الصرف. ومن أهم هذه التحديات:

١- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول، ٢٠٠١، ص١٥، ١٦، ١٧، ١٨، ١٩، ٢٠.

أ- الموازنة بين العائد والمخاطرة:

لم يكن هنالك معيار واضح تتم بناءً عليه عملية الموازنة الملائمة بين العائد والمخاطرة بهدف تحديد المخاطرة التي تتحملها المصارف المركزية نتيجة استثمارها لاحتياطياتها الأجنبية. وفي هذا السياق، فقد واجه المصارف المركزية تحدٍ رئيسي تمثل في كونها مؤسسات تقوم بوظائف متعددة، وبالتالي فإن الموازنة الملائمة بين العائد والمخاطرة تطلب أخذ هذه الوظائف الواسعة بالاعتبار. لأن الأهداف الرئيسية للمصارف المركزية تصاغ نموذجياً لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي والنقدي. وفرض ذلك مجموعة من القيود على عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية التي ينبغي أن لا تتعارض مع هذه الأهداف الأساسية بل ينبغي أن تدعمها أيضاً في أحسن الأحوال. حيث أن الرؤية التي يُقيِّم المصرف المركزي من خلالها الأرباح والخسائر الناجمة عن إدارة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية تكون بشكل طبيعي مختلفة تماماً عن رؤية المؤسسات الخاصة. وبوضع رؤية القطاع الخاص جانباً، فإن الرؤية التي يقيم من خلالها المصرف المركزي احتياطياته الأجنبية عند الموازنة بين الخطر والعائد تتخذ "اتجاهاً تحفظياً"[1].

ب- اختيار عملة القياس لمحفظة الاحتياطيات الأجنبية:

١- تعرف وحدة القياس بأنها: الوحدة المستخدمة لقياس قيمة المحفظة الاستثمارية، بالإضافة لذلك فإنها تلعب دوراً أساسياً في أي مسألة مرتبطة بعملية تخصيص الأصول، وهي تساعد في قياس العوائد الفعلية والمتوقعة للمحفظة الاستثمارية، وتساعد أيضاً في قياس المخاطرة المرافقة لتلك العوائد.

وبما أن التقلب في وحدة القياس يعيق عملية تشكيل المحفظة المثلى، فقد بينت النقاشات المرتبطة بوظيفة وحدة القياس فيما إذا يتم أو لا يتم استخدامها كمدخل لتكوين المحفظة المثلى، أنه يجب أن يستند هذا الاستخدام إلى مجموعة من المبادئ الأساسية وفقاً لوظائف الاحتياطيات الأجنبية. ومن الممكن تحديد وحدة القياس في شروط حقيقية أو اسمية، كما يمكن أيضاً أن تتحدد في شروط تتعلق بكون وحدة القياس عملة فردية أو سلة عملات، بعد الأخذ بعين الاعتبار بعض المسؤوليات وتطبيقاتها.

٢- العوامل المرتبطة باختيار عملة القياس:

[1]- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management- trends and challenges, Monetary and Economic Department, p17,18,19.

استندت المصارف المركزية خلال العقد الماضي عند اختيارها لوحدة القياس إلى تحليل دقيق لاستخدامات الاحتياطيات الأجنبية، بالإضافة للعوامل المؤسساتية الأخرى التي تؤثر على عملية تحمل المخاطرة. وبناءً عليه فإن اختيار عملة القياس خضع للاعتبارات التالية:

- إذا كانت عملية تمويل المستوردات في ظل الأزمات تمثل الغاية الأساسية لحيازة الاحتياطيات الأجنبية، فإن الاختيار الطبيعي لوحدة القياس يجب أن يطابق سلة من المستوردات مقاسةً في شروط حقيقية.
- إذا كان الدافع لحيازة الاحتياطيات الأجنبية يتعلق بكونها وسيلة لتغطية التزامات الدولة (ديونها الخارجية) فإن الاختيار الطبيعي لعملة القياس يجب أن ينسجم مع الالتزامات الخارجية للدولة.
- في حال كان الدافع لحيازة الاحتياطيات الأجنبية يتعلق بأغراض التدخل في السوق من أجل التأثير على قيمة العملة الوطنية، فإن اختيار عملة القياس يرتبط بالعملة التي تلبي أغراض التدخل بصورة أكبر.
- وفي حال كون المصرف المركزي مهتماً بأثر التغيرات في قيمة الاحتياطيات الأجنبية على ربحيتها ورأسمالها، فإن العملة المحلية تمثل اختياراً طبيعياً كوحدة للقياس[1].

ووفقاً للمسح الذي أجراه مصرف التسويات الدولية في عام ٢٠٠٨، فإنه كان هنالك اختلاف فيما بين المصارف المركزية من حيث اختيارها لوحدة القياس، فقد بين هذا المسح أن حوالي ثلث المصارف المركزية استخدمت العملة المحلية, وخمسها استخدم سلة من العملات، والباقي استخدم إحدى العملات الأجنبية الرئيسية[2].

[1]- BIS Papers, No 38, March 2008, FX reserve management-elements of a framework, Monetary and Economic Department, p18.

[2]- BIS Papers, No 40, May 2008, FX reserve management-trends and challenges, Monetary and Economic Department, p21,22,23.

المبحث الثالث

أثر الأزمة المالية العالمية على إدارة الاحتياطيات الأجنبية

تم تقسيم هذا المبحث إلى محورين خصص الأول منهما لبحث استجابة المصارف المركزية للأزمة المالية العالمية، في حين خصص المحور الثاني لبحث أثر الأزمة المالية العالمية على إدارة الاحتياطيات الأجنبية.

أولاً: استجابة المصارف المركزي للأزمة المالية العالمية:

في أعقاب فقاعة الأسهم التي انفجرت خلال عام ٢٠٠٠ بقيت أسعار الفائدة منخفضة جداً إلى فترة طويلة من الزمن، ما حفز المستثمرين على تحمل مخاطر إضافية باعتبار أن:

١- المستوى المنخفض لأسعار الفائدة دفع المستثمرين إلى الاقتراض وزيادة رافعتهم المالية عن طريق شراء الأصول المالية عالية العائد والتي تتسم أيضاً بالمخاطرة المرتفعة.

٢- السيولة الكافية والمتاحة نتيجة انخفاض تكلفة التمويل مكنت المستثمرين من تحمل المزيد من المخاطرة.

وقد أدى اندفاع المستثمرين لتحمل المزيد من المخاطرة، إلى إيجاد وضع جديد للاقتصاد الكلي، حيث ساد لديهم اعتقاد بأن السياسات النقدية المتبعة خلال تلك الفترة ستكفل لهم الخروج من الأزمات في حال حدوثها.

وقد واجه السياسة النقدية المتبعة من قبل المصارف المركزية خلال الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠٠ و٢٠٠٧ انتقاد رئيسي، تمثل بالاستجابة الثنائية لمواجهة الارتفاع في أسعار الأصول[١].

وعليه يمكن بحث ما تقدم من ثلاثة اتجاهات مختلفة:

الاتجاه الأول: يتعلق بمدى الاختلال الذي ألحقته الأزمة المالية بالاقتصاد الكلي، وتبدو الأسباب حقيقية أكثر منها نقدية. فبالرغم من لجوء المصارف المركزية خلال عامي (٢٠٠٢ – ٢٠٠٥) إلى استيعاب فائض السيولة والحد من الارتفاع في أسعار الأصول المالية من خلال الرفع التدريجي لأسعار الفائدة إلا أن أسعار الفائدة الحقيقية ظلت منخفضة بالمقارنة مع أسعار الفائدة الاسمية. حيث تسبب فائض المدخرات في العالم وخاصة في الاقتصاديات الناشئة في منع أسعار الفائدة الحقيقية من الارتفاع.

الاتجاه الثاني: يمكن تفسير جزء من فقاعة الأسعار التي تشكلت خلال عامي (٢٠٠٢-٢٠٠٥) كنتيجة للتغيرات الهيكلية في بنية الاقتصاد العالمي، والتي ترافقت مع التطور المالي الكبير الذي شهدته الاقتصاديات النامية والناشئة. ووفقاً لبعض المحللين فإن العالم أصبح يعاني خلال هذه الفترة من نقص في الأصول وفائض كبير في السيولة (حيث أضحى هنالك فائض كبير في الطلب على الأدوات المالية الآمنة التي عجز المعروض منها على تلبية هذا الطلب المتنامي). وقد توزع هذا الفائض الكبير في السيولة بصورة غير متكافئة فيما بين الاقتصاديات العالمية. فبينما كانت تعد الولايات المتحدة المزود الأساسي للسيولة في العالم، فقد أصبحت تجذب تدفقات رؤوس المال إليها نتيجة اختلال توازن الاقتصاد العالمي (نتيجة النمو الكبير لاقتصاديات الدول الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية). وتسببت الزيادة في الطلب على الأصول المالية (من قبل الدول الناشئة والنامية) داخل الولايات المتحدة الأمريكية بارتفاع أسعار هذه الأصول، ما أدى بالنتيجة إلى حدوث فقاعات في أسعار الأصول المالية. كما أن النقص في الأصول المالية تم مواجهته داخل الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق إعطاء بنوك الاستثمار المزيد من الحرية للقيام بنشاط المشتقات المالية وإيجاد المزيد من المبتكرات المالية ما أوجد اقتصاداً ورقياً وهمياً كبيراً.

الاتجاه الثالث: إن ضعف وفشل الأسواق المالية لعب دوراً رئيسياً في حدوث الأزمة المالية العالمية. فخلال العقود الأخيرة أصبحت المبتكرات المالية مصدراً لتحويل الأدوات المالية غير السائلة والخطرة إلى أصول آمنة وسائلة (إن هذه العملية فقدت مصداقيتها بشكل مفاجئ بالتزامن مع انفجار فقاعة الائتمان في منتصف عام ٢٠٠٧). وقد ساهم

[١]- من ناحية لجأت المصارف المركزية لرفع أسعار الفائدة لامتصاص فائض السيولة ومن ناحية أخرى لم تواجه الطلب المتنامي على الأصول المالية جراء فائض السيولة وتركت الحرية لبنوك الاستثمار لتخلق اقتصاد ورقي بلغ حجمه ٦ تريليون دولار على شكل عمليات توريق ومشتقات مالية ما تسبب بالأزمة المالية العالمية.

قصور كل من وكالات التصنيف والقوانين المحاسبية، بالإضافة للعمليات والقيود خارج الميزانية غير المنظمة ونقص عملية إدارة المخاطرة بشكل مباشر أو غير مباشر في إضعاف النظام المالي العالمي والتسبب في الأزمة المالية العالمية. ما أدى إلى ظهور ضرورة في الوقت الحالي لإيجاد تشريع قانوني جديد ودعم الإجراءات الرقابية للمصارف المركزية، بحيث ينسجم ذلك مع الجهود العالمية المبذولة لحل الأزمة المالية العالمية بالإضافة لإيجاد هيئة جديدة تضمن الاستقرار المالي[1].

وعليه تمثلت استجابة المصارف المركزية للأزمة المالية العالمية من خلال مجموعة من التدخلات اتسمت بالمزايا التالية:

١- أصبحت عمليات التدخل زمنية وحاسمة. فعلى سبيل المثال، عندما هددت الاضطرابات المالية في بداية شهر آب من عام ٢٠٠٧ بتعثر سوق العمليات بين المصارف، استجابت المصارف المركزية في منطقة اليورو بشكل سريع لذلك وقامت بضخ مبلغ قدره ٩٥ مليار يورو بشكل استثنائي لدعم نقص السيولة. كما استجاب المصرف المركزي الأوروبي (بعد أن اتخذ عدداً من الوسائل الإضافية خلال الفترات اللاحقة) بسرعة كبيرة للأزمة التي تفاقمت في شهر تشرين الأول من عام ٢٠٠٨ عن طريق الإعلان عن اتخاذ مجموعة من التدابير النقدية الاستثنائية بعيدة المدى والمتمثلة بالبدء بسلسلة من التخفيضات المعلنة في أسعار الفائدة. حيث أدت هذه التخفيضات إلى تراجع سعر الفائدة الرئيسي للمصرف المركزي الأوروبي (سعر الفائدة على عمليات التمويل الأساسية) من مستوى ٤.٢٥٪ في شهر تشرين الأول لعام ٢٠٠٨ إلى مستوى ١٪ في شهر أيار لعام ٢٠٠٩ وقد أدت هذه التخفيضات إلى تراجع جوهري في الضغوط التضخمية المتشكلة خلال الفترة المشار إليها آنفاً.

٢- أصبحت تلك التدخلات مرنة ومبتكرة. حيث ارتأت المصارف المركزية أن مهمتها الأساسية تتمثل بالحيلولة دون حدوث شلل في النظام المالي العالمي وتأمين السيولة الكافية للنظام المصرفي، بالإضافة للإبقاء على آليات التمويل النقدية تعمل بشكل فعال. ولإنجاز تلك الأهداف، فقد تركز اهتمام المصارف المركزية في هذه المرحلة على توسيع وتنويع وسائلها وأدواتها المالية. فعلى سبيل المثال تم اتخاذ قرار في منطقة اليورو يقضي بتخفيض مؤقت للتصنيف

1 - ECB, DISCOURSE, November 2009, Central Banks in the financial crisis, Central Bank of Syria, p1,2.

الائتماني من مستوى A إلى مستوى BBB بهدف الحصول على درجة معينة من الضمان تؤمن شرعية القيام بالعمليات الائتمانية في هذه المنطقة. كما عملت بعض الدول التي تتم فيها علميات الائتمان بشكل رئيسي من خلال الأسواق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، منطقة اليورو) على ابتكار مجموعة جديدة من التسهيلات لتامين التمويل ولتخفيض تكاليف الاقتراض، من خلال شراء الأوراق المالية (سندات الدين) من القطاع العام والخاص. فعلى سبيل المثال تم اتخاذ قرار في منطقة اليورو بإطلاق برنامج مخصص لشراء السندات المغطاة بالأصول والذي هدف إلى شراء ٦٠ مليار يورو من هذه الأوراق المالية، وقد بلغت قيمة هذه المشتريات في نهاية عام ٢٠٠٩ ما مقداره ٢١ مليار يورو. وقد هدفت المصارف المركزية في منطقة اليورو من وراء هذا التدخل إلى تأمين السيولة الكافية للنظام المصرفي دون عوائق أو قيود، باعتبار أن النظام المصرفي هو المحرك الرئيسي للاقتصاد في هذه المنطقة. لذلك فقد قرر صانعوا السياسة في المصرف المركزي الأوربي خلال شهر تشرين الأول لعام ٢٠٠٨، أن يقوم هذا المصرف بتأمين سيولة للمصارف بمبالغ غير محددة عند سعر فائدة ثابت، وقد بدأ فعلاً المصرف المركزي الأوروبي في شهر حزيران من عام ٢٠٠٩ بتأمين السيولة للمصارف لمدة عام واحد بكميات غير محدودة عند سعر فائدة ثابت، وقد بلغ إجمالي حجم السيولة الممنوحة للنظام المصرفي في منطقة اليورو نتيجة لذلك ٥١٧ مليار يورو.

٣- اتسمت تدخلات المصارف المركزية بالانسجام والتعاون الملفت للنظر. فالتخفيضات التدريجية في أسعار الفائدة العالمية في شهر تشرين الأول لعام ٢٠٠٨ والتي تعد الأكبر من نوعها، تمت بالتنسيق فيما بين المصارف المركزية الرئيسية السبع في العالم[١]. كما تم الاتفاق فيما بين هذه المصارف المركزية على ضمان معالجة النقص في السيولة في المصارف والأسواق المالية العالمية بصورة سريعة وكافية. فعلى سبيل المثال، فإنه بالتزامن مع ما واجهته أسواق الصرف الأجنبية العالمية من شح هائل في السيولة، سمحت اتفاقية تبادل القطع الأجنبي المبرمة بين الاحتياطي الفدرالي الأمريكي والاتحاد الأوربي، بتزويد المصارف الأوربية بما مقداره ٣٠٠ مليار دولار أمريكي. كما سمحت اتفاقية تبادل القطع الأجنبي المبرمة بين المصارف الأوروبية والمصرف المركزي السويسري بقيام الأخير بتزويد المصارف الأوروبية بمبلغ قدره ٣٧ مليار فرنك سويسري[٢].

---

[١] – الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، المصرف المركزي الأوروبي، المصرف المركزي البريطاني، المصرف المركزي الياباني، المصرف المركزي الكندي، الاحتياطي الفدرالي الأسترالي، المصرف المركزي السويسري.

[2]- ECB, DISCOURSE, November 2009, Central Banks in the financial crisis, Central Bank of Syria, p3,4.

وبناءً على ما تقدم، وبالتزامن مع التساؤلات المتعلقة بالمهام المستقبلية المنوطة بالدول لمنع حدوث الأزمات الاقتصادية، وبالمساهمة التي يمكن أن تقدمها المصارف المركزية في هذا السياق[1]، وباعتبار أن الفقاعة الائتمانية التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية الأخيرة تسببت بأعباء ثقيلة على اقتصاديات الدول ورفاهيتها، فقد توجب على جميع اقتصاديات دول العالم العمل على تجنب تكرار الأسباب التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة، وذلك مهما كانت درجة تعقيد الفقاعات الاقتصادية من حيث صعوبة اكتشافها، وصعوبة منعها، وصعوبة مواجهتها.

وعليه يمكن إجمال الدور الذي يتوجب على المصارف المركزية أن تؤديه لمنع حدوث الأزمات الاقتصادية المستقبلية بما يلي:

- إن الهدف الرئيسي الذي يتوجب على المصارف المركزية إنجازه لمنع حدوث الأزمات الاقتصادية يتمثل بضمان استقرار الأسعار. حيث أن أي تهاون في تحقيق هذا الأمر الأساسي سيتسبب بضرر كبير جداً على ثروة الدول وممتلكاتها على المدى الطويل.
- كما أنه يتوجب على المصارف المركزية بالإضافة لتحقيق هدفها الرئيسي المتمثل باستقرار الأسعار الاهتمام بتحقيق الأهداف الأخرى المرافقة لاستقرار الأسعار. وبالنظر إلى ممارسة الاتحاد الأوربي خلال العقد الماضي فإننا نجد أنه عمل بشكل حثيث للوصول إلى مستوى عال من الاستقرار المالي بالإضافة لهدفه الرئيسي المتمثل في استقرار الأسعار. ونستنتج من هذه الممارسة للاتحاد الأوروبي أنه، عندما يتم تقييم البيئة المالية والاقتصادية بشكل جيد، فإنه ينبغي على المصارف المركزية أن تتخذ منظوراً طويل الأجل وأن تكون أكثر حذراً فيما يتعلق بالتنبؤ بحدوث الاختلالات المالية.
- ينبغي على المصارف المركزية أن تكون مستعدة دائماً وبشكل جيد لدراسة تحركات الأموال وتركزات الائتمان، ما يعد عنصراً أساسياً في اكتشاف المخاطرة طويلة الأجل التي تهدد استقرار الأسعار والاستقرار المالي.

[1]- أعادت الأزمة المالية الأخيرة طرح الكثير من الأسئلة التي كانت مثاراً للجدل في الماضي، حول فيما إذا يتوجب على السياسة النقدية أن تهدف إلى ضمان الاستقرار المالي بشكل موازي لهدفها الرئيسي المتمثل باستقرار الأسعار أم لا.

- كما ينبغي على المصارف المركزية إتباع طريقة عقلانية في ممارسة الرقابة المالية. حيث ينبغي أن تضمن المصارف المركزية من خلال الرقابة العقلانية التي تؤديها سلامة وصحة النظام المالي ككل وليس فقط قوة ونجاح المؤسسات الفردية. كما أن نجاح الرقابة العقلانية الشاملة يتطلب انسجاماً وتنسيقاً بين المشرعين والمصارف المركزية، والسلطات المالية وسلطات الخزينة.

وتتمثل الأسباب الرئيسية التي تجعل المصارف المركزية معنية بمنع حدوث الأزمات الاقتصادية المستقبلية بما يلي:

- إن قيام المصارف المركزية بالتنفيذ الجيد والفعال لسياستها النقدية، لا يمكن أن يتم إلا من خلال وجود أسواق مالية كفوءة تعمل بشكل جيد، الأمر الذي سيساهم بشكل فعال في تطوير وكفاءة عمل هذه الأسواق.
- إن المصارف المركزية على اتصال دائم بالأسواق المالية التي تقوم بدراستها للتنبؤ بالدورات الاقتصادية ما يعطيها ميزة الحصول على المعلومات، وبالتالي فإن ذلك يجعلها مسؤولة عن التنبؤ بالأزمات المالية وضمان الاستقرار المالي والنقدي.
- إن استقلالية المصارف المركزية تسمح لها بإجراء تقييمات محايدة ومعلنة للمخاطر. وفي الواقع أن أحد الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية الأخيرة، أنه في الدول التي تتولى فيها المصارف المركزية الرقابة المصرفية، كانت هذه الدول قادرة على الاستجابة السريعة والمرنة للحالات الطارئة[1].

ثانياً: أثر الأزمة المالية العالمية على إدارة الاحتياطيات الأجنبية:

تجلى أثر الأزمة المالية العالمية على عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية بما يلي:

[1]- European Central Bank (ECB), November 2009, Central Banks in the financial crisis, DISCOURSE, Central Bank of Syria, p6,7.

أ- غيرت الأزمة المالية المفاهيم المتعلقة بكفاية الاحتياطيات الأجنبية.

ب- عززت هذه الأزمة الفكرة القائلة بأن سياسة تخصيص الأصول يجب أن تراعِ العوامل المؤثرة على أداء المحفظة الاستثمارية في أوقات حدوث الأزمات.

جـ- أدت هذه الأزمة إلى إعادة النظر بمفهوم التنويع والائتمان في محفظة الاحتياطيات الأجنبية، نتيجة ازدياد كره المخاطرة.

د- سلطت الأزمة المالية الضوء على ضرورة الاهتمام بعملية إدارة المخاطرة.

ولمعرفة أثر الأزمة المالية العالمية على عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية، سنقوم بدراسة التطورات العالمية التي طرأت على الاحتياطيات الأجنبية وتخصيص الأصول بعد حدوث هذه الأزمة والمقارنة بما كان سائداً قبلها:

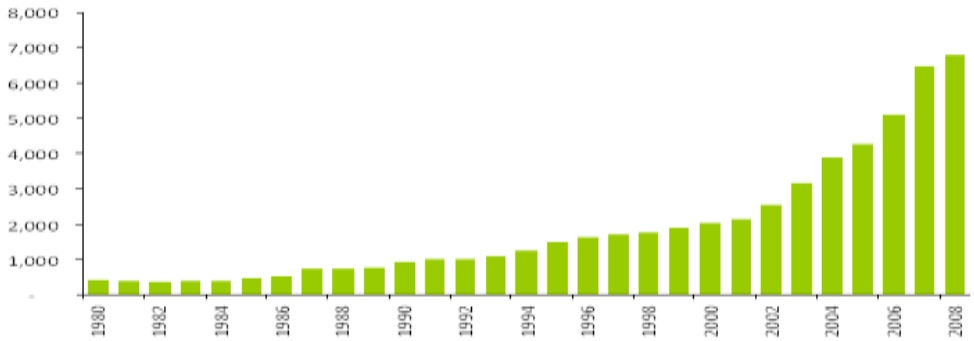
١- تطور الاحتياطيات الأجنبية:

◈ **اتجاهات تطور الاحتياطيات الأجنبية قبل الأزمة المالية العالمية:**

نمت الاحتياطيات الأجنبية للمصارف المركزية حول العالم من مستوى ٧٠٠ مليار دولار خلال عام ١٩٩٠ إلى مستوى ٦,٧ تريليون دولار خلال شهر كانون الأول من عام ٢٠٠٨ (الشكل رقم (١٤)). وتعود الأسباب الرئيسية التي دفعت هذه المصارف إلى زيادة مخزونها من الاحتياطيات الأجنبية خلال هذه الفترة، إلى التحوط من الأزمات الاقتصادية المحتملة (وقد تجلى ذلك بصورة واضحة في الدول الآسيوية الناشئة كالصين وسنغافورة والهند بعد الأزمة المالية الآسيوية في عام ١٩٩٨)، وتمويل مستلزمات التجارة الخارجية (الشكل رقم(١٥)).

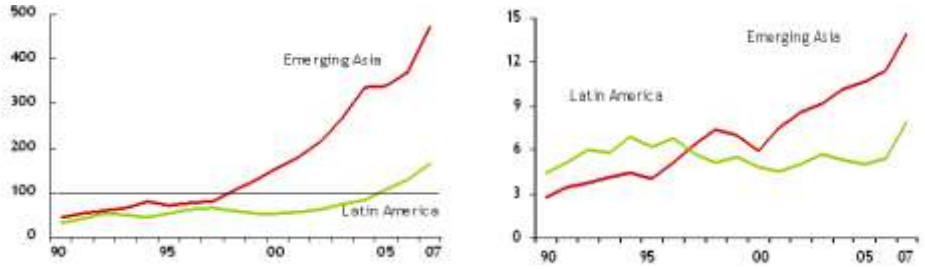
الشكل (١٤): تطور الاحتياطيات الأجنبية للمصارف المركزية بين عامي ١٩٨٠ و ٢٠٠٨

(الأرقام بمليارات الدولارات)



المصدر: صندوق النقد الدولي٢٠٠٩.

الشكل (١٥): تطور الاحتياطيات الأجنبية في الأسواق الناشئة(الآسيوية، وأميركا اللاتينية)



المصدر: مصرف التسويات الدولية ٢٠٠٩

– يوضح يمين الشكل (١٥) تطور الاحتياطيات الأجنبية في الأسواق الناشئة (الآسيوية، وأمريكا اللاتينية)، وذلك على أساس عدد أشهر المستوردات التي تمولها الاحتياطيات الأجنبية بالإضافة لتلبية مدفوعات الفائدة. ويبين هذا الجزء من الشكل أن نمو الاحتياطيات الأجنبية في الدول الآسيوية الناشئة على أساس عدد أشهر تمويل المستوردات وتلبية مدفوعات الفائدة يفوق كثيراً نظيرتها في قارة أمريكية اللاتينية.

– يوضح يسار الشكل (١٥) تطور الاحتياطيات الأجنبية في الأسواق الناشئة (الآسيوية، وأمريكا اللاتينية)، وذلك كنسبة مئوية من الالتزامات الجارية (الديون قصيرة الأجل)، ويبين هذا الجزء من الشكل أن تطور نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الديون قصيرة الأجل في الدول الآسيوية الناشئة يفوق كثيراً نظيرتها في قارة أمريكية اللاتينية.

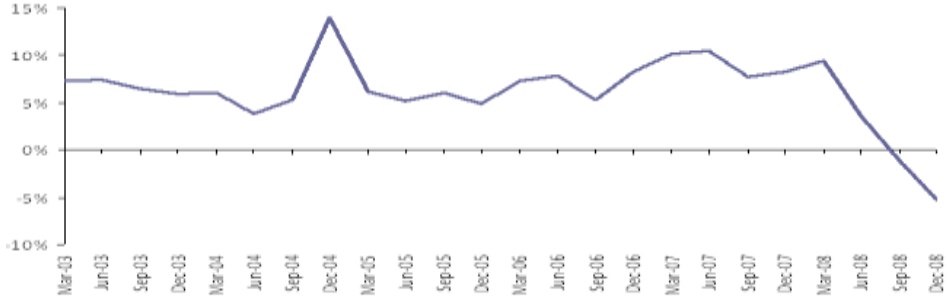
◈ **اتجاهات تطور الاحتياطيات الأجنبية بعد حدوث الأزمة المالية العالمية:**

يمكن ملاحظة سمتين أساسيتين لهذا التطور وهما:

➢ تباطأت وتيرة نمو الاحتياطيات الأجنبية بشكل ملحوظ، نتيجة استخدامها في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية (الشكل رقم(١٦)).

➢ بينت الأزمة المالية العالمية أن الدول التي كان لديها تراكم كبير في مخزونها من الاحتياطيات الأجنبية، كانت قادرة بصورة أفضل على التكيف مع تداعيات هذه الأزمة[1]. وعليه فقد ازدادت الشكوك المتعلقة بمقاييس كفاية الاحتياطيات الأجنبية أي المستوى الملائم من الاحتياطيات الأجنبية الذي يجب على الدول أن تحتفظ به (كان يحدد هذا المستوى قبل الأزمة المالية العالمية على أساس عدد أشهر تمويل المستوردات، تغطية الدين الخارجي، تغطية السيولة المحلية (النقد الموسع).

الشكل (١٦): تطور الاحتياطيات الأجنبية في الدول النامية والناشئة بعد حدوث الأزمة المالية بشكل ربعي



المصدر: صندوق النقد الدولي٢٠٠٩.

٢– تطور عملية تخصيص الأصول:

1- International Seminar, May 19-21, 2009, Financial Crisis and its Impact on Reserves Management at Central Banks, Izmir, Turkey, p2,3,4,5.

◈ المفهوم والتعريف:

تعرف عملية تخصيص الأصول المالية في المحفظة الاستثمارية كما يلي:

التعريف الأول: يتسم بالمعنى الضيق ويتمثل باتخاذ قرار مستقر على المدى الطويل حول توزيع الاحتياطيات الأجنبية المستثمرة على أصناف مختلفة من الأصول المالية. وتتحدد طبيعة هذا التوزيع وفقاً لأصناف الأصول المراد الاستثمار فيها، أو وفقاً لعوامل الانكشاف للمخاطر[١].

التعريف الثاني: يتسم بالمعنى الواسع ويتمثل باتخاذ قرار على المدى الطويل حول توزيع الاحتياطيات الأجنبية المستثمرة على أصناف مختلفة من الأصول المالية استناداً إلى الدراسة والتحليل والتنبؤ لظروف السوق وللأداء المتوقع للمحفظة الاستثمارية. وبناءً عليه يتم تخصيص الأصول على أساس إستراتيجية طويلة المدى ووضع نظام لقياس الانحراف في أداء المحفظة الاستثمارية خلال الفترات القصيرة والمتوسطة الأجل بهدف تقييم أداء هذه المحفظة[٢].

ويرى الباحث أنه يمكن تعريف عملية تخصيص الأصول المالية بأنها: عملية ترجمة المعايير والأهداف الموضوعة من خلال الانكشافات التي تتعرض لها أصناف الأصول، أي اتخاذ قرار استثمار الاحتياطيات الأجنبية استناداً إلى تحليل أداء المحفظة الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة وبما يضمن تحقيق أعلى مستوى من العائد ضمن مستوى مقبول من المخاطرة، أو تحقيق مستوى مقبول من العائد عند أدنى مستوى من المخاطرة.

وعليه يمكن تحديد المراحل المتعلقة بسياسة تخصيص الأصول كما يلي[٣]:

- **المرحلة الأولى:** توضيح الأهداف وتعريف مسؤوليات المؤسسة.
- **المرحلة الثانية:** تعريف الخطر الذي يمكن تحمله، ومعدل العائد المستهدف، وأفق الاستثمار.
- **المرحلة الثالثة:** تعريف أصناف الأصول المتاحة وتحديد الافتراضات المتعلقة بسوق رأس المال.
- **المرحلة الرابعة:** اتخاذ القرار المتعلق بسياسة تخصيص الأصول.
- **المرحلة الخامسة:** تنفيذ سياسة تخصيص الأصول وتقييم قرار المتعلق بسياسة تخصيص الأصول.

◈ اتجاهات تخصيص الأصول قبل الأزمة المالية العالمية:

---

[1]- International Seminar, May 19-21, 2009, Financial Crisis and its Impact on Reserves Management at Central Banks, Izmir, Turkey, p6.

[٢] - نفس المرجع السابق، ص٦.

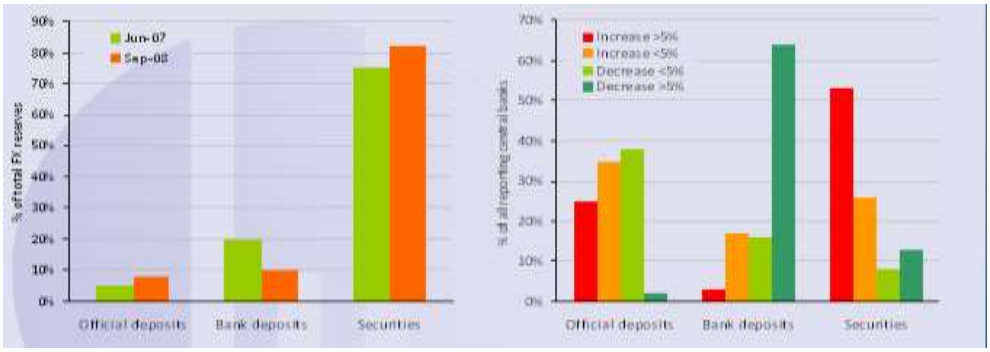
[٣] - نفس المرجع السابق، ص٦.

يمكن تحديد ملامح عملية تخصيص الأصول قبل الأزمة المالية العالمية بما يلي:

- خفضت المصارف المركزية حول العالم احتياطياتها الأجنبية المستثمرة في الودائع المصرفية لدى المصارف الخارجية، وقامت بتوظيف هذه الاحتياطيات في استثمارات مالية تحقق مستوى أكبر من العوائد.
- وقد تجلى ذلك باتجاه هذه المصارف نحو الاستثمار في عدد واسع من سندات الدين ذات الدخل الثابت، بما فيها السندات الصادرة عن الوكالات التي تدعمها الحكومات، والأوراق المالية المغطاة بالرهن العقاري، والأوراق المالية المغطاة بالأصول، حتى السندات التي تصدرها الشركات.
- وبهدف زيادة العوائد قامت المصارف المركزية بتخصيص جزء أكبر من احتياطياتها الأجنبية لاستثمارها في المشتقات والأوراق المالية عالية العائد.
- وتركزت عمليات الاستثمار للاحتياطيات في الأصول المالية التي تتميز بطول فترة الاستحقاق والمخاطرة.

وذلك كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل (١٧): كيفية إدارة المصارف المركزية حول العالم لمحفظة احتياطياتها الأجنبية قبل الأزمة المالية العالمية



المصدر: صندوق النقد الدولي ٢٠٠٩.

– يبين يمين الشكل (١٧) نسبة الزيادة فوق الـ ٥٪، ونسبة الزيادة دون الـ٥٪، ونسبة الانخفاض فوق الـ٥٪، ونسبة الانخفاض دون الـ٥٪، نتيجة قيام المصارف المركزية باستثمار احتياطياتها الأجنبية في الأوراق المالية وبشكل ودائع لدى المصارف الحكومية والتجارية الخارجية، ويبين هذا الجزء من الشكل أن الانخفاض فوق الـ٥٪ تركز في الودائع لدى المصارف التجارية الخارجية حيث سجل هذا الانخفاض مستوى ٦٥٪ تقريباً(العمود الأخضر) نتيجة

اتجاه المصارف المركزية لاستثمار احتياطياتها في الأوراق المالية التي تحقق مستوى أعلى من العائد (العمود الأحمر).

– يوضح الجزء الأيسر من الشكل (١٧) أن نسبة استثمار المصارف المركزية لاحتياطياتها الأجنبية كودائع لدى المصارف التجارية الخارجية من إجمالي هذه الاحتياطيات انخفضت من ٢٥٪ (خلال شهر حزيران ٢٠٠٧) إلى ١٩٪ (خلال شهر أيلول ٢٠٠٨) بسبب المخاوف المتعلقة بمخاطر الطرف المقابل. كما يوضح هذا الجزء من الشكل أن الودائع لدى المصارف التجارية الخارجية انخفضت بشكل حاد بالتزامن مع ارتفاع الودائع لدى المصارف الحكومية الخارجية، كما يوضح هذا الجزء من الشكل أيضاً أن نسبة الاحتياطيات الأجنبية المستثمرة في الأوراق المالية من إجمالي هذه الاحتياطيات ارتفعت من ٧٥٪ خلال شهر حزيران ٢٠٠٧ إلى ٨١٪ خلال شهر أيلول ٢٠٠٨. وكما يبدو من خلال تحليل هذا الجزء من الشكل فإن الاستثمار في كل من الأوراق المالية والودائع لدى المصارف الحكومية الخارجية قد ارتفع مقابل انخفاض الاستثمار في الودائع لدى المصارف التجارية الخارجية، مع ملاحظة أن نسبة الاستثمار في الأوراق المالية هي العظمى نتيجة التركيز على تحقيق المزيد من العوائد خلال هذه الفترة.

ومما سبق يمكن تلخيص إستراتيجية تخصيص الأصول في مرحلة ما قبل الأزمة المالية بما يلي:

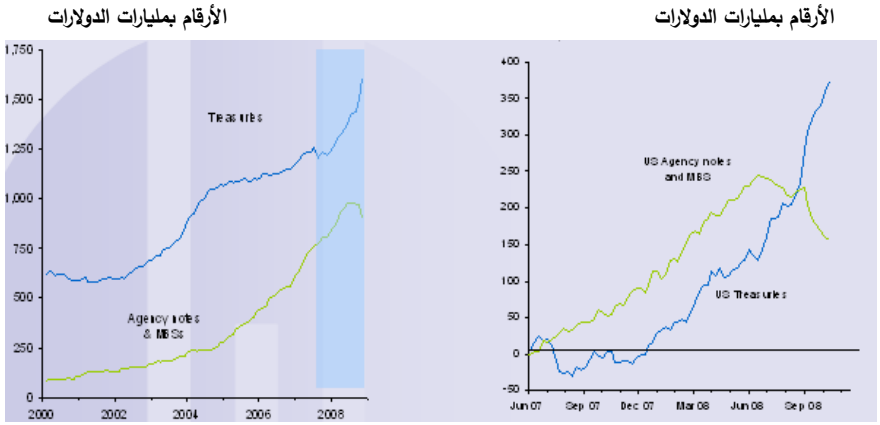
- القيام باستثمار الاحتياطيات الأجنبية لمدة عام واحد في أصول مالية تعطي مستوى أكبر من العوائد.
- كانت تتم السيطرة على المخاطرة المرافقة لعملية الاستثمار من خلال اتخاذ قرار الاستثمار على أساس سنوي.
- القيام بتقييم العوائد والتنبؤ بها استناداً إلى فرضية أن العوائد تتخذ شكل التوزيع الطبيعي.
- الاتجاه نحو استثمار الجزء الأكبر من محفظة الاحتياطيات الأجنبية في أنواع من الأصول المالية التي تتسم بمستوى مرتفع من العائد والمخاطرة، مقابل تخفيض الاستثمار في السندات الحكومية، نتيجة الاعتقاد بأن العائد المستهدف لا يتعرض لمخاطر انكشاف الائتمان.

◈ اتجاهات تخصيص الأصول بعد حدوث الأزمة المالية:

➢ كما ذكرنا سابقاً، فقد زادت المصارف المركزية حول العالم في مرحلة ما قبل الأزمة المالية العالمية ممتلكاتها من الأصول المالية الأجنبية التي تعظم العائد، وبشكل خاص الأوراق المالية المغطاة بالرهن العقاري والتي تعرف اختصاراً بـ(MBS). وكان هدفها من وراء هذا الاستثمار البحث عن عائد إضافي.

➢ خلال السنة الأولى من الأزمة المالية العالمية، استمرت المصارف المركزية حول العالم بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية الصادرة عن الوكالات التي تدعمها الحكومة الأمريكية، وفي منتصف عام ٢٠٠٨ تغير هذا التوجه للمصارف المركزية نتيجة ارتفاع مخاوفها المتعلقة بمخاطر السمعة المتصلة بهذه الوكالات. والشكل التالي يوضح ما سبق ذكره:

الشكل (١٨): ممتلكات المصارف المركزية من الأوراق المالية الصادرة عن الخزينة الأمريكية والوكالات التي تدعمها الحكومة الأمريكية



المصدر: صندوق النقد الدولي ٢٠٠٩.

– يبين يمين الشكل (١٨) أنه منذ شهر حزيران لعام ٢٠٠٨ (تفاقم الأزمة المالية العالمية) انخفض حجم توظيف المصارف المركزية حول العالم لاحتياطياتها الأجنبية في شراء الأوراق المالية الصادرة عن الوكالات التي تدعمها الحكومة الأمريكية، في حين ارتفع في المقابل حجم توظيف هذه المصارف لاحتياطياتها الأجنبية في سندات الخزينة

الحكومية الأمريكية بالرغم من تعرض هذا التوظيف للتراجع في منتصف عام ٢٠٠٧ (تاريخ بدء الأزمة المالية العالمية).

– يبين يسار الشكل (١٨) الارتفاع الكبير في حجم استثمار المصارف المركزية حول العالم لاحتياطياتها الأجنبية في الأوراق المالية الصادرة عن الوكالات المدعومة من قبل الحكومة الأمريكية خلال الفترة الممتدة بين عام ٢٠٠٠ إلى ما قبل تفاقم الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨، وذلك في سياق بحثهاً خلال هذه الفترة عن تحقيق عائد إضافي، بالإضافة لارتفاع حجم استثمار هذه المصارف لاحتياطياتها الأجنبية خلال هذه الفترة في سندات الخزينة الحكومية الأمريكية[1].

الفصل الثالث

إطار مقترح لإدارة وتقييم المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي

ويتضمن:

- المبحث الأول: إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي
- المبحث الثاني: إدارة المحفظة الاستثمارية المقترحة للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي

1- International Seminar, May 19-21, 2009, Financial Crisis and its Impact on Reserves Management at Central Banks, Izmir, Turkey, p6,7,8,9.

المبحث الأول

إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي

تم تقسيم هذا المبحث إلى محورين خصص الأول منهما للتعريف بدور مصرف سورية المركزي في إدارة وتنفيذ السياسة النقدية، في حين خُصص المحور الثاني لتقييم نشاط إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي.

أولاً: دور مصرف سورية المركزي في إدارة وتنفيذ السياسة النقدية:

يقوم مصرف سورية المركزي بتنفيذ السياسة النقدية التي يقرها مجلس النقد والتسليف[1]. ويعد مجلس النقد والتسليف الجهة المسؤولة عن تنظيم مؤسسات النقد والتسليف في الجمهورية العربية السورية وتنسيق فعاليتها لتحقيق الأهداف المذكورة أدناه في حدود صلاحياته وضمن التوجهات الاقتصادية العامة للدولة التي يقرها مجلس الوزراء[2]:

أ- السعي إلى تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار المحلية.

ب- الحفاظ على استقرار النظام النقدي والمصرفي وضمان تنافسيته وبما يخدم المحافظة على القوة الشرائية للعملة الوطنية ونمو الأسواق المالية واستقرارها.

---

[1]- النظام الداخلي المعتمد لمصرف سورية المركزي بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/٢، ص١.

[2]- القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة(٢) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، ص١.

جـ- دعم سياسة الحكومة في تحقيق النمو المستدام والتشغيل في إطار أهداف المصرف المركزي ومهامه.

وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف يتولى مجلس النقد والتسليف القيام بمجموعة من المهام نذكر منها[1]:

١- اعتماد إستراتيجية السياسة النقدية بما فيها إستراتيجية سعر الصرف والفائدة ومن ثم رفعها إلى مجلس الوزراء للنظر بالمصادقة عليها.

٢- اعتماد السياسات المنبثقة عن إستراتيجية السياسة النقدية واتخاذ القرارات اللازمة لتحقيق الأهداف الوسيطة والتشغيلية.

٣- أو اعتماد نظام الصرف ورفعه إلى مجلس الوزراء للنظر بالمصادقة عليه.

٤- اعتماد سعر الحسم في إطار إدارة السياسة النقدية.

٥- اعتماد إستراتيجية استثمار الاحتياطيات الأجنبية، ورفعها إلى رئيس مجلس الوزراء للنظر بالمصادقة عليها.

٦- اعتماد سياسة استثمار الاحتياطيات الأجنبية، بعد المصادقة على الإستراتيجية المشار إليها في البند السابق.

وتجدر الإشارة إلى أنه بالإضافة إلى لجنة الإدارة المشار إليها بأحكام القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ فإنه يحق لمجلس النقد والتسليف تشكيل اللجان الدائمة المبينة أدناه وتسمية أعضائها وتحديد صلاحياتها ومهامها بناء على اقتراح الحاكم دون التقيد باختصاصات لجنة الإدارة المذكورة في القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢[2]:

- لجنة تنفيذ السياسة النقدية.
- لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية.
- لجنة الرقابة على المصارف والمؤسسات المالية الخاضعة لرقابة مجلس النقد والتسليف وفق أحكام القوانين والأنظمة النافذة.
- أي لجان أخرى يرى مجلس النقد والتسليف ضرورتها لأداء مهامه.

وتجدر الإشارة إلى أن تشكيل هذه اللجان يهدف إلى تتبع العمل اليومي في كل اختصاص وتمكين المجلس من اتخاذ القرارات اللازمة والإشراف على تنفيذها.

---

[1]- القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة(٣) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، ص١، ٢.

[2] - القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة(٧) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، ص٤.

وباعتبار أن مصرف سورية المركزي هو الجهة التي تقوم بتنفيذ استراتيجيات وسياسات مجلس النقد والتسليف فقد تطلب منه ذلك أن إتباع سياسة نقدية فاعلة ومؤثرة تستند إلى نظام نقدي يستهدف تحقيق استقرار الأسعار كهدف نهائي معلن للسياسة النقدية، بالإضافة إلى اختيار الأهداف الوسيطة، واختيار مزيج الأدوات المناسب لتحقيق هذه الأهداف. وتجدر الإشارة إلى أن نجاح هذه الإستراتيجية يتطلب بشكل أساسي أن يتمتع مصرف سورية المركزي بالاستقلالية اللازمة[1] لتمكينه تمكنه من بناء إستراتيجية واضحة متكاملة وتطبيق سياسة نقدية فعالة شفافة وذات مصداقية، كما يتطلب أيضاً تنسيق العلاقة مع الجهات الرسمية المختصة الأخرى وبشكل رئيسي وزارة المالية، لضمان تحقيق هدفين: يتمثل الأول في استقلالية مصرف سورية المركزي وتمكينه من تحقيق أهدافه، والثاني في التنسيق والانسجام بين السياسة النقدية والسياسات الحكومية الأخرى، لتحقيق الأهداف على مستوى الاقتصاد الكلي والجزئي.

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، غامق، خط اللغة العربية وغيرها: ١٤ نقطة، غامق

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: ١٤ نقطة

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: ١٤ نقطة

و يمكن تحديد الإستراتيجية النقدية لمصرف سورية المركزي على المستوى الكلي والجزئي بما يلي:

➢ على المستوى الكلي:

نسّقه:الخط: (افتراضي) +النص الأساسي (Calibri)، لون الخط: تلقائي، الإنجليزية (المملكة المتحدة)

- تعميق استقلالية مصرف سورية المركزي بما يضمن تمكينه من تحديد أهدافه الوسيطة والتشغيلية وانتقاء الأدوات اللازمة للوصول إلى تحقيق الهدف النهائي الموضوع بالتنسيق مع الجهات الرسمية المختصة الأخرى وفي ضوء السياسات الاقتصادية الكلية المحددة.

منسّق:سرد الفقرات، المسافة البادئة: قبل: 10.0 سم، السطر الأول: 0 سم، مسافة بعد: 01 نقطة، إضافة مسافة بين فقرات نفس النمط، تعداد نقطي + المستوى: ١ + محاذاة عند: 87.0 سم + مسافة بادئة: 24.1 سم، علامات الجدولة: 15.0 سم، يسار

- إنجاز الهدف النهائي للسياسة النقدية المتمثل بالحفاظ على استقرار الأسعار.

منسّق:سرد الفقرات، اليمين لليسار، مسافة بعد: 01 نقطة، تعداد نقطي + المستوى: ١ + محاذاة عند: 46.0 سم + مسافة بادئة: 82.1 سم، علامات الجدولة: 15.0 سم، يسار + ليس عند 72.1 سم

- وكأولوية ثانية يعتبر مصرف سورية المركزي مسؤولاً عن ضمان إقامة سوق مالي يتسم بالاستقرار والتنافسية، مبني على قواعد السوق وآلياته.
- مع عدم الإخلال بهذين الهدفين، يقوم مصرف سورية المركزي بدعم السياسات الاقتصادية على المستوى الكلي. معضمان

[1]- القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة(٨) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، ص٥.

- الحفاظ على استقرار قيمة الليرة السورية مقابل العملات الرئيسية بما يتناسب مع حجم المبادلات السلعية والخدمية وبما ينسجم مع إستراتيجية السياسة النقدية بشكل إجمالي، ومتطلبات الاقتصاد الوطني.

➢ **على المستوى الجزئي:**

~~الإطار التشغيلي للسياسة النقدية~~

يعمل مصرف سورية المركزي في المدى المتوسط ~~(٢-٣ سنوات)~~ على خلق أدوات نقدية غير مباشرة، وذلك في إطار تشغيلي يتسم بالكفاءة، يتيح له الإدارة اليومية للسيولة بالإضافة إلى تسعير الأدوات النقدية ضمن آلية تستند إلى قوى السوق. وذلك على الشكل التالي:

- خلق أدوات نقدية غير مباشرة تضم بشكل رئيسي التسهيلات القائمة، وشهادات الإيداع، وعمليات السوق المفتوحة.
- تسعير الأدوات النقدية المصدرة بما يتناسب مع وضع السوق النقدية وباستخدام آليات السوق، ويترافق ذلك مع قيام مصرف سورية المركزي بتهيئة الشروط المناسبة لنجاح آلية التدخل في السوق النقدية.
- بناء هيكل ملائم لأسعار الفائدة يرتكز على معدل الفائدة التأشيري للسياسة النقدية، حيث لا بد أن يترافق تخلي مصرف سورية المركزي تدريجياً عن تحديد أسعار الفائدة بشكل مباشر بتبني أدوات نقدية غير مباشرة.
- إدارة الاحتياطيات الأجنبية وتوظيفها بالشكل الذي يصون قيمة الليرة السورية ويحمي تلك الاحتياطيات، من خلال العمل على تنفيذ التوجهات الاستثمارية لمجلس النقد والتسليف، التي تؤكد على ضرورة مراعاة توفر شروط محددة في أي توظيف وهي: الأمان، السيولة والعائد.
- استكمال بناء وتطوير النظم التشغيلية (التقنية) داخل مصرف سورية المركزي، وهو شرط لازم لضمان كفاءة الإطار التشغيلي للسياسة النقدية.
- مع الانتهاء من الإطار التشغيلي للسياسة النقدية وبناء سياسة نقدية تستند إلى سعر فائدة فعال، وسوق للقطع الأجنبي تتسم بالمرونة والكفاءة، لا بد أن يقوم مصرف سورية المركزي بإعطاء مرونة أكبر لتحركات سعر صرف الليرة السورية بما يتناسب مع الهدف النهائي المعلن والمتمثل باستقرار المستوى العام للأسعار.

نسّقه:الخط: (افتراضي) Arial، ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: ١٤ نقطة، الإنجليزية (الولايات المتحدة)

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: ١٤ نقطة، الإنجليزية (الولايات المتحدة)

منسّق:عادي، اليمين لليسار، المسافة البادئة: قبل: -36.0 سم، بعد: 0 سم، إضافة مسافة بين فقرات نفس النمط، تباعد الأسطر: مفرد، تعداد نقطي + المستوى: ١ + محاذاة عند: 87.0 سم + مسافة بادئة: 24.1 سم، علامات الجدولة: 15.0 سم، يسار

نسّقه:الخط: (افتراضي) Roman weN semiT، ١٤ نقطة، غامق، لون الخط: Accent ١، خط اللغة العربية وغيرها: Arabic deifilpmiS، ١٤ نقطة، غامق، الإنجليزية (المملكة المتحدة)

نسّقه:الخط: (افتراضي) +النص الأساسي (Calibri)، ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: Arabic deifilpmiS، ١٤ نقطة

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: deifilpmiS Arabic، ١٤ نقطة

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: deifilpmiS Arabic، ١٤ نقطة

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: deifilpmiS Arabic، ١٤ نقطة

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: deifilpmiS Arabic، ١٤ نقطة

وتجدر الإشارة إلى أن السياسات وبرامج العمل التي وضعها مصرف سورية المركزي في إطار الخطة الخمسية الحادية عشرة تتوزع على ثلاثة مراحل:

- ~~سياسة سعر الصرف~~

~~سيستمر مصرف سورية المركزي بالحفاظ على استقرار قيمة الليرة السورية مقابل العملات الرئيسية بما يتناسب مع حجم المبادلات السلعية والخدمية وبما ينسجم مع إستراتيجية السياسة النقدية بشكل إجمالي، ومتطلبات الاقتصاد الوطني.~~

المرحلة الأولى:

تستمر خلال السنوات الثلاث الأولى من الخطة وتتمثل بالاستمرار بإدارة سياسة نقدية مرتكزة على سعر الصرف كمثبت اسمي واضح (استقرار سعر الصرف مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة بما يضمن استقرار المستوى العام للأسعار)، ويترافق ذلك مع خلق أدوات نقدية غير مباشرة لإدارة السياسة النقدية وهذا يتطلب ما يلي:

- الاستمرار في إدارة سوق القطع الأجنبي بكفاءة وفاعلية والحفاظ على استقرار سعر الصرف من خلال التدخل في سوق القطع.
- استكمال تضمين كافة عمليات القطع الأجنبي داخل السوق الرسمية.
- استكمال بناء وتطوير النظم التشغيلية (التقنية) داخل مصرف سورية المركزي.
- إصدار أوراق مالية تمكن مصرف سورية المركزي من إدارة السيولة في السوق، وهذا بدوره يتطلب ~~إصدار أوراق مالية حكومية (أذونات وسندات خزينة)~~ الانتهاء من إيقاف آلية التمويل السابقة لعجز الموازنة عن طريق الاقتراض المباشر من المصرف المركزي والاستعاضة عنها بالتمويل عن طريق إصدار أذونات وسندات الخزينة، ~~بالإضافة إلى أوراق مالية خاصة بمصرف سورية المركزي،~~ ~~ومما~~ يضمن تحديد سعر الفائدة ~~السياسة النقدية~~ من خلال إجراء المزادات ~~والذي بدوره سيمثل سعر السياسة النقدية~~ وعمليات السوق المفتوحة.
- تفعيل السوق الثانوية للأوراق المالية بين مصرف سورية المركزي والمصارف العاملة، وتفعيل سوق بين المصارف.
- سيترافق ذلك مع استمرار تحرير أسعار الفائدة تدريجياً على الودائع بالليرة السورية، بحيث ستحدد (وفق الإطار الجديد للسياسة النقدية) وفق آلية السوق.

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: deifilpmiS Arabic، ١٤ نقطة

منسّق:بعد: 0 سم، تعداد نقطي + المستوى: ١ + محاذاة عند: 46.1 سم + مسافة بادئة: 72.2 سم، علامات الجدولة: 15.0 سم، يسار

نسّقه:الخط: (افتراضي) Arial، ١١ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: Arial، ١١ نقطة

منسّق:اليمين لليسار، مسافة بعد: 0 نقطة

منسّق:اليمين لليسار، مسافة بعد: 0 نقطة، علامات الجدولة: 15.0 سم، يسار + ليس عند 72.1 سم

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، لون الخط: تلقائي، خط اللغة العربية وغيرها: ١٤ نقطة

نسّقه:الخط: ١٤ نقطة، خط اللغة العربية وغيرها: ١٤ نقطة

- تفعيل التسهيلات القائمة لدى مصرف سورية المركزي (تسهيلات الإيداع والإقراض) ضمن استحقاقات محددة.
- الاستمرار بالتحرير التدريجي والمضبوط للحساب الرأسمالي من ميزان المدفوعات.

المرحلة الثانية:

وتستمر خلال العامين الثالث والرابع من الخطة وتتمثل بالانتقال إلى سياسة نقدية ترتكز على أسعار الفائدة قصيرة الأجل كأداة لإدارة العرض النقدي (تكون قابلة للاستمرار على المدى الطويل)، مع الحفاظ على استهداف سعر الصرف كمثبت اسمي.

بعد الانتهاء من تنفيذ المرحلة الأولى من خلق الأدوات اللازمة لإدارة السياسة النقدية، سوف يتم العمل على تطوير وتعميق السوق النقدية، بما يخدم انتقال أثر السياسة النقدية بشكل فعال إلى الأسعار، وبالتالي قدرة مصرف سورية المركزي على تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية.

المرحلة الثالثة:

في نهاية السنة الخامسة للخطة سيكون مصرف سورية المركزي في هذه المرحلة قادراً في ظل معطيات السوق على تحديد هدف رقمي للتضخم وتحديد الركيزة الاسمية لإدارته حسب العوامل المفسرة له (سعر الصرف، العرض النقدي، توقعات التضخم) ويعتبر ذلك مشروطاً بقدرة المصرف المركزي على تطبيق سياسات وبرامج العمل المنصوص عنها في المرحلتين الأولى والثانية بشكل كامل[1].

ثانياً: نشاط إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي

أ- سياسة إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي:

[1] – التقرير السنوي، ٢٠٠٩، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة، مصرف سورية المركزي، ص١٠١، ١٠٢.

يقوم مصرف سورية المركزي انطلاقاً من مسؤوليته القانونية التي حددها القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته[١] بمراقبة وإدارة الاحتياطيات الأجنبية وذلك بالشكل الذي يصون القيمة الخارجية لليرة السورية ويحمي تلك الاحتياطيات. وحيث أنه لابد أن يعمل مصرف سورية المركزي على توظيف الاحتياطيات الأجنبية وفقاً للتوجهات الاستثمارية لمجلس النقد والتسليف، التي تؤكد على ضرورة مراعاة توفر شروط محددة في أي توظيف وهي: الأمان، السيولة والعائد، فإن ذلك يتطلب من مصرف سورية المركزي عند قيامه بنشاط إدارة الاحتياطيات الأجنبية أن يراعي التطورات والظروف المالية والاقتصادية المحلية والدولية، وضرورة إدراك المخاطر المحتملة جراء عملية الاستثمار تلك، للعمل على تجنبها وتوخي الحيطة والحذر تجاهها. كما يجب أن تراعي سياسة إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي تلبية متطلبات الاقتصاد الوطني من العملات الأجنبية، وتأمين التغطية المطلوبة للعرض النقدي من خلال:

١- دور الاحتياطيات المرتبط بتمويل التجارة الخارجية، ويتمثل بقدرة الاحتياطيات الأجنبية على دعم النشاط الاقتصادي من خلال تمويل نشاط التجارة الخارجية وتأمين متطلبات النشاط التشغيلي للدولة.

٢- دور الاحتياطيات في مواجهة الالتزامات من خلال قدرتها على تغطية المدفوعات بالعملات الأجنبية الناتجة عن الالتزامات قصيرة الأجل للدولة خلال سنة واحدة.

٣- دور الاحتياطيات الأجنبية في التغطية النقدية، حيث يجب أن تكون نسبة الذهب والعملات الأجنبية القابلة للتحويل الموضوعين في التغطية تمثل نسبة معينة من مجموع عناصر التغطية النقدية[٢].

من ناحية أخرى، فإنه تتطلب سياسة سعر الصرف في سورية، والتي تتبنى الربط بسلة عملات ممثلة بوحدة حقوق السحب الخاصة، توافر مستوى كافي وملائم من الاحتياطيات الأجنبية لدى مصرف سورية المركزي للتدخل في سوق القطع بهدف الحفاظ على استقرار سعر صرف الليرة السورية، لاسيما عند تعرض الاقتصاد الوطني إلى بعض الأزمات، الأمر الذي يعزز من مصداقية السلطة النقدية ويخفض من التوقعات المتعلقة بالتضخم مما يسمح بالحفاظ على معدلات تضخم منخفضة[٣].

---

[١]- القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة(٥) والمادة (١٢) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، ص٣، ٦.

[٢] - تحدد هذه النسبة حالياً لدى مصرف سورية المركزي بـ٤٠٪ وهي نسبة مرتفعة ومريحة بالمقارنة مع الدول الأخرى والتي لا تتجاوز هذه النسبة لديها الـ٢٠٪.

وعليه لابد أن يتمثل دور الاحتياطيات الأجنبية في حماية الاستقرار النقدي والحفاظ على الركيزة الاسمية المستهدفة (سعر الصرف مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة[1]) بما يلي:

- أداة للتدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي بهدف التأثير على العرض والطلب من العملات الأجنبية مقابل الليرة السورية والحفاظ على استقرار قيمة الليرة السورية.
- تنفيذ المدفوعات المتعلقة بالحكومة وبالحساب الجاري ومعاملاته مع الدول وخصوصاً مع افتراض وجود صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي.
- دعم السياسة النقدية المحلية من خلال عمليات إدارة السيولة (مقايضة العملات الأجنبية بالعملة المحلية) وتوفير السيولة للقطاع المصرفي لاسيما في حال وجود أزمة في سيولة المصارف للوفاء بالتزاماتها الأجنبية.
- دعم ثقة المستثمر في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها من القطع الأجنبي، الأمر الذي يسهم في التقليل من ارتداد تدفقات رؤوس الأموال.

وبناءً على ما تقدم، فإنه لابد من الإشارة إلى الجهود المبذولة من قبل مصرف سورية المركزي (منذ عام ٢٠٠٥) لتحقيق الانسجام والتوافق بين سياسة إدارة الاحتياطيات الأجنبية وسياسة سعر الصرف والحفاظ على استقرار الأسعار المحلية (الهدف النهائي المعلن للسياسة النقدية). وقد تجلى ذلك من خلال قيام مصرف سورية المركزي باستهداف سعر الصرف وبناء سوق حقيقية للقطع الأجنبي والتدخل فيها كلاعب أساسي لضبط تقلبات سعر الصرف[2]، على اعتبار أن وجود عملة وطنية مستقرة يعتبر مؤشراً رئيسياً على استقرار الاقتصاد الوطني وبالتالي تحقيق التوازن السليم بين ضبط معدلات التضخم من جهة وبين الحفاظ على تنافسية الاقتصاد السوري من جهة أخرى.

وتجدر الإشارة في هذا السياق، إلى أن مصرف سورية المركزي قد أعلن في سياق تنفيذه لسياسة سعر الصرف في سورية، عن تبنيه لنظام الربط بسلة عملات، بحيث يضمن إدارة فعالة لسعر صرف حقيقي ومستقر، من خلال فك ارتباط الليرة السورية بالدولار الأمريكي مقابل ربطها بسلة عملات "وحدة حقوق السحب الخاصة" في عام ٢٠٠٧[3]،

---

[1]- تمثل وحدة حقوق السحب الخاصة حصة سورية في صندوق النقد الدولي، موزعة بنسب معينة على أربعة عملات هي: اليورو، والدولار، والجنيه الإسترليني، والين الياباني، وقد تم في عام ٢٠٠٧ فك ارتباط الليرة السورية بالدولار الأمريكي وربطها بسلة من العملات تعادل وحدة حقوق السحب الخاصة لسورية في صندوق النقد الدولي.

[2] – قرار مراكز القطع الأجنبي رقم/٣٦٢/م ن/ب١ الصادر عن مجلس النقد والتسليف بتاريخ ٢٠٠٨/٢/٤.

[3]– قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم/٣٤٢٤/ تاريخ ٢٠٠٧/٨/١٥.

وذلك بهدف حماية قيمة الليرة السورية من تقلبات أسعار الصرف العالمية ولجعل سعر صرف الليرة السورية يتناسب وواقع ميزان المدفوعات. وقد كانت أهم الخطوات التي قام بها مصرف سورية المركزي تمهيداً لتبني سياسة الربط بسلة عملات هي قيامه بتنويع محفظة الاحتياطيات الأجنبية بين العملات الرئيسية المقابلة لسلة الربط، بما يدعم سياسته المتبعة في إدارة سعر الصرف.

ويمكن إجمال أهم مبررات مصرف سورية المركزي لربط سعر الصرف الليرة السورية بسلة من العملات الأجنبية بما يلي[1]:

- تأمين استقرار سعر صرف الليرة السورية، حيث أن الإبقاء على الربط بين الليرة السورية والدولار الأميركي يترتب عليه مخاطر من ناحية التوافق بين سعر الصرف الاسمي والفعلي، وبالتالي أثر سلبي محتمل على كل من النمو الاقتصادي واستقرار الأسعار، بينما يقلل الربط بسلة عملات من تأثير التغيرات في أسعار الصرف التقاطعية بين العملات.
- تتمتع سلة وحدة حقوق السحب الخاصة بقدر كبير من الاستقرار، كونها لا تتبع دولة محددة ولا تتأثر بالأداء الاقتصادي لهذه الدولة، أو وضع ميزانها التجاري، إنما تستند إلى قدرة سلة الربط على تثبيت سعر الصرف الاسمي الفعال، بالتالي عزل الاقتصاد عن الاضطرابات الناشئة عن التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية.
- ملاءمة سلة الربط لهيكل التجارة الخارجية لسورية، حيث يتلاءم نظام الربط بسلة عملات وحدة حقوق السحب الخاصة بشكل فعال مع تركيبة التجارة الخارجية أكثر من الربط بعملة واحدة.
- إن اعتماد سلة عملات كمرجع (كركيزة اسمية) للعملة الوطنية بدلاً من الارتباط بعملة وحيدة يمنح السلطات النقدية مرونة كبيرة في تحديد سعر الصرف مقابل عملة التدخل الأساسية دون الإعلان عن سعر محدد تماماً.

[1]- مذكرة أسعار الصرف، ٢٠١٠، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة، مصرف سورية المركزي، ص٨، ٩.

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أنه يتم تطبيق سياسة سعر الصرف من قبل مصرف سورية المركزي استناداً إلى إستراتيجية زمنية متكاملة في الأجل القصير والمتوسط والطويل من خلال[1]:

- على المدى القصير يتم تحديد سعر الصرف بشكل يومي بالاستناد إلى مجموعة من المؤشرات وذلك من أجل إرسال إشارات واضحة للسوق حول توجهات مصرف سورية المركزي حول سعر صرف الليرة السورية المستهدف.
- على المدى المتوسط يتم استهداف سعر صرف مستقر لليرة السورية بما يضمن تقليل تقلباتها مقابل العملات الرئيسية الأجنبية ويضمن تخفيف الأثر على التغيرات في الأسعار المحلية.
- على المدى الطويل يعمل مصرف سورية المركزي على إدارة سعر صرف حقيقي فعال قريب من مستوياته التوازنية ويحقق هدف الحفاظ على التنافسية للاقتصاد الوطني.

وبناءً على ما تقدم، يستنتج الباحث أنّ إستراتيجية مصرف سورية المركزي في إدارة واستثمار الاحتياطيات الأجنبية لا بد أن تقوم على أوليات تتمثل في استثمار هذه الاحتياطيات بما يتماشى مع توجهات مجلس النقد والتسليف. وتلبية متطلبات الاقتصاد الوطني من العملات الأجنبية لأغراض تمويل ميزان المدفوعات والالتزامات الخارجية، وتأمين التغطية المطلوبة للعرض النقدي. والمواءمة ما بين اعتبارات الأمان والسيولة مع مراعاة تحقيق عائد مناسب من عمليات توظيف هذه الاحتياطيات الأجنبية. ودعم سياسته المتبعة في إدارة سعر الصرف من خلال تحقيق الانسجام والتوافق بين سياسة إدارة الاحتياطيات الأجنبية وسياسة سعر الصرف، بهدف تحقيق الاستقرار النقدي والحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار. وبما يؤدي إلى تخفيف تداعيات الأزمات في حال حدوثها.

[1]– مذكرة أسعار الصرف، ٢٠١٠، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة، مصرف سورية المركزي، ص١٣، ١٤.

أ-ب- تطور الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي:

حدد القانون ٢٣ وتعديلاته مكونات محفظة الاحتياطيات الأجنبية لمصرف سورية المركزي بأي من الموجودات الأجنبية التالية أو جميعها[١]:

١- الذهب والمعادن الثمينة الأخرى التي يحتفظ بها مصرف سورية المركزي لديه أو في حساباته لدى الغير.

٢- الأوراق النقدية بعملات أجنبية قابلة للتحويل والتي يحتفظ بها مصرف سورية المركزي لديه أو في حساباته لدى الغير.

٣- الحسابات الجارية والودائع تحت الطلب والودائع لأجل لمدة لا تتجاوز السنة الواحدة وذلك بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل والتي يحتفظ بها مصرف سورية المركزي في حساباته لدى المصارف المركزية أو المؤسسات المالية الدولية.

٤- أدوات الدين القابلة للتداول المحررة بعملات أجنبية قابلة للتحويل والصادرة عن الحكومات أو المصارف المركزية أو المؤسسات المالية الدولية، أو التي تضمنها هذه الجهات بشكل كامل، ووفق الضوابط التي يحددها مجلس النقد والتسليف لاسيما مواصفات هذه الأدوات من آجال وتصنيف ائتماني.

٥- المطالبات على المؤسسات المالية الدولية أو المؤسسات المالية لدى الدول الأخرى الناتجة عن اتفاقات إعادة الشراء واتفاقات الإقراض بضمان أدوات الدين المذكورة آنفاً.

٦- حقوق السحب الخاصة المحتفظ بها لدى صندوق النقد الدولي.

٧- مركز احتياطي الدولة لدى صندوق النقد الدولي.

ولدى دراسة مكونات الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي خلال عام ٢٠٠٩ يتبين أنها تتألف من الأصول التالية[٢]:

- الذهب النقدي.
- الأوراق النقدية الأجنبية في صندوق مصرف سورية المركزي.
- الودائع الجارية ولأجل المحررة بالعملات الأجنبية والموظفة لدى المصارف المراسلة في الخارج.
- موجودات حقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي.

---

[١]- القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة (١٢) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، ص٦، ٧.

[٢]- النشرة الإحصائية الربعية، ٢٠٠٩، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة، مصرف سورية المركزي، ص٥٠.

وتجدر الإشارة إلى أنه يتم توظيف الودائع الجارية ولأجل المحررة بالعملات الأجنبية لدى المصارف الأجنبية ذات التصنيف الائتماني العالي (لمدة شهر واحد قابل للتجديد).

ونبين في الجدول التالي رقم (١٠) التطور الكبير والهام في الاحتياطيات الأجنبية لدى مصرف سورية المركزي خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٣-٢٠٠٩) من ٩.٦ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٣ لتبلغ ما يقارب ١٧.٦ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٩ بمتوسط معدل نمو يقارب ١١٪ سنوياً.

جدول رقم(١٠): تطور الاحتياطيات الأجنبية للمصرف المركزي والمؤشرات المرتبطة بها

البيان	الوحدة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الاحتياطيات الأجنبية	مليون دولار أمريكي	9 606	10 719	11 293	12 629	15 732	17 921	17 655
	معدل نمو سنوي (%)		%12	%5	%12	%25	%14	%1-
الصادرات السلعية والخدمية	مليون دولار أمريكي	7 342	9 729	11 220	12 918	15 348	19 179	16 146
المستوردات السلعية والخدمية	مليون دولار أمريكي	6 217	9 069	11 053	11 871	15 274	19 264	16 623
الدين العام الخارجي	مليون دولار أمريكي	3 880	3 924	5 028	4 832	5 124	5 023	4 674
عرض النقود (م٢)	مليون دولار أمريكي	22485	25206	29452	35615	38725	22485	25206
نسبة تغطية المستوردات	شهر	18.5	14.2	12.3	12.8	12.4	11.2	12.7
نسبة تغطية الدين الخارجي	*نسبة مئوية*	%248	%273	%225	%261	%307	%357	%378
نسبة الاحتياطيات الأجنبية / عرض النقود(م٢)	*نسبة مئوية*	%43	%43	%38	%35	%41	%80	%70

المصدر: مصرف سورية المركزي.

يتبين من الجدول السابق رقم (١٠) أن الاحتياطيات الأجنبية بلغت ما يعادل تقريباً ١٧,٦ مليار دولار أمريكي في نهاية عام ٢٠٠٩، وهو مستوى مرتفع ومريح بدلالة المؤشرات الدولية التالية:

- **مؤشر التجارة الخارجية والمتمثل بتغطية الاحتياطيات الأجنبية لعدد أشهر المستوردات**، حيث بلغ قيمة هذا المؤشر /١٣/ شهر مستوردات في نهاية عام ٢٠٠٩، في حين أن المؤشر المعياري العالمي كان يتحدد قبل الأزمة المالية العالمية والأزمة الائتمانية الأوربية بـ (٣-٦) أشهر مستوردات.
- **مؤشر نسبة تغطية الاحتياطيات الأجنبية للدين الخارجي**، ويشير الجدول رقم (١٠) إلى نسبة التغطية تعادل ٣٧٨٪ من الدين العام الخارجي في نهاية عام ٢٠٠٩، وهو يفوق بكثير نسبة التغطية المعيارية العالمية قبل الأزمة المالية العالمية والأزمة الائتمانية الأوروبية والبالغة ١٥٠٪.

- **نسبة الاحتياطيات الأجنبية /عرض النقود (م٢)**، يشير الجدول رقم (١٠) إلى أن هذه النسبة بلغت ٧٠٪ في عام ٢٠٠٩، وتعتبر هذه النسبة بحسب معايير الحيطة الدولية مرتفعة حيث يجب أن تبلغ ٢٠٪، مما يؤكد على وجود كتلة نقدية كبيرة في الاقتصاد السوري غير مستثمرة بالشكل الأمثل.

ويستنتج الباحث من المؤشرات السابقة والمستخلصة من الجدول رقم (١٠) أن هنالك تراكماً كبيراً في حجم الاحتياطيات الأجنبية لدى مصرف سورية المركزي والتي تتجاوز الاعتبارات الرئيسية للاحتفاظ بها والمتمثلة بتمويل المستوردات، تغطية الدين الخارجي، تغطية العرض النقدي. الأمر الذي يستوجب في المستقبل من مصرف سورية المركزي العمل على إيجاد مجالات أخرى لتوظيف هذه الاحتياطيات المتراكمة (في غير الودائع قصيرة الأجل) وتكوين محفظته الاستثمارية المنوعة بما ينسجم مع الاعتبارات المتعلقة بالأمان والسيولة والعائد، وبما يضمن تحقيق أهدافه المتعلقة بالحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي، وبما ينسجم مع إستراتيجيته المتبعة لإدارة الاحتياطيات الأجنبية ضمن الحدود التي وضعها القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته وبما يدعم أهداف الحكومة في تحقيق النمو المستدام والتشغيل الكامل.

جـ- تقييم نشاط إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٠:

مع التطورات الكبيرة الذي شهدتها الأسواق المالية العالمية ظهرت أدوات استثمارية جديدة غير تقليدية تتطلب مهارات وخبرات معينة للاستثمار فيها، كما فرضت هذه التطورات وجود إدارة مخاطر متخصصة وعلى مستوى عالٍ من الكفاءة. وهذا ما وضع المصارف المركزية أمام تحدٍ كبير في اختيارها للأدوات الاستثمارية التي يمكنها أن تستثمر فيها مع الحفاظ على دورها الأساسي المتمثل بتحقيق الاستقرار المالي في السوق. وقد دفعت هذه التطورات مصرف سورية المركزي لاتخاذ خطوات جدية خلال الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠٥ -٢٠١٠ لتشكيل فريق مدرب لإدارة الاحتياطيات الأجنبية بما يتماشى مع سياساته المتبعة، وإلى إنشاء مديرية جديدة في هيكله التنظيمي تعنى بمهمة إدارة الاحتياطيات الأجنبية هي مديرية العمليات المصرفية.

وفي هذا السياق، **فقد تم تحديد مهام مديرية العمليات المصرفية وفق النظام الداخلي لمصرف سورية المركزي بما يلي**[1]:

١- إدارة العمليات المتعلقة بالقطع الأجنبي والذهب لدى المصرف.
٢- إدارة الحسابات بالقطع الأجنبي العائدة للدولة وللمصرف أو المفتوحة لحساب الخزينة العامة والإدارات والمؤسسات العامة.
٣- إدارة إصدارات الحكومة للأوراق المالية الحكومية، والإصدارات الخاصة بالمصرف المركزي. بما فيها عمليات التسوية والحفظ المركزي.
٤- تنفيذ السياسة النقدية للمصرف في ضوء الأهداف المحددة من قبل السلطات النقدية.
٥- تنظيم شؤون الإقراض والتسليف بين المصرف والمصارف العاملة و وزارة المالية.
٦- قياس ومراقبة وإعداد التقارير عن المخاطر الناشئة عن نشاطات المصرف في مجال إدارة الاحتياطيات والعمليات المتعلقة بالسوق النقدي.
٧- إدارة العمليات المتعلقة بالقروض والكفالات والاتفاقات المصرفية.

وبغرض إنجاز المهام المشار إليها آنفاً فقد تم توزيعها على أربعة أقسام هي: قسم المكتب الأمامي، قسم المكتب الأوسط، المكتب الخلفي، قسم الأوراق المالية الحكومية.

وسنتناول فيما يلي مهام أقسام كل من المكتب الأمامي، المكتب الأوسط، المكتب الخلفي نظراً لصلتها المباشرة بعملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي:

- **قسم المكتب الأمامي:** يتولى هذا القسم القيام بالمهام التالية:
  - إجراء المفاوضات و العمليات مع الجهات المقابلة في حدود المجالات التي تحددها الإدارة العليا.
  - تثبيت المفاوضات على ملف خاص كمرحلة أولى من العملية (الإنشاء).
  - إجراء عمليات المحاكاة (الاختبارات) للأداة المالية قبل الاستثمار فيها.
  - مراقبة المراكز آنياً (السندات المتاحة، المحافظ الاستثمارية، مراكز السيولة، مراكز تداول العملات الأجنبية...إلخ).
  - تنظيم شؤون الإقراض والتسليف بين المصرف والمصارف العاملة ووزارة المالية.
  - إدارة العمليات المتعلقة بالقروض و الكفالات و الاتفاقات المصرفية.

[1]- مصرف سورية المركزي، ٢٠٠٩، النظام الداخلي المعتمد في ٢ كانون الأول.

وتتوزع هذه المهام على الدوائر التالية: دائرة إدارة الاحتياطيات الأجنبية، دائرة التدخل بالقطع الأجنبي، دائرة العمليات النقدية، دائرة القروض والكفالات والاتفاقات.

ونتناول فيما يلي مهام دائرتي: إدارة الاحتياطيات الأجنبية، وعمل دائرة التدخل بالقطع الأجنبي نظراً لعلاقتهما المباشرة بعملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية:

- **دائرة إدارة الاحتياطيات الأجنبية:** تتولى دائرة إدارة الاحتياطيات الأجنبية القيام بالمهام التالية:

- تنفيذ العمليات على الودائع والمتمثلة بما يلي:
  - عمليات توظيف العملات الأجنبية من موجودات واحتياطيات في ودائع لأجل يتم تحديد آجالها بما يتوافق مع قانون مصرف سورية المركزي ونظام النقد الأساسي، و بناءاً على توجيهات صادرة من إدارة مصرف سورية المركزي.
  - عمليات تجديد الودائع بالعملات الأجنبية لكل وديعة على حدى حسب آجال التوظيف المسموح بها.
  - إضافة مبلغ على الوديعة بناء على اقتراح من الدائرة بعد أخذ موافقة الإدارة على ذلك.
  - السحب الجزئي أو الكلي للوديعة.
- تنفيذ عمليات تبديل العملات الأجنبية حسب الحاجة التي تقتضيها التزامات مصرف سورية المركزي من هذه العملات بناءً على توجيهات صادرة من إدارة مصرف سورية المركزي.
- إجراء عمليات بيع و شراء الأوراق النقدية الأجنبية إلى جهات خارجية مقابل حوالة.
- إجراء العمليات المتعلقة بالذهب: تقوم هذه الدائرة بإجراء المفاوضات الخاصة بعمليات الذهب من شراء وبيع وإيداع بناء على توجيهات إدارة مصرف سورية المركزي واستناداً إلى التعليمات التي ستصدر بهذا الخصوص عند البدء بهذه العمليات.
- إجراء العمليات المتعلقة بشهادات الإيداع: تقوم هذه الدائرة بإجراء المفاوضات الخاصة بالاستثمار بشهادات الإيداع بناء على توجيهات إدارة مصرف سورية المركزي واستناداً إلى التعليمات التي ستصدر بهذا الخصوص عند البدء بهذه العمليات.
- إجراء العمليات المتعلقة بالسندات: تقوم هذه الدائرة بإجراء المفاوضات الخاصة بالاستثمار بالسندات الحكومية الأجنبية وذلك بناء على توجيهات إدارة مصرف سورية المركزي واستناداً إلى التعليمات التي ستصدر بهذا الخصوص عند البدء بهذه العمليات.

- **دائرة التدخل بالقطع الأجنبي:** تتولى دائرة التدخل بالقطع الأجنبي القيام بالمهام التالية:

- شراء العملات الأجنبية (حوالات: دولار أمريكي، يورو) من المصارف المرخّصة ومكاتب وشركات الصرافة، (أوراق نقدية أجنبية – بنكنوت– جميع العملات العربية والأجنبية) من المصارف ومكاتب وشركات الصرافة، وبيع الدولار الأمريكي إلى المصارف المرخصة مقابل الليرات السورية.
- إجراء عقود مقايضة العملات الأجنبية Swaps مقابل الليرة السورية مع المصارف المحلية وذلك وفق التعليمات التي ستصدر بهذا الخصوص عند بدء التعامل بهذه الأداة المالية.

◈ **قسم المكتب الأوسط:** يتولى هذا القسم عمليات تحديد وقياس ومراقبة وإعداد التقارير اللازمة عن المخاطر الناشئة عن كل نشاطات المصرف في مجال إدارة الاحتياطيات وعمليات تبادل العملات الأجنبية والعمليات المتعلقة بإدارة السياسة النقدية. ويتألف هذا القسم من الدوائر التالية: دائرة إدارة المخاطر وتحليل السوق، دائرة الدراسة والتحليل، دائرة أسعار القطع.

ونتناول فيما يلي مهام دائرتي: إدارة المخاطر وتحليل السوق، وأسعار القطع نظراً لصلتهما المباشرة بعملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي:

➢ **دائرة إدارة المخاطر وتحليل السوق:** تتولى دائرة إدارة المخاطر وتحليل السوق القيام بالمهام التالية **علماً بأن هذه المهام لم يتم تفعيلها حتى الآن باستثناء المهام المحددة في الفقرتين الخامسة والسادسة:**

- تحديد وقياس ومراقبة المخاطرة المتعلقة بالسوق المالية المحلية والدولية من خلال احتساب وتطبيق نماذج المخاطر المنوي اعتمادها في مصرف سورية المركزي.
- تحديد مخاطر عمليات المصرف من خلال تحليل جميع الأنشطة المتعلقة بإدارة الاحتياطيات وعمليات تبادل العملات الأجنبية وعمليات السوق المفتوحة.
- **قياس العائد والأداء للمحافظ الاستثمارية التي سيقوم مصرف سورية المركزي بإدارتها مستقبلاً وفق ما يلي:**
  - تشكيل المحفظة معيارية.
  - التأكد من صحة تقييم أسعار الأصول المكونة للمحفظة بالمقارنة مع أسعار السوق.
  - حساب النتائج المالية للمحفظة وتقييم العائد المرتبط بمستوى معين من المخاطرة من أجل اقتراح إجراءات أو أدوات تقدم أداء أفضل للمحفظة.
- القيام بتحديد النسب المعيارية للمخاطر المرتبطة بالعوائد طويلة الأجل.

- تحليل سوق العملات الأجنبية لدى المصارف المرخصة عن طريق دراسة حركة العملات الأجنبية ودراسة مراكز القطع التشغيلية للمصارف المرخصة وإعداد التقارير الخاصة بها.
- التعامل مع البرامج الخاصة بمصادر المعلومات ومراقبة الأسواقBloomberg، (Reuters)، ومتابعة تصنيف المؤسسات (Moody's،Fitch) للمؤسسات المالية والتي تساعد الإدارة في عملية اتخاذ القرار.
- دراسة بعض الأدوات الاستثمارية الجديدة وبما يتفق مع توجيهات المصرف المركزي.
- القيام بصياغة المقترحات اللازمة في مجال إدارة المحفظة الاستثمارية.
- القيام باقتراح الحدود المسموحة للتداول فيما يتعلق بالطرف المقابل، والعملة والمتداول والدولة... ومراقبتها وإعداد التقارير الخاصة بها وبانحرافاتها.
- اقتراح تطوير البنية التحتية البرمجية الخاصة المستخدمة من قبل المديرية بالتنسيق مع مديرية تقانة المعلومات.

➢ **دائرة أسعار القطع:** تتولى دائرة أسعار القطع القيام بالمهام التالية:

- إصدار نشرات أسعار صرف العملات الأجنبية والعربية والمعادن الثمينة وفق الأنظمة النافذة كما تتولى إبلاغها للجهات المعنية بناءً على طلب خطي من هذه الجهات.
- يعتمد في تحديد أسعار العملات الأجنبية بالليرة السورية في نشرة أسعار الصرف للعملات الأجنبية سعر الدولار الأمريكي الحر الذي يتم تحديده يومياً مقابل الليرة السورية بعد دراسة وتحليل مجموعة من العوامل من قبل دائرة الدراسة والتحليل والتي تقوم برفع تقرير تحليلي عن مراكز القطع الأجنبي لدى المصارف المحلية وحالة العرض والطلب على العملات الأجنبية بالإضافة إلى آخر التطورات الاقتصادية المحلية و العالمية، وأسعار الصرف في السوق الموازية والتي تحصل عليها دائرة أسعار القطع من عدة جهات في هذه السوق، ويرفع إلى فريق العمل المشكل لهذه الغاية، حيث يتم إعداد محضر جلسة يتضمن كافة العوامل والمؤشرات اللازمة لتحديد سعر صرف الدولار الأمريكي كما يتم وضع مقترح لرفع أو خفض أو عدم تحريك سعر الصرف بما يتناسب مع المعطيات المتوفرة، ويرفع بعدها المحضر أصولاً إلى السيد نائب الحاكم الثاني لمناقشة المقترح مع ممثلين عن فريق العمل، ليتم رفع أصولاً للسيد الحاكم أو من يفوضه لاتخاذ القرار المناسب فيما يخص تحديد سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الليرة السورية.
- تقوم الدائرة بإعداد الإجابة على الكتب المحالة إليها من مديريات وفروع مصرف سورية المركزي ومن المحاكم القضائية ومن كافة وزارات الدولة ومؤسساتها حول الاستفسار عن أسعار العملات العربية والأجنبية وفي هذه الحالة يقتضي أن يتضمن الطلب الغاية التي قدم من أجلها لتتمكن الدائرة من تحديد السعر المطلوب.

◈ **قسم المكتب الخلفي:** يتألف هذا القسم من الدوائر التالية: دائرة الحسابات لدى المراسلين، دائرة العمليات المساندة، دائرة القيود المحاسبية، دائرة تدقيق العمليات المصرفية. وسنتناول فيما يلي مهام كل من دائرة الحسابات لدى المراسلين، والقيود المحاسبية، ودائرة تدقيق العمليات المصرفية:

➢ **دائرة الحسابات لدى المراسلين:** تتولى دائرة الحسابات لدى المراسلين المهام التالية:

- تغذية حسابات مصرف سورية المركزي من العملات الأجنبية بعد تحديد الحاجات التي تقتضيها التزاماته من هذه العملات.
- إجراء عملية نقل العملات الأجنبية مابين حسابات مصرف سورية المركزي لدى المراسلين باقتراح من الدائرة وموافقة الإدارة حيث توقع الموافقة من قبل رئيس الدائرة ورئيس القسم ومدير المديرية والمدير المشرف على مديرية العمليات المصرفية.
- تنفيذ العمليات على الودائع:
  - عمليات توظيف ودائع بالعملات الأجنبية أو الإضافة إلى وديعة.
  - عمليات السحب من الوديعة.
- تنفيذ عمليات تبديل العملات الأجنبية.
- تنفيذ عملية شراء أوراق الأجنبية مقابل حوالة.
- تنفيذ عملية بيع الأوراق النقدية الأجنبية مقابل حوالة.
- شراء موارد الجهات العامة من القطع الأجنبي.
- بيع الجهات العامة القطع الأجنبي المخصص لها.
- تنفيذ عملية شراء العملات الأجنبية من المصرف التجاري السوري بموجب جداول معدة من قبل المصرف التجاري السوري.
- تنفيذ عملية بيع العملات الأجنبية إلى المصرف التجاري السوري بموجب جداول معدة من قبل المصرف التجاري السوري (إلغاء جدول مبيع بشكل جزئي أو كلي).
- تنفيذ عملية تحويل من الحساب الجاري بالعملة الأجنبية (بنكنوت) العائد للإدارة العامة للمصرف المرخص إلى حساب المصرف المرخص.
- تنفيذ عمليات شراء العملات الأجنبية من المصارف المرخصة وشركات ومكاتب الصرافة.
- تنفيذ عمليات بيع الدولار الأمريكي إلى المصارف المرخصة.

- **دائرة القيود المحاسبية:** تتولى دائرة القيود المحاسبية كافة العمليات المحاسبية المتعلقة بالمديرية والمتمثلة بما يلي:
  - تنفيذ القيود الخاصة بعمليات نقل وتبديل العملات الأجنبية وتوظيف وسحب الودائع بالعملات الأجنبية.
  - تنفيذ القيود الخاصة بفوائد الودائع بالعملات الأجنبية.
  - تنفيذ العمليات الخاصة بفوائد الحسابات الجارية بالعملات الأجنبية لدى مراسلي مصرف سورية المركزي في الخارج.
  - تنفيذ العمليات الخاصة بالعمولات المدفوعة بالعملات الأجنبية من مصرف سورية المركزي لمراسليه في الخارج.
  - تنفيذ القيود الخاصة بشراء ومبيع الأوراق النقدية الأجنبية مقابل حوالة.
  - تنفيذ القيود الخاصة بشراء ومبيع الجهات العامة للقطع الأجنبي.
  - تنفيذ القيود الخاصة بشراء ومبيع العملات الأجنبية من المصرف التجاري السوري.
  - تنفيذ القيود الخاصة بعمليات شراء ومبيع العملات الأجنبية من المصارف المرخصة وشركات ومكاتب الصرافة.
  - ترحيل القيود من الدائرة إلى مديرية الحسابات عن طريق برنامج الكتروني مخصص لهذه العملية.
  - إعداد القيود المحاسبية بناءً على الوثائق الواردة من دائرة العمليات المساندة للقيمة المعادلة بالليرات السورية للمبالغ التي تم تحويلها بالقطع الأجنبي سداداً للقروض الممنوحة للجهات المعنية.
  - إجراء القيود المحاسبية الخاصة بالكفالات.
  - إجراء القيود المحاسبية الخاصة بالاتفاقات.
  - إجراء القيود المحاسبية الخاصة بالتسليف.
- **دائرة تدقيق العمليات المصرفية:** تتولى دائرة تدقيق العمليات المصرفية القيام بالمهام التالية:
  - تدقيق عمليات القروض الخارجية.
  - تدقيق عمليات الكفالات الخارجية.
  - تدقيق عمليات الاتفاقات.
  - تدقيق عمليات دائرة الحسابات لدى المراسلين.

وبناءً عليه، وبما أن هذه الإدارة الجديدة للاحتياطيات الأجنبية تتطلب وجود نظام الكتروني يخدم تنفيذ عمليات الاستثمار بالأدوات المالية الجديدة، فإن مصرف سورية المركزي لا يزال يسعى جاهداً لتنفيذ هذا المشروع بأسرع وقت ممكن، وقد اقتضى ذلك الاستعانة بخبراء عن طريق الاتحاد الأوروبي بمختلف الاختصاصات للإشراف والمساعدة في وضع دفتر شروط لنظام إدارة الاحتياطيات لاستدراج عروض البائعين. ولم تقتصر مهمة الخبراء على وضع دفتر الشروط فحسب وإنما اشتملت على شرح مفصل للأدوات الاستثمارية المختلفة التي تضمنها دفتر الشروط والممارسات العالمية للتعامل مع مثل هذه الأدوات، وإعداد بعض الحالات الاختبارية للاستناد عليها في إتمام كامل الحالات عند اختبار العرض الفائز.

وفي مجال المحاسبة عن هذه الأدوات الاستثمارية وخاصة الأوراق المالية الحكومية الأجنبية تم الاستعانة بخبير عن طريق الاتحاد الأوروبي–مشروع دعم القطاع المصرفي، ساعد فريق إدارة الاحتياطيات في مصرف سورية المركزي على صياغة القيود المحاسبية اللازمة لتنفيذ العمليات على الأوراق المالية الحكومية الأجنبية ووضع السياسات المحاسبية الخاصة بهذا النوع من الاستثمارات. كما تم إخضاع فريق إدارة الاحتياطيات لدورة قيادة في الأسواق المالية المتخصصة في مجال محاسبة وتسوية العمليات الخاصة بالأدوات الاستثمارية المختلفة.

كما ساهم الاتحاد الأوروبي في إيفاد بعض العاملين في الفريق إلى مصارف مركزية في دول أخرى للاستفادة من تجربتهم في مجال إدارة الاحتياطيات كمصرف قطر المركزي، الأمر الذي كان له الدور الكبير في بلورة الخبرة النظرية التي حصل عليها أعضاء الفريق من الخبراء، وساعدهم على ترجمة هذه الخبرات النظرية إلى واقع عملي ملموس، بما يمكنهم في المستقبل من صياغة آلية العمل التي سيتبناها مصرف سورية المركزي عند بدء التعامل مع هذه الأدوات الاستثمارية.

كما ترجمت رغبة مصرف سورية المركزي أيضاً بمواكبة التطورات العالمية بشكل واضح من خلال إيفاد العاملين في الفريق إلى بعض المصارف المركزية أو التجارية الأخرى للتعرف على هذه الأدوات الاستثمارية وآلية التعامل معها، وخاصة فيما يتعلق بالأوراق المالية الحكومية الأجنبية، حيث تظهر رغبة مصرف سورية المركزي واضحة للتوجه نحو هذا الاستثمار الآمن خاصة بعد حدوث الأزمة المالية العالمية وما رافقها من أحداث وعمليات إفلاس لعدد من المصارف العملاقة على مستوى العالم وأزمات مديونية في كثير من الدول لاسيما منطقة اليورو.

وبناءً عليه لابد أن يتطلع مصرف سورية المركزي مستقبلاً لاستثمار احتياطياته الأجنبية بأدوات استثمارية جديدة (وفق ما حدده القانون رقم /٢١/ لعام ٢٠١١) وأن لا يقتصر نشاطه في توظيف الاحتياطيات الأجنبية على الودائع

قصيرة الأجل لدى المصارف الأجنبية، وبالتالي تكوين محفظته الاستثمارية من أدوات الدخل الثابت متمثلة بالسندات الحكومية لبعض الدول ذات التصنيف الائتماني المرتفع.

وفي سياق متصل وبهدف الحفاظ على استقرار سعر صرف الليرة السورية وحماية المصارف المرخص لها التعامل بالقطع الأجنبي في سوق الصرف المحلي من مخاطر تقلبات أسعار الصرف وبما يضمن تحقيق كلاً من الاستقرار المالي والنقدي، فقد قام مصرف سورية المركزي خلال عام ٢٠٠٩ بعمليات بيع وشراء القطع الأجنبي في سوق الصرف النظامي المحلي من وإلى المصارف العاملة في السوق المحلية، وذلك من خلال مديرية العمليات المصرفية التي توكل إليها مهمة إدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي. حيث بلغ إجمالي مشتريات مصرف سورية المركزي من القطع الأجنبي خلال عام ٢٠٠٩ ما يعادل تقريباً ٤٣ مليار ليرة سورية، مقابل ٥٠ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٨، أما بالنسبة إلى مبيعات مصرف سورية المركزي من القطع الأجنبي فقد بلغت ما يعادل تقريباً ٨.٧ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٩، مقارنةً بـ ١٧ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٨.

كما قامت مديرية العمليات المصرفية بشراء (بيع) الأوراق النقدية الأجنبية من وإلى المصارف العاملة في السوق المحلية، والجدول التالي رقم (١١) يبين حركة هذه العمليات خلال عام ٢٠٠٩.

الجدول رقم (١١): إجمالي قيمة الأوراق النقدية المسلمة والمستلمة من السوق المحلية خلال عام ٢٠٠٩ (الأرقام بالليرات السورية)

البيان	دولار أمريكي	يورو
إجمالي قيمة الأوراق النقدية المشتراة من السوق المحلية	٣٠٠,٠٠٠,٢٢٧	١٤٦,٠٠٠,٠٠٠
إجمالي قيمة الأوراق النقدية المباعة إلى السوق المحلية	٨٩,٤٢٥,٠٠٠	٢٩,٨٢٠,٠٠٠

المصدر: مصرف سورية المركزي، مديرية العمليات المصرفية، تقرير داخلي.

هذا وقد بلغ المتوسط الشهري لمعدل العائد على الودائع بالدولار الأمريكي خلال عام ٢٠٠٩ ما مقداره ٠.٣٤٦٪، أما المتوسط الشهري لمعدل العائد على ودائع اليورو فقد بلغ ٠.٨٪. ويعود انخفاض معدل العائد على ودائع الدولار واليورو في عام ٢٠٠٩، إلى الإجراءات التي اتخذتها المصارف المركزية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو، من خلال برامج التحفيز المالي والاقتصادي المتمثلة بإجراءات التخفيف الكمي (برامج إعادة شراء السندات وتخفيض سعر الفائدة الرئيسي للبنوك المركزية)، وذلك بهدف دعم سيولة النظام المالي لمواجهة

الركود الاقتصادي العالمي، ولمواجهة صعوبة الحصول على الائتمان من قبل المؤسسات المالية جراء الأزمة المالية العالمية، حيث أدت هذه الإجراءات بالتالي إلى انخفاض معدلات الفائدة على الدولار واليورو[1].

وعليه يرى الباحث أن إنجاز الاعتبارات الرئيسية لإدارة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي (وفقاً للتوجهات الاستثمارية لمجلس النقد والتسليف) والمتمثلة بالأمان والسيولة والعائد يتم وفق ما يلي:

- **الأمان:** من خلال التعامل مع المؤسسات المالية الأجنبية ذات التصنيف الائتماني المرتفع (من A إلى AAA) واستثمار جزء من الاحتياطيات مستقبلاً في الأصول المالية الأجنبية ذات التصنيف الائتماني العالي (AAA) والمحافظة على تنويع وتوزيع مكونات محفظة الاحتياطيات الأجنبية من العملات الأجنبية كما هو جاري الآن (حيث يتم حالياً تشكيل محفظة الاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي بما يشبه سلة متوازنة من العملات الأجنبية ذات الترابط السلبي شبه التام وبحيث تتكون هذه السلة بشكل رئيسي من الدولار الأمريكي واليورو بالإضافة إلى الجنيه الإسترليني والين الياباني).
- **السيولة:** من خلال متابعة توظيف قسم من الاحتياطيات الأجنبية في ودائع قصيرة الأجل (من شهر إلى سنة) لدى المصارف الأجنبية في الخارج، بالإضافة لاستثمار جزء من هذه الاحتياطيات مستقبلاً في الأصول المالية ذات القدرة الكبيرة على التسييل كأذونات الخزينة الحكومية (من شهر إلى سنة) ذات التصنيف الائتماني العالي.
- **العائد:** ويعد في المترتبة الأخيرة من حيث أولويات سياسة إدارة الأصول الاحتياطية في مصرف سورية المركزي ولكنه يعد عاملاً هاماً في المحافظة على الاحتياطيات الأجنبية وتنميتها.

[1] - التقرير السنوي، ٢٠٠٩، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة، مصرف سورية المركزي، ص٦٢، ٦٣.

المبحث الثاني

إدارة المحفظة الاستثمارية المقترحة للاحتياطيات الأجنبية

في مصرف سورية المركزي

تم تقسيم هذا المبحث إلى محورين خصص الأول منهما لتحديد الهيكل التنظيمي المقترح لإدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي، في حين خصص المحور الثاني لتقييم المحفظة الاستثمارية المقترحة للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي.

أولاً: الهيكل التنظيمي المقترح لإدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي:

بهدف تحديد الهيكل التنظيمي المقترح لإدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي، يقترح الباحث دراسة تجربة إدارة المحفظة الاستثمارية في كل من مصرف فرنسا المركزي ومصرف التسويات الدولية، والتي يمكن تلخيصها على الشكل التالي:

أ- إدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف فرنسا المركزي[1]:

بهدف الإحاطة بنشاط إدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف فرنسا المركزي سيتناول الباحث دراسة كل من تنفيذ الأنشطة الاستثمارية، وتحديد مكونات المحفظة الاستثمارية، ونشاط إدارة المخاطر في مصرف فرنسا المركزي.

١- تنفيذ الأنشطة الاستثمارية:

يتولى قسم الاستثمار تنفيذ الأنشطة الاستثمارية في مصرف فرنسا المركزي وفق الضوابط والحدود التي تضعها لجنة المخاطر، ويتكون هذا القسم من ١٢ مدير محفظة وخمسة مساعدين. **وتتمثل مهام هذا القسم بما يلي:**

- دراسة وتقييم الاستثمارات الحالية واقتراح استثمارات جديدة، بالإضافة إلى تقديم تقرير شهري عن:
  - الأنشطة الاستثمارية إلى لجنة الاستثمار في مصرف فرنسا المركزي.
  - الأنشطة الاستثمارية إلى لجنة المخاطر ولجنة إدارة الاحتياطيات في مصرف فرنسا المركزي.
  - نشاط استثمار الاحتياطيات الأجنبية والأنشطة الاستثمارية الأخرى في مصرف فرنسا المركزي إلى لجنة عمليات السوق المفتوحة لدى المصرف المركزي الأوروبي.

[1]– Banque de France WORKSHOP, October 2009, International Banking and Financial Institute markets operations directorate,P2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10 ,11, 12 , 13, 14, 15.

◈ تنفيذ العمليات الاستثمارية على أساس الموازنة بين العائد (عائد مدروس ومستهدف) والمخاطرة (المخاطرة الناجمة عن السيولة، والسوق، والائتمان)، فعلى سبيل المثال يقوم هذا القسم بتكوين ثلاثة أنواع مختلفة من المحافظ الاستثمارية ذات الدخل الثابت المقيمة باليورو وبالعملات الأجنبية الأخرى وهي:

➢ المحفظة الاستثمارية للسندات التي تحقق عائد مقبول عند أدنى مستوى من المخاطرة (مثل السندات الحكومية ذات التصنيف الائتماني المرتفع AAA) وتتميز هذه المحفظة بطول فترة استحقاق وقلة السيولة.

➢ المحفظة الاستثمارية للسندات التي تحقق أعلى مستوى من العائد عند مستوى مرتفع من المخاطرة (مثل سندات الرهن العقاري)، وتتم إدارة هذه المحفظة على أساس من التفاؤل وتحقيق المزيد من العوائد بغض النظر عن مخاطر الاستثمار، إلا أنه لا يوجد إطار واضح لتقييم أداء مدراء هذا النوع من المحافظ الاستثمارية (من حيث العائد والمخاطرة) على اعتبار أنه لدى هؤلاء المدراء الحرية التامة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

➢ المحفظة الاستثمارية المعيارية (المثلى) للسندات التي تحقق أفضل مستوى ممكن من العائد عند أدنى مستوى من المخاطرة، ويتم تكوين هذه المحفظة على أساس تحديد فترة الاستثمار المستهدفة المثلى والتركيبة الأمثل من للسندات المكونة لها. كما يخضع تكوين المحفظة المعيارية المثلى في مصرف فرنسا المركزي للاعتبارات التالية:

- يجب أن تعكس هذه المحفظة تفضيلات العائد والمخاطرة للإدارة العليا (مثل عدم تحقيق عائد سلبي خلال فترة الاستثمار المحددة).
- يجب أن تتمكن الإدارة العليا من تقييم أداء إدارة هذه المحفظة.

وتجدر الإشارة إلى أنه يتم تكوين المحفظة المعيارية في مصرف فرنسا المركزي بما ينسجم مع خطته الاستثمارية والخطة الاستثمارية للمصرف المركزي الأوروبي، حيث يتم وفقاً إلى خطة المصرف المركزي الأوربي تحديد (بشكل شهري) أنواع الأدوات الاستثمارية المسموح بها.

و يتم تكوين المحفظة الاستثمارية للسندات في مصرف فرنسا المركزي وفقاً للخطط الاستثمارية المبنية على تقييم المخاطرة المحتملة، وتوجد ثلاثة أنواع من المخاطر الأساسية التي يلحظها مصرف فرنسا المركزي عند وضع خططه الاستثمارية المتعلقة بالسندات وهي:

- مخاطر فترة الاستثمار: تنجم هذه المخاطرة عن تقلبات أسعار الفائدة بمرور الزمن.
- مخاطر منحني العائد: تنجم هذه المخاطرة عن التغيرات الغير متوقعة في سلوك منحني عائد السوق.

- مخاطر فرق سعر الفائدة (مخاطر الهامش): تنجم هذه المخاطرة عن الفروقات في العائد (أسعار الفائدة) بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية المصدرة.

- تقييم مخاطر المحافظ الاستثمارية في مصرف فرنسا المركزي استناداً إلى تقرير المخاطر المقدم من قبل مديرية المخاطر.

وتتمثل المخاطر التي تتم إدارتها في مصرف فرنسا المركزي بما يلي:

- مخاطرة الائتمان وتتمثل بالمخاطرة القطرية، مخاطرة الطرف المقابل، مخاطرة الطرف المصدر للورقة المالية، المخاطرة القانونية، وتتم إدارة هذه المخاطر من قبل مديرية المخاطر/ قسم مخاطر السوق والائتمان.
- مخاطرة السوق وتتمثل بمخاطرة سعر الصرف، مخاطرة سعر الفائدة، ومخاطرة السيولة، وتتم إدارة هذه المخاطرة من قبل مديرية المخاطر/ قسم مخاطر السوق والائتمان.
- المخاطر الأخرى وتتمثل بمخاطرة السمعة، المخاطرة التشغيلية، وتتم إدارة هذه المخاطر على مستوى مصرف فرنسا المركزي ككل.

٢- مكونات المحفظة الاستثمارية في مصرف فرنسا المركزي:

تتكون المحافظ الاستثمارية في مصرف فرنسا المركزي من الأدوات المالية التالية:

- **السندات:** السندات التي تصدرها الحكومة المحلية، والسندات التي تصدرها المؤسسات الدولية ذات التصنيف الائتماني المرتفع، والسندات السيادية (التي تصدرها الدول)، والسندات المغطاة بالأصول (كسندات الرهن العقاري)، والسندات التي تصدرها الوكالات التي تدعمها الحكومة.
- **مشتقات أسعار الفائدة:** كالعقود المستقبلية على السندات، ومبادلات أسعار الفائدة.
- **أدوات السوق النقدية:** كاتفاقيات إعادة الشراء ومعكوس إعادة شراء، والودائع، مبادلات أسعار الذهب، المبادلات بهدف التحوط الكامل، العقود المستقبلية على أدوات السوق النقدية.

٣- إدارة المخاطرة في مصرف فرنسا المركزي:

تتولى مديرية المخاطر في مصرف فرنسا المركزي التي تم إحداثها في عام ٢٠٠٩ مهمة إدارة المخاطرة وتقديم التقارير عن هذه المخاطرة مباشرةً إلى الجهات التالية: المجلس الأعلى بشكل سنوي، رئيس عمليات السوق بشكل

شهري، لجنة المخاطر[1] بشكل يومي، قسم الاستثمار بشكل يومي. وتجدر الإشارة إلى أن هذه المديرية تتبع مباشرةً إلى رئيس عمليات السوق (الشكل ١٩). كما تجدر الإشارة إلى أن هذه المديرية حلت محل قسم المكتب الأوسط[2] (الذي تولى خلال الفترة الممتدة بين عامي ١٩٩٧–٢٠٠٨ مهمة إدارة المخاطرة في مصرف فرنسا المركزي).

وتعتبر مديرية المخاطر مسؤولة بشكل مباشر أمام لجنة المخاطر التي يرأسها حاكم أو نائب حاكم مصرف فرنسا المركزي، وتتحدد مهامها بما يلي:

- تقديم المعلومات للإدارة العليا في مصرف فرنسا المركزي عن المخاطرة والأداء.
- تحليل وتقييم سياسات الاستثمار الموضوعة في مصرف فرنسا المركزي.
- تحضير الوثائق والبيانات والملفات والتقارير للجنة المخاطر.

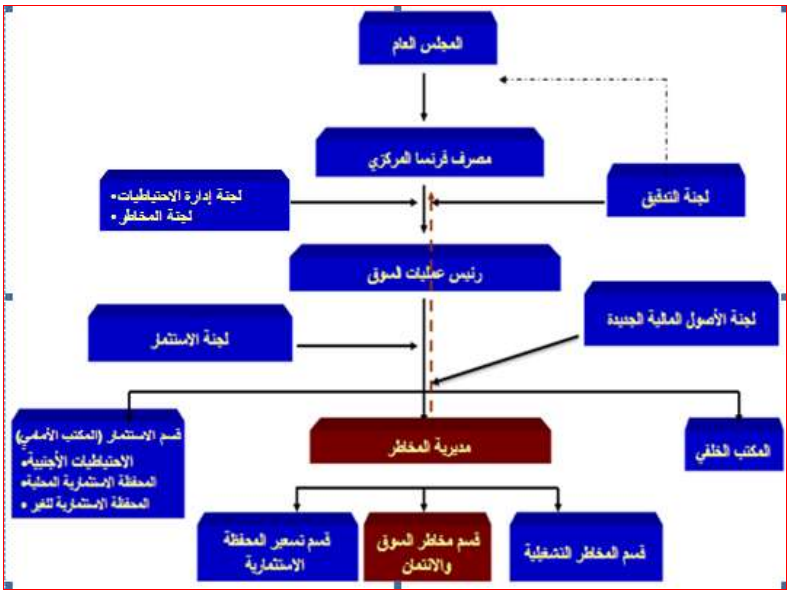
كما يقع على عاتق هذه المديرية طمأنة الإدارة العليا في مصرف فرنسا المركزي إلى:

- أنه يتم إنجاز عمليات السوق وقياسها بصورة صحيحة.
- أن المخاطرة تبقى ضمن الحدود الموضوعة والمسموح بها من قبل لجنة المخاطر.
- أن عملية إدارة المخاطرة تشمل الأدوات الاستثمارية الجديدة.

[1] – تم إنشاء لجنة المخاطرة في عام ١٩٩٧، وذلك عملاً بتوصيات لجنة بازل ومؤسسة انقد الأوربية، وتجتمع هذه اللجنة كل ثلاثة أشهر على الأقل، وتتألف من: الحاكم أو نائب الحاكم رئيساً، المدراء العامين (مديرية العمليات العامة، والمراقب العام)، رئيس عمليات السوق، رئيس قسم المكتب الخلفي، رئيس التدقيق الداخلي، رئيس قسم الرقابة المحاسبية، رئيس الرقابة على المخاطرة التشغيلية، رئيس قسم مخاطر التشغيلية، رئيس قسم مخاطر السوق والائتمان.

[2] – تم إنشاء قسم المكتب الأوسط في عام ١٩٩٧، وأتبع هذا القسم مباشرةً إلى مديرية العمليات العامة، وكانت تتمثل مهمة هذا القسم بإعداد التقارير عن مخاطر السوق والائتمان والأداء المرتبط بعمليات الاستثمار، وكان هذا القسم مسؤولاً أمام لجنة المخاطرة التي يرأسها حاكم أو نائب حاكم مصرف فرنسا المركزي.

الشكل رقم (١٩): موقع مديرية المخاطر في الهيكل التنظيمي لمصرف فرنسا المركزي

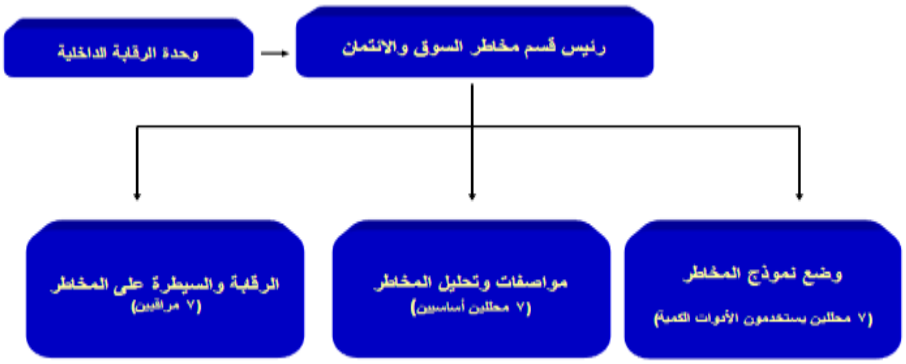


المصدر: مصرف فرنسا المركزي ٢٠٠٩.

ويتولى قسم مخاطر السوق والائتمان (الشكل السابق رقم (١٩)) بالإضافة لمهامه في الرقابة والسيطرة على المخاطرة اليومية إنجاز المهام التالية:

- التحقق من أهلية الأطراف المقابلة المصدرة للأوراق المالية.
- التعديل اليومي لحدود الاستثمار في الأصول المالية للأطراف المقابلة.
- تحديد وقياس مخاطر السيولة والسوق والائتمان.
- مراقبة أداء المحفظة الاستثمارية وتقييم العائد.
- تحليل الانحراف المعياري للسوق والائتمان.
- إعداد تقرير شامل عن المخاطرة بشكل ربعي (ربع سنوي) وتقديمه للإدارة العليا.
- المساهمة في تسعير (تحديد عائد) المحفظة الاستثمارية.

الشكل رقم (٢٠): مهام قسم مخاطر السوق والائتمان



المصدر: مصرف فرنسا المركزي ٢٠٠٩.

وتجدر الإشارة إلى أنه تتسم مهمة إدارة المخاطرة التي يقوم بها قسم مخاطر السوق والائتمان بالاستقلالية ويتجسد ذلك من خلال حصر مهام تحليل وتقييم مخاطر السوق والائتمان في هذا القسم، في حين يتولى قسم عمليات السوق الذي يعد بمثابة وحدة تشغيلية ضمن مديرة العمليات العامة مهمة الرقابة والسيطرة على المخاطر الأخرى (باستثناء مخاطرة السوق والائتمان).

وتجدر الإشارة أيضاً إلى أنه يتم تقديم التقارير عن المخاطرة التشغيلية يومياً إلى قسم المكتب الأمامي و مدير عمليات السوق، وكل شهرين لمدير العمليات العامة، وشهرياً إلى لجنة المخاطر، وسنوياً إلى المجلس العام.

وتتمثل مهام لجنة المخاطر في مصرف فرنسا المركزي بما يلي:

- المصادقة على التعديلات التي تطرأ على تعليمات إدارة المخاطر بالإضافة للمصادقة على أي أصل مالي جديد يتم إدراجه في المحفظة الاستثمارية (سندات، أسهم، سلع، مشتقات....إلخ).
- المصادقة على السياسات المقترحة من قبل مديرية المخاطر لإدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية، والمصادقة على التعليمات الخاصة بهذه السياسات، بالإضافة إلى الموافقة (مرة واحدة على الأقل كل عام) على حدود المخاطرة المسموح بها عند إدارة هذه المحافظ الاستثمارية.
- الاضطلاع على مكونات المخاطرة، والتقارير المتعلقة بالتدقيق والنشاط.

ب- إدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف التسويات الدولية[1]:

١- تمهيد:

بدأ مصرف التسويات الدولية نشاطه في عام ١٩٣٠ في مدينة بازل بسويسرا، لذلك فهو يعتبر أقدم منظمة مالية دولية في العالم، ويتخذ مصرف التسويات الدولية من مدينة بازل بسويسرا مقراً له ولديه مركز تمثيل آسيا والمحيط الهادئ في مدينة هونج كونج.

كما يعد مصرف التسويات الدولية منظمة دولية تنظم وترعى التعاون النقدي والمالي وتقدم خدماتها للمصارف المركزية لدول العالم من خلال:

- إقامة ندوات ومؤتمرات ومنتديات اقتصادية لمناقشة القرارات التي تهم المصارف المركزية.
- القيام بدور الشريك للمصارف المركزية في صفقاتها المالية.
- مركز للبحوث الاقتصادية والنقدية.
- وكيل في العمليات المالية الدولية لتسهيل مختلف العمليات المالية الدولية.
- يعد مصرفاً مركزياً للمصارف المركزية حول العالم.

ويتمثل الهيكل القانوني لمصرف التسويات الدولية بالجمعية العمومية ومجلس الإدارة. ويتكون الهيكل التنظيمي لمصرف التسويات الدولية من مجموعة من المديريات يرأس كلاً منها مدير وهي:

مديرية الشؤون الإدارية والعامة، مديرية العمليات النقدية الاقتصادية، مديرية العمليات المصرفية، ويدير المصرف المدير العام ونائب المدير العام.

- **الجمعية العمومية:**

تنعقد الجمعية العمومية لمصرف التسويات الدولية سنوياً خلال مدة أربعة أشهر من انتهاء السنة المالية للمصرف في ٣/١٣ من كل عام. وهنالك ٥٠ مصرفاً مركزياً عالمياً لديها حقوق التصويت والتمثيل في هذه الجمعية العمومية.

[1] - AMF/BIS seminar, 15-17 March 2009, International reserves, Trends, rationale and macroeconomic implications, Abu Dhabi, P2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10.

➢ **مجلس الإدارة:**

يتكون مجلس إدارة مصرف التسويات الدولية من سبعة عشر عضواً، حيث يتولى هؤلاء الأعضاء منصب محافظي المصارف المركزية لدول العالم. ويختار مجلس الإدارة رئيساً له من بين أعضائه وكذلك يعين هذا المجلس المدير العام ونائب المدير العام ومديري الإدارات.

ويجتمع عادة أعضاء مجلس الإدارة وممثلو المصارف المركزية المساهمون في المصرف في مكاتب المصرف في بازل بسويسرا وفي بعض الأحيان في مكتب تمثيل المصرف في هونج كونج.

٢- إدارة الاحتياطيات الأجنبية وتنفيذ الأنشطة الاستثمارية:

تتولى مديرية العمليات المصرفية في مصرف التسويات الدولية مهمة إدارة الاحتياطيات الأجنبية، وصندوق التقاعد، والأصول المالية العائدة لأطراف أخرى. كما تتولى هذه المديرية إدارة المحافظ الاستثمارية بعدة عملات أجنبية وبعملة أجنبية واحدة. وفي هذا السياق تمتلك هذه المديرية خبراء متخصصين للاستثمار في الأصول المالية ذات الدخل الثابت (نشاط الاستثمار الرئيسي في مصرف التسويات الدولية)، كما تحتفظ هذه المديرية بسجل لإثبات وقيد العمليات الاستثمارية طويلة الأجل، بالإضافة لامتلاكها مجموعة دائمة من خبراء الاستثمار المحترفين. وتتبنى هذه المديرية منهجية الاستثمار التالية:

◈ تتبع مديرية العمليات المصرفية سياسة استثمارية متحفظة، تتمثل في المحافظة على مخاطر الاستثمار عند حدود متدنية.

◈ تتخذ مديرية العمليات المصرفية قراراتها الاستثمارية على أساس من الشمولية (عدم مركزية صنع القرار) حيث تتخذ قراراتها الاستثمارية استناداً إلى الأبحاث والدراسات الاقتصادية الشاملة المقدمة من قبل مديرية العمليات النقدية الاقتصادية.

◈ تقوم مديرية العمليات المصرفية باحتواء المخاطرة الناجمة عن الاستثمار من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية بالإضافة لإتباعها إدارة محكمة للمخاطر.

الشكل رقم(٢١): عملية صنع القرار في مصرف التسويات الدولية



المصدر: مصرف التسويات الدولية، ٢٠٠٩.

٣- مراحل اتخاذ قرار الاستثمار في مصرف التسويات الدولية:

- **الاجتماع العام السنوي:**

- يترأس الاجتماع العام السنوي مدير العمليات المصرفية.
- يحضر الاجتماع العام السنوي الاقتصاديين ومدراء المحافظ الاستثمارية العاملين لدى مديريتي العمليات النقدية الاقتصادية والعمليات المصرفية.
- يهدف الاجتماع العام السنوي إلى دراسة وتحديد التطورات الاقتصادية العامة على المدى الطويل وذلك من خلال دراسة وتحليل التغيرات التي تطرأ على الأسواق المالية العالمية. وتجدر الإشارة إلى أنه لا يتم اتخاذ إي قرارات استثمارية خلال هذا الاجتماع.
- دراسة المواضيع المتعلقة بالسنة والسنوات القادمة، مثل المواضيع المتعلقة بالسياسة النقدية، والتطورات العالمية والتغيرات الدورية في الاقتصاد العالمي.

➢ يصدر عن الاجتماع العام السنوي وثيقة توزع على الأعضاء، وتلخص هذه الوثيقة التطورات المالية والاقتصادية المحتملة والتي ستسود الأسواق العالمية خلال العام القادم.

◈ **المؤتمر الدوري (كل شهرين):**

➢ ينعقد المؤتمر الدوري كل شهرين ويتكون أعضاؤه من الاقتصاديين ومدراء المحافظ الاستثمارية العاملين لدى مديرية العمليات النقدية الاقتصادية ومديرية العمليات المصرفية، ويرأس هذا المؤتمر مدير العمليات المصرفية.

➢ يهدف المؤتمر الدوري إلى مناقشة ومراجعة الافتراضات والتصورات المحددة في الاجتماع العام السنوي، وإلى تحديد التطورات الاقتصادية الدورية التي تفسرها تطورات الأسواق المالية العالمية.

➢ ينعقد المؤتمر الدوري لمصرف التسويات الدولية كل شهرين قبل أسبوع واحد تقريباً على انعقاد اجتماع محافظي مصرف التسويات الدولية.

➢ يتمثل الهدف الأساسي من انعقاد المؤتمر الدوري في الحصول على توقعات محددة عن النمو، والتضخم والسياسة النقدية في الاقتصاديات الرئيسية، كما يتم في هذا المؤتمر وضع التصورات الحالية عن المخاطرة.

وينتج عن انعقاد المؤتمر الدوري وضع خطة عمل تهدف إلى:

- تطوير الفرضيات البديلة (المتوقعة والقصوى) والمتعلقة بالمتغيرات الكلية مثل سياسة أسعار الفائدة، تطور منحنى العائد، العوامل المحددة للعائد.
- ضرورة قيام مدراء المحافظ الاستثمارية بتطوير الفرضيات البديلة وذلك في نفس الوقت الذي ينجزون فيه اختباراً للفرضيات الموضوعة باستخدام الطرق الكمية (مثل نموذج منحني العائد)، بحيث تكون هذه الفرضيات البديلة مختلفة من حيث النظام والتنظيم عن النماذج المقترحة مسبقاً.
- ضرورة القيام بالمراجعة والتقييم المستمرين للفترة التي يتم خلالها وضع التصورات والافتراضات المتعلقة بالاستثمار المحفظي وغالباً ما تتحدد هذه الفترة بثلاثة أشهر.

وبالتالي فإنه ينجم عن تطبيق خطة العمل التي يقرها المؤتمر الدوري ما يلي:

- الحصول على تصور أولي حول المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، سياسة سعر الفائدة.
- الحصول على تصورات حول سلوك منحني العائد استناداً إلى التوقعات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.

- الحصول على توقعات تتعلق بالعائد الواجب استهدافه استناداً إلى توقعات سلوك منحنى العائد.
- تكوين المحفظة الاستثمارية المعيارية استناداً إلى التوقعات المتعلقة بالعائد المستهدف.

◈ **لجنة تكوين المحفظة الاستثمارية:**

➢ يرأس لجنة تكوين المحفظة الاستثمارية مدير العمليات المصرفية ويتألف أعضاء هذه اللجنة من ممثلين عن مديرية العمليات المصرفية.

➢ تعقد لجنة تكوين المحفظة الاستثمارية اجتماعاتها عقب انعقاد المؤتمر الدوري.

تتخذ هذه اللجنة قراراتها استناداً إلى التقييمات الشاملة للمؤتمر الدوري، كما تقوم هذه اللجنة باتخاذ قراراتها بشأن تسعير المحفظة الاستثمارية (تحديد العائد عليها) لمدة ثلاثة أشهر قادمة، وترجمتها إلى خطة عمل تهدف إلى إعادة تكوين المحفظة الاستثمارية كل ثلاثة أشهر بعد الأخذ بالاعتبار المخاطرة المحتملة لأسواق السندات.

ويمكن تلخيص أهداف خطة العمل التي تضعها لجنة تكوين المحفظة الاستثمارية بما يلي:

- ضرورة استخدام أفضل التقنيات الموجودة لتحقيق التوقعات المتعلقة بالعائد (العائد المفترض من قبل الإدارة العليا) من خلال تخفيف أثر التعرض للمخاطر المحتملة، ووضع الحدود الملائمة لهذه المخاطرة.
- ضرورة تكوين المحفظة الاستثمارية التي تعكس تصورات الإدارة العليا حول العائد والمخاطرة، بالتزامن مع إمكانية تطبيق الفرضيات البديلة على هذه المحفظة وفقاً للمتغيرات الاقتصادية.

◈ **لجنة الاستثمار:**

➢ يرأس لجنة الاستثمار مدير العمليات المصرفية ويتألف أعضاء هذه اللجنة من ممثلين عن مديرية العمليات المصرفية.

➢ تتخذ لجنة الاستثمار قراراتها الرسمية استناداً إلى توصيات لجنة تكوين المحفظة الاستثمارية، وتقوم هذه اللجنة بعرض قراراتها الاستثمارية المقترحة على رئيس ونائب مديرية العمليات المصرفية للحصول على الموافقة النهائية.

➢ تمتلك هذه اللجنة سلطة محدودة تخولها من تخفيض مراكز الأصول الخطرة في المحفظة الاستثمارية.

◈ مجموعة تشغيل المحفظة الاستثمارية:

➢ يرأس مجموعة تشغيل المحفظة الاستثمارية مدير العمليات المصرفية، وتتألف هذه المجموعة من مدراء المحافظ الاستثمارية في مديرية العمليات المصرفية.

➢ تتخذ مجموعة تشغيل المحفظة الاستثمارية قراراتها المتعلقة بتشغيل المحفظة المعيارية ضمن الحدود الموضوعة من قبل لجنة الاستثمار.

➢ تقدم مجموعة تشغيل المحفظة الاستثمارية وصفاً عن الأداء المنجز، تركزات المخاطر، إستراتيجية الاستثمار المتبعة إلى لجنة الاستثمار.

الشكل رقم(٢٢): المراحل الثلاث المتبعة لتكوين المحفظة الاستثمارية في مصرف التسويات الدولية



المصدر: مصرف التسويات الدولية، ٢٠٠٩.

ج- إدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي:

يستنتج الباحث من خلال الاطلاع ودراسة ما هو قائم حالياً في مصرف سورية المركزي (وفق ما هو مبين في النظام الداخلي للمصرف وما يتم العمل به على أرض الواقع)، ووفقاً لأحكام القانون رقم٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة (١٢) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، واستعراض تجربة كل من مصرف فرنسا المركزي ومصرف التسويات الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية، أن هنالك مجموعة من العناصر الأساسية التي ينبغي توافرها في الهيكل التنظيمي المقترح لإدارة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي وهي:

١- يقوم مصرف سورية المركزي بتنفيذ سياسة استثمار الاحتياطيات الأجنبية (المحفظة الاستثمارية) التي يعتمدها مجلس النقد والتسليف والمصادق عليها من قبل رئاسة مجلس الوزراء.

٢- إسناد مهمة إدارة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي إلى مديرية العمليات المصرفية باعتبارها الجهة المسؤولة عن إدارة الاحتياطيات الأجنبية، وأن تتوزع هذه المهمة على ثلاثة أقسام مستقلة وهي: قسم المكتب الأمامي، قسم المكتب الأوسط، قسم المكتب الخلفي.

٣- إحداث عدد من اللجان في الهيكل التنظيمي لإدارة المحفظة الاستثمارية تجتمع بشكل دوري وهي:

- لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية[١]: يرأس هذه اللجنة حاكم أو نائب حاكم مصرف سورية المركزي ويتألف أعضاؤها من المدير المشرف على مديرية العمليات المصرفية ومن ممثلين عن مديرية العمليات المصرفية (موظفي قسم المكتب الأمامي بشكل أساسي)، وتتولى هذه اللجنة الاطلاع على التقارير الدورية المرفوعة من قبل مديرية العمليات المصرفية، ودراسة قرارات الاستثمار المقترحة من قبل لجنة الاستثمار والنظر في الموافقة:
  - على التعديلات التي تطرأ على تعليمات استثمار الاحتياطيات الأجنبية واعتمادها أصولاً.
  - على أي أصل مالي جديد يتم إدراجه في المحفظة الاستثمارية واعتماده أصولاً.
  - على سياسات استثمار الاحتياطيات الأجنبية المقترحة وعلى التعليمات الخاصة بها واعتمادها أصولاً.
  - على سياسة تكوين المحفظة الاستثمارية واعتمادها أصولاً.

[١] – مع الإشارة إلى أنه قد نص المرسوم التشريعي ٢١ المشار إليه آنفاً على إحداث هذه اللجنة ولكن بدون أي تحديد لآلية عملها وطبيعة مهامها.

- لجنة المخاطر: يرأس هذه اللجنة حاكم أو نائب حاكم مصرف سورية المركزي، ويتألف أعضاؤها من المدير المشرف على مديرية العمليات المصرفية ومن ممثلين عن مديرية العمليات المصرفية (موظفي قسم المكتب الأوسط بشكل أساسي)، وتتولى هذه اللجنة الاطلاع على ودراسة التقارير الدورية وقرارات الاستثمار المقترحة من قبل مديرية العمليات المصرفية والنظر في الموافقة:
  - على التعديلات التي تطرأ على تعليمات إدارة المخاطرة واعتمادها أصولاً.
  - على سياسات إدارة المخاطرة المقترحة وعلى التعليمات الخاصة بها واعتمادها أصولاً.
  - على حدود المخاطرة المسموح بها عند تكوين المحفظة الاستثمارية واعتمادها أصولاً.
- لجنة الاستثمار: يرأس هذه اللجنة مدير العمليات المصرفية، ويتألف أعضاؤها من ممثلين عن مديرية العمليات المصرفية وتتولى هذه اللجنة تنسيق عمل والإشراف على أقسام مديرية العمليات المصرفية. والهدف الأساسي من إنشاء هذه اللجنة هو الاطلاع على ودراسة التقارير الدورية المقدمة من قبل مديرية العمليات المصرفية واقتراح القرارات المتعلقة بتكوين المحفظة الاستثمارية استناداً إلى توصيات قسم المكتب الأمامي وبعد الاطلاع على التقارير الدورية لإدارة المخاطرة المقدمة من قبل قسم المكتب الأوسط. وتقوم هذه اللجنة بعرض قراراتها الاستثمارية المقترحة على لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية للحصول على الموافقة النهائية أصولاً.

٤- يتولى قسم المكتب الأمامي في مصرف سورية المركزي تنفيذ الأنشطة الاستثمارية وفق توجهات الإدارة العليا الممثلة بتوجهات لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية، وتتمثل مهام هذا القسم بما يلي:

- دراسة وتقييم الاستثمارات الحالية واقتراح استثمارات جديدة وعرضها على لجنة الاستثمار، بالإضافة إلى تقديم تقرير دوري عن الأنشطة الاستثمارية إلى لجنة الاستثمار ولجنة المخاطر ولجنة إدارة الاحتياطيات.
- تقييم مخاطر المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي استناداً إلى تقارير المخاطر المقدمة من قبل قسم المكتب الأوسط.
- وبناءً عليه يقوم قسم المكتب الأمامي بتنفيذ العمليات الاستثمارية على أساس الموازنة بين العائد (عائد مدروس ومستهدف) والمخاطرة (المخاطرة الناجمة عن السيولة، والسوق، والائتمان) وتكوين المحفظة الاستثمارية المعيارية (المثلى) التي تحقق المزيج الأفضل من العائد والمخاطرة. وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن تكوين المحفظة المعيارية المثلى ينبغي أن يخضع للاعتبارات التالية:

• لابد أن تعكس هذه المحفظة تفضيلات العائد والمخاطرة للإدارة العليا (مثل عدم تحقيق عائد سلبي خلال فترة الاستثمار المحددة).

• ينبغي أن تتمكن الإدارة العليا من تقييم أداء إدارة هذه المحفظة.

٥- يتولى قسم المكتب الأوسط- دائرة إدارة المخاطر وتحليل السوق- مهمة إدارة وتقييم مخاطر المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي وفق توجهات الإدارة العليا الممثلة بتوجهات لجنة المخاطر وتقديم التقارير الدورية والمقترحات عن هذه المخاطر إلى هذه اللجنة، بالإضافة إلى تقديم التقارير الدورية عن المخاطرة إلى لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية ولجنة الاستثمار وقسم المكتب الأمامي.

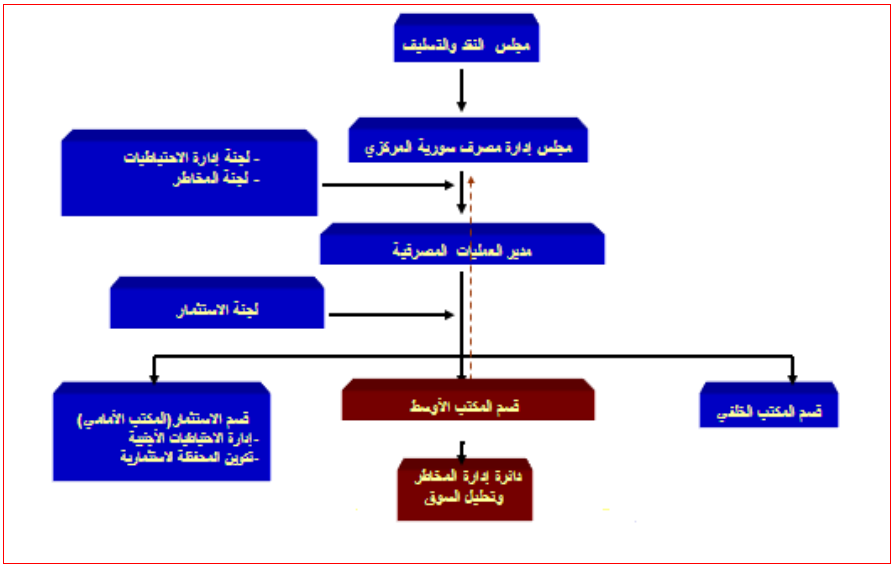
وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن قسم المكتب الأوسط-دائرة إدارة المخاطر وتحليل السوق- ينبغي أن يتولى بالإضافة لمهامه في الرقابة والسيطرة على المخاطر اليومية إنجاز المهام التالية:

- التحقق من أهلية الأطراف المقابلة المصدرة للأوراق المالية.
- التعديل اليومي (أصولاً) لحدود الاستثمار في الأصول المالية للأطراف المقابلة.
- تحديد وقياس مخاطر السيولة والسوق والائتمان.
- مراقبة أداء المحفظة الاستثمارية وتقييم العائد.
- تحليل الانحراف المعياري للسوق والائتمان.
- تسعير (تحديد عائد) المحفظة الاستثمارية.
- إدارة المخاطرة التشغيلية المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية.
- إعداد تقرير شامل عن المخاطرة بشكل ربعي (ربع سنوي) وتقديمه إلى لجنة المخاطر.

٦- يتولى قسم المكتب الخلفي إجراء عمليات التسوية والدفع والأرشفة للعمليات المنفذة من قبل قسم المكتب الأمامي والمتعلقة بالمحفظة الاستثمارية.

بناءً على ما تقدم، يرى الباحث أنه بالإمكان وضع الهيكل التنظيمي التالي (الشكل ٢٣) لإدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي:

الشكل رقم(٢٣): الهيكل التنظيمي المقترح لإدارة المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي



ويتضح من الشكل البياني رقم (٢٣) ما يلي:

◈ ينبغي أن ينفصل عمل قسم المكتب الأمامي وقسم المكتب الخلفي عن بعضهما بشكل تام، فيقوم الأول بإجراء علميات التفاوض و تنفيذ العملية الاستثمارية مع التقيد بالحدود التي يضعها قسم المكتب الأوسط (دائرة إدارة المخاطرة وتحليل السوق) بناءً على توصيات و توجيهات الإدارة العليا، بينما يتولى المكتب الخلفي إجراء عمليات التسوية والدفع للعمليات المنفذة من قبل قسم المكتب الأمامي، ومن خلال التدخل الثنائي منعاً لحدوث الأخطاء أو تكرارها. حيث يتطلب تنفيذ هذه العملية تدخل من قبل عدة أطراف لضمان التنفيذ السليم للعملية.

◈ تتمثل مهمة دائرة إدارة المخاطر وتحليل السوق بقياس وإدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية، و تحليل هذه المخاطرة وإعداد التقارير اللازمة عنها إلى لجنة المخاطر وللأطراف الأخرى المعنية بالإضافة إلى ترجمة سياسات الإدارة و توجيهاتها إلى مؤشرات كمية يتم الالتزام بها من قبل قسم المكتب الأمامي ومن ثم قياس الانحرافات و مؤشرات المخاطر الناجمة عن عملية الاستثمار، و إيجاد السبل و الأدوات الكفيلة بتخفيض أثر هذه المخاطرة.

ثانياً: تقييم المحفظة الاستثمارية المقترحة للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي

أ- تحليل العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية المقترحة:

يرى الباحث أنه قد أضحى بإمكان مصرف سورية المركزي وفقاً لأحكام المرسوم التشريعي رقم /٢١/ تاريخ ٢٠١١/٢/٩ تكوين محفظته الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية من أدوات الدين القابلة للتداول المحررة بعملات أجنبية قابلة للتحويل والصادرة عن الحكومات أو المصارف المركزية أو المؤسسات المالية الدولية، أو التي تضمنها هذه الجهات بشكل كامل، ووفق الضوابط التي يحددها مجلس النقد والتسليف لاسيما مواصفات هذه الأدوات من آجال وتصنيف ائتماني[١].

واستناداً إلى ما يسمح به المرسوم التشريعي المذكور آنفاً، فإن الباحث يرى بأن المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي مكونة من سندات خزينة حكومية ذات تصنيف ائتماني عالي وذات استحقاقات قصيرة الأجل.

وعليه ونظراً لأن أغلب عمليات استثمار الاحتياطيات الأجنبية تتجه عادةً نحو سندات خزينة حكومية أمريكية يرى الباحث بأنه من الممكن لمصرف سورية المركزي أن يستثمر جزءاً من احتياطياته الأجنبية في محفظة استثمارية مكونة من هذه السندات (حيث تتمتع هذه السندات بتصنيف ائتماني عالي وقدرة كبيرة على التسييل بالتزامن مع تحقيق مستوى مقبول من العائد)، ويتوجب عليه بالتالي أن يقوم بتحليل عنصري العائد والمخاطرة لهذه السندات لتحديد هيكل المحفظة الاستثمارية الأمثل واختيار البديل الاستثماري الأفضل.

[١]- القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بموجب المادة(١٢) من المرسوم التشريعي رقم /٢١/ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/٩، ص٦، ٧.

الجدول رقم (١٢): سندات الخزينة الحكومية الأمريكية المتداولة في السوق ذات الاستحقاق من سنة إلى ثلاث سنوات (المبالغ بآلاف الدولارات الأمريكية)

رقم المجموعة	رقم السند	الوصف	الاستحقاق	الكوبون%	القيمة الاسمية	القيمة السوقية	قيمة العائد الاسمي	عائد السوق(المردود)
1	1	US912828CL25	15-حزيران-١١	4.000	15,000	15,152	600	3.96
1	2	US912828GV60	30-حزيران-١١	4.875	18,000	18,379	878	4.77
1	3	US912828CN80	15-تموز-١١	3.625	15,000	15,015	544	3.62
1	4	US912828GY00	31-تموز-١١	4.625	18,000	18,244	833	4.56
1	5	US912828FP02	15-آب-١١	4.875	21,000	21,322	1024	4.80
1	6	US912828CS77	15-آب-١١	3.500	15,000	14,931	525	3.52
1	7	US9128275N82	15-آب-١١	6.000	22,011	22,707	1321	5.82
1	8	US912828HB97	31-آب-١١	4.000	18,000	18,013	720	4.00
1	9	US912828CV07	15-أيلول-١١	3.375	15,000	14,848	506	3.41
1	10	US912828HD53	30-أيلول-١١	4.000	18,000	17,947	720	4.01
2	11	US912828CX62	15-ت١-١١	3.375	15,000	14,794	506	3.42
2	12	US912828HF02	31-ت١-١١	3.625	20,000	19,758	725	3.67
2	13	US912828FX36	15-ت٢-١١	4.625	19,000	19,447	879	4.52
2	14	US912828DB34	15-ت٢-١١	3.500	15,000	15,027	525	3.49
2	15	US912828HJ24	30-ت٢-١١	3.125	20,000	19,855	625	3.15
2	16	US912828DE72	15-ك١-١١	3.500	15,000	14,972	525	3.51
2	17	US912828HL79	31-ك١-١١	3.250	22,000	21,811	715	3.28
2	18	US912828DG21	15-ك٢-١٢	3.625	15,000	14,952	544	3.64
2	19	US912828HP83	31-ك٢-١٢	2.125	24,000	23,187	510	2.20
2	20	US912828GG93	15-شباط-١٢	4.750	16,000	16,232	760	4.68
3	21	US912828DL16	15-شباط-١٢	3.500	15,000	14,859	525	3.53
3	22	US9128275Z13	15-شباط-١٢	6.500	18,006	18,869	1170	6.20
3	23	US912828HS23	28-شباط-١٢	2.000	26,000	24,971	520	2.08
3	24	US912828DP20	15-آذار-١٢	4.000	15,000	14,952	600	4.01
3	25	US912828HU78	31-آذار-١٢	1.750	28,000	26,658	490	1.84
3	26	US912828DR85	15-نيسان-١٢	4.000	15,000	14,895	600	4.03
3	27	US912828HX18	30-نيسان-١٢	2.125	30,000	28,671	638	2.22
3	28	US912828GR58	15-أيار-١٢	4.500	14,000	14,298	630	4.41
3	29	US912828DU15	15-أيار-١٢	3.875	15,000	15,096	581	3.85
3	30	US912828DX53	15-حزيران-١٢	3.625	14,000	13,953	508	3.64
4	31	US912828DZ02	15-تموز-١٢	3.875	13,000	12,986	504	3.88

4	32	US9128276J61	15-آب-١٢	5.750	18,003	18,714	1035	5.53
4	33	US912828ED80	15-آب-١٢	4.125	13,000	13,014	536	4.12
4	34	US912828EG12	15-أيلول-١٢	3.875	13,000	12,888	504	3.91
4	35	US912828EJ50	15-ت١-١٢	4.250	13,000	12,956	553	4.26
4	36	US912828EM89	15-ت٢-١٢	4.500	13,000	13,275	585	4.41
4	37	US912828EQ93	15-ك١-١٢	4.375	13,000	13,181	569	4.32
4	38	US912828ES59	15-ك٢-١٣	4.250	13,000	13,085	553	4.22
4	39	US9128276T44	15-شباط-١٣	5.000	20,976	21,475	1049	4.88
4	40	US912828EX45	28-شباط-١٣	4.500	14,000	14,114	630	4.46

المصدر: مصرف التسويات الدولية ٢٠١٠

بناءً على ما تقدم يقترح الباحث تقسيم السندات المتاحة في السوق (الجدول السابق رقم (١٢))إلى أربعة مجموعات متساوية وفقاً إلى تواريخ استحقاقاتها، وثم احتساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري (المخاطرة) ومعامل الاختلاف لكل مجموعة من السندات استناداً إلى قيم العوائد السوقية لهذه المجموعات الأربعة من السندات وذلك كما يلي:

(تجدر الإشارة إلى أنه تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SSPS للتأكد من صحة النتائج المبينة في الجداول أدنا)

جدول رقم (١٣): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لكل مجموعة من السندات المتداولة في السوق

البيان	المجموعة الأولى	المجموعة الثانية	المجموعة الثالثة	المجموعة الرابعة
١	%3.96	%3.42	%3.53	%3.88
٢	%4.77	%3.67	%6.20	%5.53
٣	%3.62	%4.52	%2.08	%4.12
٤	%4.56	%3.49	%4.01	%3.91
٥	%4.80	%3.15	%1.84	%4.26
٦	%3.52	%3.51	%4.03	%4.41
٧	%5.82	%3.28	%2.22	%4.32
٨	%4.00	%3.64	%4.41	%4.22
٩	%3.41	%2.20	%3.85	%4.88
١٠	%4.01	%4.68	%3.64	%4.46
متوسط العائد	**%4.25**	**%3.56**	**%3.58**	**%4.40**
الانحراف المعياري للعائد*	%0.71	%0.66	%1.23	%0.47
معامل الاختلاف**	**0.17**	**0.18**	**0.34**	**0.11**

* تم احتساب الانحراف المعياري باستخدام النموذج التالي:

$$\text{Standard Deviation} = S = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (R_i - E(R_i))^2 p_i}$$

إذ أن:

S: الانحراف المعياري للمجموعة **i**.

E(Ri): متوسط العائد للمجموعة **i**.

Pi: الوزن النسبي للمجموعة **i**.

** تم احتساب معامل الاختلاف باستخدام النموذج التالي:

$$\text{Coefficient of variation} = Cv = \frac{S}{E(R_i)}$$

إذ أن:

C.V: معامل الاختلاف للمجموعة **i**.

S: الانحراف المعياري للمجموعة **i**.

E(Ri): العائد المتوقع للمجموعة **i** (متوسط العائد).

تجدر الإشارة إلى أن القيم المرتفعة للانحراف المعياري تدلنا على أن هناك تذبذب عالي في قيم العوائد السوقية وبالتالي نلاحظ من قيم الانحراف المعياري المبينة في الجدول رقم (١٣) أعلاه أن المجموعة الثالثة من السندات هي الأعلى تذبذباً وأن المجموعة الرابعة هي أقلها.

والسؤال الذي يطرح نفسه علينا من هي المجموعة الأفضل بين المجموعات الأربعة من السندات المبينة في الجدول أعلاه؟ والجواب يتبين من خلال مقارنة قيمة معامل الاختلاف لكل مجموعة من مجموعات السندات الأربعة. حيث أنه كل ما كان هذا المعامل أقل كلما كان الاستثمار في مجموعة السندات أفضل من حيث العائد والمخاطرة.

وعليه يتبين من خلال قيم معامل الاختلاف المبينة في الجدول رقم (١٣) أن المجموعة الرابعة هي المجموعة الأفضل من بين مجموعات السندات الأربعة. ومعنى الرقم ٠,١١ هو أنه عند زيادة عائد الاستثمار على المحفظة الاستثمارية المكونة من جميع سندات المجموعة الرابعة بمقدار ١٪ فإن ذلك سيؤدي إلى الزيادة في المخاطرة بمقدار ٠,١١٪.

الآن نصل إلى السؤال التالي: هل الاستثمار في أكثر من مجموعة من السندات سيؤدي إلى نتائج أفضل من التي نحصل عليها عند الاستثمار في مجموعة واحدة فقط من السندات؟

وبناءً عليه سنقوم بحساب معامل الارتباط بين المجموعات الأربعة من السندات باستخدام النموذج التالي:

$$Cc_{iz} = \frac{\sum (I - E(R_i))(Z - E(R_z))}{n S_i S_z}$$

Cc_{iz}: معامل الارتباط بين المجموعتين i و z.

I: معدل العائد على السند في المجموعة i.

z: معدل العائد على السند في المجموعة z.

$E(R_i)$: متوسط العائد (العائد المتوقع) على المجموعة i.

$E(R_z)$: متوسط العائد (العائد المتوقع) على المجموعة z.

جدول رقم (١٤): معاملات الارتباط بين المجموعات الأربعة من سندات الخزينة الحكومية الأمريكية

البيان	المجموعة الأولى	المجموعة الثانية	المجموعة الثالثة	المجموعة الرابعة
المجموعة الأولى	1	-0.064	-0.161	0.054
المجموعة الثانية	-0.064	1	-0.041	-0.183
المجموعة الثالثة	-0.161	-0.041	1	0.618
المجموعة الرابعة	0.054	-0.183	0.618	1

من خلال القيم المبينة في الجدول رقم (١٤) نجد أن الارتباط بين المجموعتين الأولى والرابعة والارتباط أيضاً بين المجموعتين الثانية والثالثة هو الأدنى، وبالتالي وباعتبار أنه كلما قل الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية فإن ذلك يعد أفضل (تخفيض المخاطرة غير النظامية من خلال التنويع) فإننا سنقوم بدارسة:

١- تكوين محفظة استثمارية من سندات المجموعتين الأولى والرابعة بأوزان متساوية (توزيع المبلغ المخصص لشراء السندات بين المجموعتين بالتساوي):

سنقوم باحتساب معدل العائد المتوقع والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لهذه المحفظة ومقارنته مع معامل الاختلاف لكل من المجموعتين الأولى والرابعة كل على حده

جدول رقم (١٥): معدل العائد المتوقع والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمحفظة المكونة من سندات المجموعتين الأولى والرابعة

العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية*	**%4.32**
الانحراف المعياري للمحفظة**	%0.43
معامل الاختلاف للمحفظة***	**0.10**

* تم احتساب العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من خلال تطبيق النموذج التالي:

$$R_x = \sum_{i=1}^{n} P_i * R_i$$

إذ أن:

R_x: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية X.

P_i: الوزن النسبي لمجموعة السندات i من إجمالي المحفظة الاستثمارية X.

Ri: متوسط العائد على مجموعة السندات i.

n: عدد مجموعات السندات المكونة للمحفظة.

** تم احتساب الانحراف المعيار للمحفظة الاستثمارية X من خلال النموذج التالي:

$$S_x = \sqrt{V_x}$$

S_x: الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية X.

V_x: تباين المحفظة الاستثمارية X.

$$V_x = P^2_i * V_i + P^2_z * V_z + 2 * P_i * P_z * cov(R_i, R_z)$$

V_x: تباين المحفظة الاستثمارية X.

P_i:الوزن النسبي للمجموعة I.

P_z: الوزن النسبي للمجموعة Z.

$cov(R_i, R_z)$: التباين المشترك بين عائد المجموعتين I و Z.

ويمكن احتساب $cov(R_i, R_z)$ من خلال النموذج التالي:

$$cov(R_i, R_z) = Cc_{iz} * S_i * S_z$$

Cc_{iz}: معامل الارتباط بين المجموعتين i و z.

S_i: الانحراف المعياري للمجموعة i.

S_z: الانحراف المعياري للمجموعة z.

***تم احتساب معامل الاختلاف للمحفظة الاستثمارية X من خلال النموذج التالي:

$$CV_x = \frac{S_x}{E(R_x)}$$

CV_x: معامل الاختلاف للمحفظة الاستثمارية X.

S_x: الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية X.

$E(R_x)$: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية X.

جدول رقم (١٦): مقارنة معامل الاختلاف للمحفظة مع معامل الاختلاف للمجموعتين الأولى والرابعة كل على حده

البيان	المجموعة الأولى	المجموعة الرابعة	المحفظة الاستثمارية(١+٤)
العائد المتوقع	%4.25	%4.40	%4.32
الانحراف المعياري	%0.71	%0.47	%0.43
معامل الاختلاف	0.17	0.11	0.10

يتبين من قيمة معامل الاختلاف في الجدول رقم (16) أن تكوين محفظة استثمارية من سندات المجموعة الأولى والرابعة يعطى نتائج أفضل من تكوين المحفظة الاستثمارية من سندات إحدى المجموعتين فقط.

٢- تكوين محفظة استثمارية من سندات المجموعتين الثانية والثالثة بأوزان متساوية (توزيع المبلغ المخصص لشراء السندات بين المجموعتين بالتساوي):

جدول رقم (١٧): معدل العائد المتوقع والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمحفظة المكونة من سندات المجموعتين الثانية والثالثة

العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية	%3.57
الانحراف المعياري للمحفظة	%0.71
معامل الاختلاف للمحفظة	0.20

جدول رقم (١٨): مقارنة معامل الاختلاف للمحفظة مع معامل الاختلاف للمجموعتين الثانية والثالثة كل على حده

البيان	المجموعة الثانية	المجموعة الثالثة	المحفظة الاستثمارية(٢+٣)
العائد المتوقع	%3.56	%3.58	%3.57
الانحراف المعياري	%0.66	%1.23	%0.71
معامل الاختلاف	0.18	0.34	0.20

وباعتبار أنه كلما انخفض معامل الاختلاف كانت النتيجة أفضل، فإننا نجد أن تكوين المحفظة الاستثمارية من سندات المجموعتين الأولى والرابعة يحقق نتيجة أفضل من تكوين المحفظة الاستثمارية من سندات المجموعتين الثانية والثالثة.

٣- تحسين أداء المحفظة الاستثمارية المكونة من سندات المجموعتين الأولى والرابعة:

يتبين من الجدول رقم (١٦) أن أداء (عائد ومخاطرة) سندات المجموعة الرابعة هو أفضل من أداء سندات المجموعة الأولى، وبالتالي يمكن تحسين أداء المحفظة الاستثمارية المكونة من كلا المجموعتين من خلال زيادة الوزن النسبي لسندات المجموعة الرابعة في المحفظة الاستثمارية، وبالتالي لنفترض زيادة الوزن النسبي لسندات المجموعة الرابعة في المحفظة الاستثمارية إلى مستوى ٨٦٪ مقابل ١٤٪ لسندات المجموعة الأولى وسنتوصل بالتالي إلى النتائج التالية:

جدول رقم (١٩): معدل العائد المتوقع والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمحفظة المكونة من سندات المجموعتين الأولى والرابعة

العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية	**%4.38**
الانحراف المعياري للمحفظة	%0.42
معامل الاختلاف للمحفظة	**0.09**

جدول رقم (٢٠): مقارنة معامل الاختلاف للمحفظة مع معامل الاختلاف للمجموعتين الأولى والرابعة كل على حده

البيان	المجموعة الأولى	المجموعة الرابعة	المحفظة الاستثمارية(١+٤)
العائد المتوقع	%4.25	%4.40	%4.38
الانحراف المعياري	%0.71	%0.47	%0.42
معامل الاختلاف	0.17	0.11	0.09

جدول رقم (٢١): أثر زيادة الوزن النسبي لسندات المجموعة الرابعة على أداء المحفظة الاستثمارية

البيان	المحفظة الاستثمارية(١+٤) بأوزان نسبية متساوية (٥٠٪+٥٠٪)	المحفظة الاستثمارية(١+٤) بأوزان نسبية غير متساوية(١٤٪+٨٦٪)
العائد المتوقع	4.32	4.38
الانحراف المعياري	**0.43**	**0.42**
معامل الاختلاف	0.10	0.09

وبالتالي نلاحظ من خلال معامل الاختلاف أن المحفظة الاستثمارية المكونة من سندات المجموعة الأولى بنسبة ١٤٪ وسندات المجموعة الرابعة بنسبة ٨٦٪ هي أفضل من المحفظة الاستثمارية المكونة من سندات المجموعتين الأولى والرابعة بنسب متساوية كما أنها أفضل من المحفظة الاستثمارية المكونة من سندات المجموعة الأولى أو الرابعة كل على حده.

جـ- قياس أداء المحفظة الاستثمارية المقترحة:

يلعب قياس أداء المحفظة الاستثمارية المقترحة للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي دوراً هاماً في الوقوف على نتائج نشاط الاستثمار، وتقييم أداء كل من المحفظة الاستثمارية والقائمين على إدارة هذه المحفظة بالشكل الذي يسمح باتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح نقاط الضعف في الوقت المناسب. وبناءً عليه يقترح الباحث أنه يمكن تطبيق الأساليب والأدوات التالية (المتبعة في مصرف التسويات الدولية والعديد من المؤسسات المالية والمصرفية العالمية) لقياس أداء المحفظة الاستثمارية المقترحة للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي:

١- قياس أداء المحفظة الاستثمارية المقترحة في حال عدم وجود تدفقات نقدية:



V_t : قيمة المحفظة في بداية عملية الاستثمار (مليون دولار أمريكي).

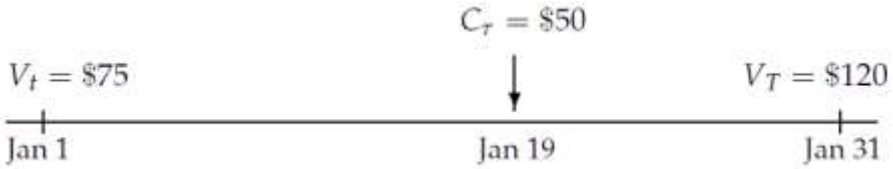
V_T : قيمة المحفظة في نهاية عملية الاستثمار (مليون دولار أمريكي).

إن العائد على المحفظة يحتسب كما يلي :

$$r(t,T) = \frac{V_T - V_t}{V_t} = \frac{V_T}{V_t} - 1$$

$$= \frac{120 - 75}{75} = 60\%$$

٢- قياس أداء المحفظة الاستثمارية في حال وجود تدفقات نقدية:



لنفرض أن:

V_t: قيمة المحفظة عند بداية الاستثمار في الأول من كانون الثاني (مليون دولار أمريكي).

V_T : قيمة المحفظة عند نهاية عملية الاستثمار في ٣١ كانون الثاني (مليون دولار أمريكي).

وبفرض أننا في ١٩ كانون الثاني أضفنا أوراق مالية للمحفظة قيمتها C_τ = ٥٠$ (مليون دولار أمريكي).

وإذا ما قمنا بحساب العائد وفقاً للطريقة الأولى فإننا سنتوصل إلى النتيجة التالية :

$$r(t,T) = \frac{V_T - V_t}{V_t} = \frac{120 - 75}{75} = 60\%,$$

إن هذه النتيجة لا تعبر عن الواقع ولذلك لا بد من إجراء تعديلات عليها

حل المشكلة :

◈ إذا لم نجري بعض التعديلات على عائد المحفظة، فإن إضافة أوراق مالية جديدة للمحفظة في الـ ١٩ من حزيران قيمتها ٥٠$ سيعظم عائد المحفظة ليعطيه قيمة موجبة مبالغ فيها مما يؤثر على قياس الأداء.

◈ نحتاج في هذه الحالة لمعرفة نسبة العائد قبل وبعد عملية إضافة الأوراق المالية الجديدة للمحفظة.

وبالتالي لابد أن نستخدم إحدى الطريقتين التاليتين:

- **طريقة الترجيح (التعديل) بالقيمة:**

$$V_T - V_t - C_\tau = 120 - 75 - 50 = -5.$$

يجب أن نعدل قيمة المحفظة في بداية عملية الاستثمار نتيجة التدفق النقدي الذي تعرضت له المحفظة. وبالعودة للمثال السابق:

$$V_t + \left(\frac{T-\tau}{T}\right) C_\tau = 75 + \left(\frac{12}{31}\right) 50 = 94.4.$$

T= تاريخ نهاية عملية الاستثمار(٣١ كانون الثاني).

τ = تاريخ إضافة التدفق النقدي(١٩كانون الثاني).

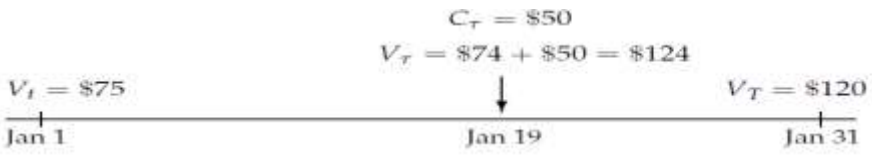
فيكون العائد المعدل على أساس القيمة هو:

$$r_{\text{MD}} = \frac{V_T - V_t - C_\tau}{V_t + \left(\frac{T-\tau}{T}\right) C_\tau} = \frac{-5}{94.4} = -5.30\%.$$

r_{MD} = العائد المعدل على أساس القيمة.

➢ **طريقة الترجيح (التعديل) بالزمن:**

بفرض أن V_τ تمثل قيمة المحفظة في تاريخ التدفق النقدي عندها يمكن احتساب العائد كما يلي:



- نحسب العائد خلال الفترة الأولى:

$$\frac{V_\tau - C_\tau}{V_t} = \frac{124 - 50}{75} = 0.9867.$$

- نحسب العائد خلال الفترة الثانية:

$$\frac{V_T}{V_\tau} = \frac{120}{124} = 0.9677.$$

- بضرب العائد خلال الفترة الأولى بالعائد خلال الفترة الثانية نحصل على العائد عن كامل الفترة :

$$\left(\frac{V_\tau - C_\tau}{V_t}\right)\left(\frac{V_T}{V_\tau}\right) - 1 = (0.9867) \cdot (0.9677) - 1 = -4.52\%.$$

➢ **مقارنة الطرق المتبعة لقياس الأداء:**

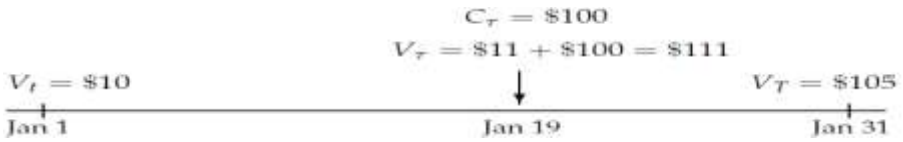
لقد اتبعنا عدة طرق لقياس أداء المحفظة الاستثمارية هما قياس الأداء؛ دون إجراء تعديل على العائد، وطريقة تعديل العائد بالقيمة، وطريقة تعديل العائد بالزمن. وبتحليل النتائج المحتسبة في المثال السابق نتوصل إلى النقاط الرئيسة التالية:

الطريقة المتبعة	العائد
دون إجراء أي تعديل على العائد	٦٠٪
تعديل العائد بالقيمة	-٥.٣٥٪
تعديل العائد بالزمن	-٤.٥٢٪

- من الضروري القيام بإجراء تعديلات على العائد في المحفظة في حال وجود تدفقات نقدية منها وإليها.
- في حال إتباع طرق مختلفة فالنتائج ستكون مختلفة.
- بعض الطرق تكون معقدة أكثر من الطرق الأخرى.
- نحتاج إلى معلومات إضافية عند القيام بتطبيق طريقة التعديل بالزمن تتعلق بمعرفة القيمة السوقية للمحفظة في تاريخ حدوث التدفق النقدي.

➢ **مقارنة كلتا الطريقتين (التعديل بالقيمة مع التعديل بالزمن):**

لنأخذ المثال التالي:



تكون النتائج التي سنتوصل إليها في كل طريقة كما يلي:

الطريقة المتبعة	العائد
تعديل العائد بالقيمة	-١٠.٢٦٪
تعديل العائد بالزمن	٤.٠٥٪

وبالتالي نستنتج ما يلي:

- عند استخدام طريقة الترجيح بالقيمة، يكون للفترة الثانية وزناً نسبياً أكبر ما يؤثر على النتيجة التي تم التوصل إليها.
- عند استخدام طريقة الترجيح بالزمن، يكون لجميع الفترات نفس الوزن النسبي.
- طريقة التعديل بالزمن هي الأكثر عدالة عند تقييم أداء مدراء المحافظ الذين ليس لديهم سيطرة على التدفقات النقدية من وإلى المحفظة.
- من الممكن في بعض الحالات الاستثنائية أن نتوصل في نفس الوقت عند تطبيق كلتا الطريقتين إلى عوائد موجبة وخسائر نقدية.
- تتطلب طريقة الترجيح بالزمن تقييمات دقيقة.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

يمكن تلخيص النتائج التي توصل لها الباحث بما يلي:

أ- هنالك تراكم كبير في حجم الاحتياطيات الأجنبية لدى مصرف سورية المركزي والتي تتجاوز الاعتبارات الرئيسية للاحتفاظ بها والمتمثلة بتمويل المستوردات، تغطية الدين الخارجي، تغطية العرض النقدي. لذلك لابد أن يعمل مصرف سورية المركزي على إيجاد مجالات أخرى لتوظيف هذه الاحتياطيات المتراكمة (في غير الودائع قصيرة الأجل) وتكوين محفظته الاستثمارية المنوعة بما ينسجم مع اعتباراته المتعلقة بالأمان والسيولة والعائد، وبما يضمن تحقيق أهدافه المتعلقة بالحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي، وبما ينسجم مع إستراتيجيته المتبعة لإدارة الاحتياطيات الأجنبية ضمن الحدود التي وضعها القانون٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته، وبما يدعم أهداف الحكومة في تحقيق النمو والتشغيل الكامل.

ب-هنالك مجموعة من العناصر الأساسية التي ينبغي توافرها في الهيكل التنظيمي المقترح لإدارة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي وهي:

١- يقوم مصرف سورية المركزي بتنفيذ سياسة استثمار الاحتياطيات الأجنبية (المحفظة الاستثمارية) التي يعتمدها مجلس النقد والتسليف والمصادق عليها من قبل رئاسة مجلس الوزراء.

٢- إسناد مهمة إدارة المحفظة الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية في مصرف سورية المركزي إلى مديرية العمليات المصرفية باعتبارها الجهة المسؤولة عن إدارة الاحتياطيات الأجنبية، وأن تتوزع هذه المهمة على ثلاثة أقسام مستقلة وهي: قسم المكتب الأمامي، قسم المكتب الأوسط، قسم المكتب الخلفي.

٣- إحداث عدد من اللجان في الهيكل التنظيمي لإدارة المحفظة الاستثمارية تجتمع بشكل دوري وهي: لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية، لجنة المخاطر، لجنة الاستثمار.

٤- يتولى قسم المكتب الأمامي في مصرف سورية المركزي تنفيذ الأنشطة الاستثمارية وفق توجهات الإدارة العليا الممثلة بتوجهات لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية.

٥- يتولى قسم المكتب الأوسط- دائرة إدارة المخاطر وتحليل السوق- مهمة إدارة وتقييم مخاطر المحفظة الاستثمارية في مصرف سورية المركزي وفق توجهات الإدارة العليا الممثلة بتوجهات لجنة المخاطر وتقديم

التقارير الدورية والمقترحات عن هذه المخاطر إلى هذه اللجنة، بالإضافة إلى تقديم التقارير الدورية عن المخاطر إلى لجنة إدارة الاحتياطيات الأجنبية ولجنة الاستثمار وقسم المكتب الأمامي.

٦- يتولى قسم المكتب الخلفي إجراء عمليات التسوية والدفع والأرشفة للعمليات المنفذة من قبل قسم المكتب الأمامي والمتعلقة بالمحفظة الاستثمارية.

ت- يلعب تحليل عنصري العائد والمخاطرة دوراً أساسياً في تحديد هيكل المحفظة الاستثمارية المقترحة لمصرف سورية المركزي واختيار البديل الاستثماري الأفضل. فبفرض قرر مصرف سورية المركزي أن يستثمر جزءاً من احتياطياته الأجنبية في محفظة استثمارية مكونة من سندات خزينة حكومية (حيث تتمتع هذه السندات بتصنيف ائتماني عالي وقدرة كبيرة على التسييل بالتزامن مع تحقيق مستوى مقبول من العائد) بما يضمن له تحقيق أعلى مستوى من العائد عند أدنى مستوى من المخاطرة، فلابد عليه بالتالي أن يختار السندات ذات معامل الاختلاف الأدنى (حيث أنه كل ما كان هذا المعامل أقل كلما كان الاستثمار في السندات أفضل من حيث العائد والمخاطرة).

ج- يؤدي تنويع المحفظة الاستثمارية المقترحة لمصرف سورية المركزي (تنويع السندات حسب الاستحقاق) إلى تحقيق نتائج أفضل من حيث العائد والمخاطرة (أدنى معامل اختلاف ممكن) من التركيز على نوع واحد من الاستثمارات (نوع واحد من السندات من حيث الاستحقاق)، وذلك نتيجة المزايا التي يحققها التنويع من خلال تخفيض درجة المخاطرة غير النظامية وبالتالي تخفيض درجة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) للمحفظة الاستثمارية، وفي هذا السياق لابد أن يكون معامل الارتباط بين الأدوات المالية الداخلة في المحفظة أقل ما يمكن أو سالباً.

ح- يمكن تحسين أداء المحفظة الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة (تخفيض معامل الاختلاف) من خلال زيادة الوزن النسبي للسندات ذات الأداء الأفضل من حيث العائد والمخاطرة.

خ- هنالك عدد من الأساليب والأدوات المناسبة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية المقترحة لمصرف سورية المركزي وهي: قياس الأداء دون إجراء تعديل على العائد، وطريقة تعديل العائد بالقيمة، وطريقة تعديل العائد بالزمن.

ثانياً: التوصيات:

بهدف تحقيق الإدارة الكفوءة للمحفظة الاستثمارية المقترحة لمصرف سورية المركزي، فإن الباحث يوصي بما يلي:

أ- مراعاة الاعتبارات الرئيسية لحيازة وإدارة الأصول الاحتياطية في مصرف سورية المركزي (وفقاً للتوجهات الاستثمارية لمجلس النقد والتسليف) والمتمثلة بالأمان والسيولة والعائد، وذلك وفق ما يلي:

١- **الأمان:** وذلك من خلال التعامل مع المؤسسات المالية الأجنبية ذات التصنيف الائتماني العالي، واستثمار جزء من الاحتياطيات مستقبلاً في الأصول المالية الأجنبية ذات التصنيف الائتماني العالي، والمحافظة على تنويع وتوزيع مكونات محفظة الاحتياطيات الأجنبية من العملات الأجنبية.

٢- **السيولة:** وذلك من خلال متابعة توظيف قسم من الاحتياطيات الأجنبية في الودائع قصيرة الأجل (من شهر إلى سنة) لدى المصارف الأجنبية في الخارج، بالإضافة لاستثمار جزء من هذه الاحتياطيات مستقبلاً في الأصول المالية ذات القدرة الكبيرة على التسييل كأذونات الخزينة الحكومية (من شهر إلى سنة) ذات التصنيف الائتماني العالي.

٣- **العائد:** يأتي هذا الاعتبار في المرتبة الأخيرة من حيث أولويات سياسة إدارة الأصول الاحتياطية في مصرف سورية المركزي ولكنه يعد عاملاً هاماً في المحافظة على الاحتياطيات الأجنبية وتنميتها.

ب- نظراً لأن الاستثمار في السندات ينطوي عموماً على درجة معينة من المخاطرة، فإنه لابد أن يحدد مصرف سورية المركزي في البداية مستوى المخاطرة المقبول على محفظته الاستثمارية للاحتياطيات الأجنبية وأن يحرص على اختيار أدوات الدين الاستثمارية (مع أخذ العائد بالاعتبار) ذات المخاطرة الأدنى (وهي المخاطرة التي تنجم مثلاً عن تقلبات أسعار الفائدة في السوق والمخاطرة الائتمانية)، والتحوط من مخاطر عدم الوفاء (المخاطرة الائتمانية). فالحرص على ذلك يتطلب تجنب كافة أشكال الاستثمار التي يمكن أن تسيء للمال العام، ومن ثم للأهداف المبتغاة من تكوين هذه الاحتياطيات. ولهذا السبب يفضل استثمار الاحتياطيات الأجنبية في السندات عالية السيولة والصادرة عن جهات عالية التصنيف الائتماني. وبالتالي فلابد أن يعمل مصرف سورية المركزي مستقبلاً على تكوين محفظته الاستثمارية من سندات الخزينة الحكومية ذات التصنيف الائتماني المرتفع، وعدم التوجه للاستثمار في السندات التي تصدرها الوكالات الدولية متعددة الأطراف (مثل سندات البنوك أو الصكوك الآجلة) حيث يعد الاستثمار في سندات الوكالات استثماراً خطراً.

ت- ينبغي أن يحرص مصرف سورية المركزي على تحقيق سيولة محفظته الاستثمارية، ويكون ذلك عن طريق تحديد نسبة مئوية معينة من هذه المحفظة يمكن تحويلها إلى نقدية بدون أو بأقل خسارة ممكنة، حيث تسمى هذه النسبة الحد الأدنى من الاحتياطيات الأجنبية الذي يجب استثماره في أدوات مالية شديدة السيولة (سندات ذات استحقاقات قصيرة الأجل) لمواجهة المتطلبات الطارئة لاستخدام الاحتياطيات الأجنبية. وفي هذا السياق لابد من تحديد أفق استثمار المحفظة أو متوسط عمرها الاستثماري (شهر، ثلاثة شهور.....)، وتجدر الإشارة إلى أن ذلك يفرض قيوداً على حرية اختيار الأدوات الاستثمارية الداخلة في المحفظة الاستثمارية، لذلك لا يجوز مثلاً اختيار سندات خزينة ذات استحقاقات طويلة الأجل بما يؤثر على سيولة المحفظة.

ث-لا بد أن يقوم مصرف سورية المركزي في المرحلة الأولى لتكوين وإدارة محفظته الاستثمارية المقترحة من الاحتياطيات الأجنبية بالاستعانة بخبرة بعض المدراء الخارجيين (كالشركات والوكالات المتعارف عليها دولياً) لإدارة هذه المحفظة الاستثمارية، وذلك بهدف الاستفادة من خبرة هؤلاء المدراء الخارجيين اللذين يتمتعون بمعرفة ودراية أكبر بهذه العملية، بما يسهم في تقليل المخاطرة المرافقة للاستثمار المحفظي الدولي ويصون الاحتياطيات الأجنبية للدولة ويحميها.

ج- إنشاء مديرية مستقلة لإدارة المخاطر تتولى مهمة إدارة المخاطر (المالية، الائتمانية، التشغيلية) في مصرف سورية المركزي، وتقديم التقارير الدورية عن المخاطر والأداء مباشرةً إلى الإدارة العليا وإلى المديريات ذات العلاقة لاتخاذ القرارات الملائمة. وتعد هذه المديرية مسؤولة بشكل مباشر أمام لجنة المخاطر (المقترح إحداثها من قبل الباحث) كما يقع على عاتق هذه المديرية طمأنة الإدارة العليا إلى أنه يتم الالتزام في المصرف بسياسات المخاطرة الموضوعة وقياسها بصورة صحيحة، وأن المخاطرة تبقى ضمن الحدود المسموح بها والمحددة من قبل الإدارة العليا.

Summary

Title

Proposed Framework for Management and Evaluation of Investment Portfolio for Foreign Reserves in the Central Bank of Syria

Prepared By:
Manhal Adnan Janem

Supervised By:
Pro. Dr. Safi Fallouh

The research turned towards the identification of suggested organizational structure to manage the investment portfolio for foreign reserves in central bank of Syria. The research also indicated the statement of the impact of analysis of risk and return in comparison between the available investment instruments and selection the best investing alternative, The research also indicated the statement of capacity of the central bank of Syria to achieve the best results of risk and return through diversification of suggested investment portfolio, and to determine the appropriate methods and tools to measure this portfolio performance, allowing to take the necessary procedures to correct the weaknesses in timely.

The following questions were posed in the research problem:

1- What is the suggested organizational structure to manage the investment portfolio for foreign reserves?
2- How does the analysis of risk and return contribute in selection the best investing alternative?
3- Does the diversification of investment portfolio for foreign reserves contribute in achieving better results of risk and return?
4- What are the appropriate methods and tools to measure of the performance of investment portfolio for foreign reserves?

The researcher used a combination of deductive and descriptive analytical approaches in order to obtain answers for the previous questions. To achieve this end, the researcher developed a plan which was divided into three chapters. The International investment portfolio and the performance evaluation were presented in the first chapter and the researcher dealt in this chapter the financial investment, investment portfolio and the

performance evaluation of international investment portfolio. While the second chapter presented the foreign reserves and the researcher dealt in it the management of foreign reserves and trends in management of foreign reserves and the global economy context and the impact of the global economic crisis on the management foreign reserves.

In the third chapter, the researcher proposed a framework for management and evaluation of investment portfolio for foreign reserves in the central bank of Syria. To that purpose, the researcher took into consideration the role and activity of foreign reserves management in the central bank of Syria, then to recognize the experience of international bank for settlements and the central bank of France in foreign reserves management in order to achieve the proposed organizational structure for management investment portfolio in the central bank of Syria. The researcher also formed the proposed investment portfolio for foreign reserves in the central bank of Syria through obtaining data about American government treasury bonds including 40 bonds which their due dates are between one and three years, in order to assess this portfolio by using financial and statical methods followed in measurement and analysis and to achieve the study objectives.

The following results were reached by the researcher:

A- There is huge accumulation in official foreign reserves in the Central Bank of Syria. These reserves exceeded the main considerations to keep them represented by import financing, covering the foreign debt and the cash offer.

B- there are some basics elements which must be created in suggested organizational framework to manage the investment portfolio of foreign exchange in central bank of Syria.

C-The analysis of the tow elements: the return and the risk plays a key role in identifying the proposed investment portfolio structure for the Central Bank of Syria, and selection of the best investing alternative .

D- The diversification of proposed investment portfolio for the central bank of Syria (from bonds by maturity) leads to achieve better results regarding the return and risk (coefficient of variation) in order to concentrate on any type of investments (one type of bonds regarding the maturity).

E-It is possible to improve proposed investment portfolio’s performance in regard to return and risk through increasing relative weight of bonds that have the best performance regarding the return and risk.

F-There are many appropriate methods and tools to measure the performance of the proposed investment portfolio for the Central Bank of Syria. These methods and tools are: measuring performance without modifying the return, modification return method by value and modification return method by time.

The researcher has also presented set number of recommendations.

مراجع البحث باللغتين العربية والإنكليزية

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب:

- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٨، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الحسيني, فلاح حسن عداي و الدوري، مؤيد عبد الرحمن عبد الله، ٢٠٠٠، **إدارة البنوك – مدخل كمي واستراتيجي معاصر**, دار وائل للطباعة والنشر, عمان, الأردن.
- الحناوي, محمد صالح وعبد السلام، عبد الفتاح، ٢٠٠٠، **المؤسسات المالية – البورصة والبنوك التجارية**، الدار الجامعية, بغداد.
- خريوش، حسني علي ورضا أرشيد، عبد المعطي، ١٩٩٩، **الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق**، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الراوي، خالد وهيب، ٢٠٠٨، **إدارة المخاطرة المالية**، دار الميسرة للنشر، عمان، الأردن.
- رمضان, زياد، ١٩٩٨، **مبادئ الاستثمار – الحقيقي والمالي**، عمان, الأردن, دار وائل للطباعة والنشر, الطبعة الأولى.
- الزيدانيين, جميل سالم، ١٩٩٩، **أساسيات في الجهاز المالي – المنظور العملي**، دار وائل للطباعة والنشر, ط١, عمان, الأردن.
- زكي، رمزي، ٢٠٠٠، **الاحتياطيات الدولية**، القاهرة، دار المستقبل العربي للطباعة والنشر.
- الشعار، نضال، ٢٠٠٦، **سوق الأوراق المالية وأدواتها**، طبع الكتاب بموجب موافقة وزارة الإعلام ذات الرقم ٧٢٣٦٥، الطبعة الثالثة، حلب.
- العاني, محمد علي عبد اللطيف، ٢٠٠٢، **اندماج الأسواق المالية الدولية – أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي**، بغداد, بيت الحكمة.
- العربيد، عصام فهد، ٢٠٠٨، **الاستثمار في بورصات الأوراق المالية**، دار الرضا للنشر، دمشق.
- كنعان، علي، ٢٠٠٦، **الأسواق المالية**، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- مطر, محمد، ١٩٩٩، **إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات العملية**، عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر.
- معروف، هوشيار، ٢٠٠٣، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار الصفاء، عمان، الأردن.

- هندي، منير إبراهيم، ٢٠٠٣، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية.

ب- رسائل جامعية:

- الجنابي, لميس محمد مطرود، ٢٠٠٠، **إدارة محفظة الأسهم العادية في إطار نموذجي CAPM و SMP**، رسالة ماجستير – الجامعة المستنصرية.
- الكروي، بلال نوري سعيد، ٢٠٠٥، **إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير**، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة كربلاء.
- الونداوي, هشام طلعت عبد الحكيم، ١٩٩٩، **استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية وأثرها في المخاطرة اللانظامية**، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية.
-

جـ- الدوريات العلمية والمنشورات:

- حطاب، سامي، آذار ٢٠٠٧، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، محاضرة ألقيت في هيئة الأوراق المالية والسلع في أبو ظبي بدعوة من هذه الهيئة.
- خضر، حسان، أيلول ٢٠٠٤، **الاستثمار الأجنبي المباشر – تعاريف وقضايا**، السلسلة الدورية التي تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، السنة الثالثة، العدد الثالث والثلاثون، الكويت.
- رئاسة مجلس الوزراء، ٢٠٠٧، **قرار رقم /٣٤٢٤/ المتعلق بفك ارتباط الليرة السورية بالدولار الأمريكي**، الصادر في ١٥ آب.
- صندوق النقد الدولي، كانون الأول ٢٠١٠، **اقتصاديات صناديق الثروة السيادية– قضايا لصناع السياسات**، الطبعة العربية.
- صندوق النقد الدولي، ٢٠٠١، **المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي**، اعتمدها المجلس التنفيذي في ٢٠ أيلول.
- محمد, د.حاكم محسن، كانون الثاني ٢٠٠٢، **تحليل سياسات الاستثمار المصرفية وأثرها في عائد المحفظة**، دراسة مقارنة، مجلة بحوث مستقبلية، العدد الخامس، بغداد.
- مصرف سورية المركزي، ٢٠٠٩، **النظام الداخلي المعتمد في ٢ كانون الأول**.
- مصرف سورية المركزي، ٢٠١١، **المرسوم التشريعي رقم /٢١/** الصادر في ٩ شباط تعديلاً للقانون٢٣ لعام ٢٠٠٢.
- مصرف سورية المركزي، ٢٠٠٩، **التقرير السنوي**، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة.

- مجلس النقد والتسليف، ٢٠٠٨، **قرار مراكز القطع الأجنبي** رقم/٣٦٢/م ن/ب١، الصادر في ٤ شباط.
- مصرف سورية المركزي، ٢٠١٠، **مذكرة أسعار الصرف**، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة.
- مصرف سورية المركزي، ٢٠٠٩، **النشرة الإحصائية الربعية**، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة.
- مصرف سورية المركزي، ٢٠٠٩، **تقرير القطع الأجنبي**، مديرية الأبحاث الاقتصادية والإحصاءات العامة.

ثانياً: المراجع باللغة الإنكليزية

A- Books& Research:

- Atrill, Peter, 2000, **financial management for non-specialists**,2nd , Financial Times Prentice Hall publishing.
- Archer , Stephen,G. Marce Choate and George Racette, 1983, **Financial Management**, 2nd ed. n .y .John Willey and Sons.
- Brealey, Richard and Myers, Stewart, 1991, **principles of Companies Inc**, international Edition.
- Binhammer; HH: Sephton, peter S, 1998, **Money Banking and the Canadian Financial System**, 7th ed. an International Thomson publishing company.
- Brockington, R .B, 1993, **financial management**, 6th ed. Dp pub.
- Francis, Jack Clerk, 1991, **Investment-Analysis And Management**, 5th ed. Mc Graw.
- Clarke , Roger G: Willson Daines and Nadauld: Bretd, Robert H and Stephen D., 1988, **Strategic Financial Management**, Richard D .Irwin.
- Copland, Thomas and Weston, J. Fred, 1979, **Financial Theory And Corporate Policy**, Addison – Wesley Publishing Company.
- Carlson, Charles B., 1998, **The Individual Investor Revolution**, Mc Grraw – Hill Companies.
- Elton, Edein and Gruber, Martin, 1995, **Modern Portfolio Theory And Investment Analysis**, 5th ed. John Wiley and Sons.
- Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco, 1996, **Capital Market**, Prentice Hall Upper Seddle River, New Jersey.

- Gitman, Lawrance, J, 2000, **Principles Of Managerial Finance**, 9th ed. , N.Y, Donnelly And Sons Company.
- Hempel, George and Simonson, Donald, 1999, **Bank Management text And Cases**, 5th ed. John Wiley and Sons.
- Hirschey, Mark, 2001, **Investment-Theory And Applications**, Harcourt Cottege Publishers.
- Jim, Mc Menanmin, 1999, **Financial Management**, Christ Published by Routlege.
- Jones, Charles, 2000, **Investment**, 7th ed. John Wiley And Sons.
- Johnson , Hazel, 2000, **Global Finincial Institutions And Markets**, Black Well Business.
- Melvin, Michael, 2000, **International Money And Finance**, 6th ed. An Imprint of Addison Wesley, Orgman.
- Mclaney , E J, 2000, **Business Finance-Theory And Practice**, 5th ed. Financial Times Prentice Hall.
- Ross, Peter, 1999, **Commercial Bank Management**, 4th ed. Irwine /Mc Graw –Hill.
- Ross, Stephen, Westerfield, Randolph, W. and Jordan, d., Bradford, 1998, **Fundamentals Of Corporate Finance**,4th ed. Irwin /Mc Graw –Hill Companies.
- Rao, K S Ramesh, 1992, **Financial Management**, 2nd ed., Macmillan pub.
- Van Horne, Jamea, 1998, **Financial Management And Policy**, 11th ed. Prentice –Hill International.
- Weston, Fred, Copeland. Thomas E, 1988, **Financial Theory And Corporate Policy**, Cassell Educational Limited.
- Weston, J., Fred, Besley, Scott and Brigham, f.., Eugene, 1996, **Essential Of Corporate Finance**,11th ed. the Dryden press.

B- PERIODICALS & Issues

- AMF/BIS seminar, 15-17 March 2009, **International reserves- Trends-rationale and macroeconomic implications**, Abu Dhabi.

Banque de France WORKSHOP, October 2009, **Strategies for a fixed-income portfolio**, International Banking and Financial Institute, markets operations directorate.

- BIS Papers, No 40, May 2008, **FX reserve management- trends and challenges**, Monetary and Economic Department.
- BIS Papers, March 2008, No 38, **FX reserve management- elements of a framework**, Monetary and Economic Department.
- Jobson ,J.D. and Korkie ,BoB, march 198, **On The Jensen Measure And Marginal Improvements In Portfolio Performance**, the journal of finance ,vol .(xxxix),no.(1).
- Kane, Edward J. and Buser, Stephen A, March 2003, **sources of profitability caused from Diversification of international portfolio**, the Journal of Finance ,vol .(xxxix),no.(1).
- survey completed for the BIS held on 1–2 March 2007 and revised and updated in mid-2007, **meeting on "Challenges in FX reserve management".**

Damascus university

Faculty of economics

Accountancy Department

Proposed Framework for Management and Evaluation of Investment Portfolio for Foreign Reserves in the Central Bank of Syria

Prepared By:

Manhal Adnan Janem

Supervised by:

Pro.dr. Safi Fallouh

2010-2011

بسم الله الرحمن الرحيم

أتوجه بالشكر الجزيل والتقدير الكبير للسادة الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة والحكم. وأتوجه بالشكر في هذا السياق للأستاذ الدكتور صافي فلوح لتكرمه بالإشراف على هذا البحث ولما قدمه لي من إرشاد مخلص ونصائح وملاحظات كانت لي العون بإتمام هذا البحث بعون الله.

كما أتوجه بالشكر والتقدير والامتنان للدكتور أديب ميالة والدكتور محي الدين حمزة لتكرمهما بالقبول بتحكيم هذا البحث وتحملهما عناء قراءة ومناقشة وتقويم هذا البحث وتقديم الآراء السديدة لإغنائه بالرغم من انشغالهما والمسؤوليات الكبيرة المنوطة بكل منهما، كما أتوجه بالشكر إلى كل الحضور الكريم.