



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ابن خلدون - تيارت -



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

محاضرات في مقياس:

إدارة المخاطر المالية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة
تخصص : إدارة مالية

إعداد الدكتور: بن صوشة ثامر

السنة الجامعية: 2024/2023

[فهرس المحتويات]

الصفحة	العنوان
ا	فهرس المحتويات
أ - ب - ج	مقدمة المطبوعة
01	المحور الاول : الاطار النظري للمخاطر المالية
01	1. مفهوم الخطر
03	2. مفهوم المخاطر المالية
04	3. أنواع المخاطر المالية
07	4. أهم المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة الإقتصادية
08	5. أساليب التعامل مع المخاطر
09	المحور الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية
09	1. تعريف إدارة المخاطر المالية
13	2. أدوات إدارة المخاطر المالية
14	3. أهداف إدارة المخاطر المالية
15	4. أهمية إدارة المخاطر المالية
16	5. قواعد إدارة المخاطر المالية
17	6. استراتيجيات ادراة المخاطر المالية
17	7. التغطية والتحوط ضد المخاطر المالية
18	8. دور المنتجات المالية في إدارة المخاطر المالية
21	المحور الثالث: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر
21	1. أصول الخطر وعدم التأكد.
21	2. مسببات المخاطر
22	3. أدوات قياس المخاطر
22	1.3. الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر
30	2.3. أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية
39	4. معايير القرار في حالة عدم التأكد والخطر
46	5. تعريف القرار الاستثماري
47	6. أهداف القرار الاستثماري
48	8. ظروف اتخاذ القرارات الاستثمارية

[فهرس المحتويات]

50	المحور الرابع: الاستثمار في الأوراق المالية
50	1. مفهوم الاستثمار المالي
50	2. مراحل الاستثمار في الأوراق المالية
51	3- سوق الأوراق المالية
68	4.العوامل والمتغيرات التي تؤثر في قرار الاستثمار
78	5.تقييم الأوراق المالية
83	6. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
86	المحور الخامس. ادارة المخاطر مخاطر في الاسواق المالية
86	1.قياس العائد و المخاطرة لورقة مالية واحدة (أصل مالي)
90	2.العائد والمخاطرة لمحفظه استثمارية
96	تمارين مقترحة
99	قائمة المراجع

مقدمة

تعد المخاطر جزء لا يتجزأ من النشاط الإنساني مهما كانت طبيعته، حيث تعرضت مختلف الأنشطة الاقتصادية و المؤسسات بأنواعها إلى مجموعة من المخاطر من بينها المخاطر المالية بصفتها تمس المعاملات المالية لمختلف المؤسسات، لذا لابد من ضرورة التعامل معها عن طريق إدارة المخاطر المالية وذلك لمواجهة من أجل استمرار المؤسسة في ظل المنافسة و التغيرات العالمية، حيث أدت التغيرات التي طرأت على البيئة الاقتصادية والاجتماعية والتكنولوجية والتنظيمية خلال القرن الحالي إلى زيادة كبيرة في مستوى عدم التأكد والتعقيد اللذان يؤثران على صانعي القرار في الشركات والمؤسسات الاقتصادية، مما أدى إلى الزيادة في المخاطر المالية بأنواعها، حيث تعد هذه المخاطر من العوارض الذاتية للنشاط الاقتصادي الحقيقي في مختلف المجالات الاستثمارية والتجارية الهادفة لتحقيق الأرباح والرفع من مستواه، مسيرا في ذلك تزايد حجم استهلاك الموارد الطبيعية وحجم المعلومات وتسارع ظروف عمليات العولمة والتنمية العلمية والتكنولوجية.

ولكون الخطر المالي له أثر على المشروعات وعلى الاقتصاديات القومية والدولية لتصل حدته إلى التدمير والزوال، وحافز من حوافز البقاء ظهرت تقنية تساعد في التخفيف من شدة هاته المخاطر أو اجتنابها إن أمكن وفق أبحاث ودراسات يقوم بها المختصين في العلوم المالية في القطاع الاقتصادي.

حيث تعتبر إدارة المخاطر المالية سلاح استراتيجي لتحقيق نجاح المؤسسة والاستمرارية في ظل المنفعة، كما ان المخاطر هي بمثابة دخول إلى غابة لا تعرف في أي لحظة تفترس، وبالتالي يمكن استنتاج أن المخاطر شيء حتمي لا يمكن الاستغناء عنه حتى لو أدرنا ذلك، إلا أنه كانت هنا طرق لحد منه و التخلص منه من أهمها مخاطر سعر

الصرف ، مخاطر السلعة ، مخاطر الائتمان وغيرها من المخاطر، حيث أن إدارة المخاطر المالية يترتب عليها التخفيض من المخاطر المحتملة الحدوث من خلال ابتكار طرق جديدة تساعد على قياسها و إدارتها وفق منهج متفق عليه لضمان نجاحها.

هذه المطبوعة عبارة عن مجموعة محاضرات في مقياس ادارة المخاطر المالية يهدف المؤلف من خلالها تمكين الطالب من معرفة ومناقشة ما يلي:

- مفهوم وأنواع المخاطر المالية.
- المخاطر التي يمكن ان تواجه المؤسسة الاقتصادية.
- مفهوم إدارة المخاطر المالية.
- استراتيجيات إدارة المخاطر المالية
- مفهوم وأنواع المشتقات المالية والمخاطر التي صممت لتغطيتها.
- دور المنتجات المالية في إدارة المخاطر المالية
- أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية.
- مراحل الاستثمار في الأوراق المالية.
- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.
- قياس العائد و المخاطرة لورقة مالية واحدة (أصل مالي).
- العائد والمخاطرة لمحفظه استثمارية

وقد تم تصميم هذه المطبوعة لتحقيق منظومة الأهداف السابقة، حيث تتألف هذه المطبوعة من خمسة محاور تشمل على مناقشة جميع الجوانب الأساسية لموضوع إدارة المخاطر المالية .

أما المحاور التي تتألف منها المطبوعة فهي:

المحور الاول : الاطار النظري للمخاطر المالية.

المحور الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية.

المحور الثالث: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر.

المحور الرابع: الاستثمار في الأوراق المالية.

المحور الخامس: ادارة المخاطر مخاطر في الاسواق المالية

المحور الاول : الاطار النظري للمخاطر المالية

يعتبر الخطر من أهم المشاكل التي تؤثر على المشاريع تأثيرا فعالا، لذا لابد من تحديد وقياس ومتابعة هذه المخاطر، أي إدارتها وبالتالي الحد أو التقليل منها. فمن بين المخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية هناك الخطر المالي يعني أن هناك فرصة لحدوث خسارة مالية. فالمخاطر المالية ترتبط باستخدام الديون في تمويل المؤسسة أو التوقف عن سداد الالتزامات المالية أو التقلبات في الأسعار الأصول المالية أو الأسعار الفائدة.. الخ.

1- مفهوم الخطر

يعرف الخطر على أنه تلك الخسارة التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر نتيجة للتغيرات غير المؤكدة¹.

المخاطر في اللغة: مشتقة من الخطر واستعملت في عدة معاني منها² :

1.1 ارتفاع القدر و المكانة و الشرف والمنزلة:

يقال رجل خطير أي: له قدر، أمر خطير، بمعنى له قدر.

ولقد ورد في حديث عن النبي صلى الله عليه و سلم في قوله ذات يوم لأصحابه " ألا مشمر

الجنة؟ فإن الجنة لا خطر لها". بمعنى لا مثل لها.

2.1 تعريف المخاطرة لأهل الفقه: وردت بمعاني متعددة منها:

✓ المقامرة: تقع على أمر قد يحدث أو لا يحدث.

✓ المراهنة: كل ما يعتمد على الحظ دون أن يكون للإنسان دخل فيه أو تدبير.

- التعريف الاقتصادي: هي احتمالية الخسارة من قبل المستثمر.

¹-ربيع بوصيب العايش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية " تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القفري الفترة 2011-2007"، مذكرة لاستكمال متطلبات الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 73.

²- موسى عمر مبارك ابو محمد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمقياس كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة، تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية و المصرفية، 2008، ص ص 17-18.

- وقد عرفها معهد المدققين الداخليين الأمريكيين على أنها: مفهوم يستخدم لقياس حالات عدم التأكد في عمليات التشغيل، والتي تؤثر على قدرة المؤسسة في تحقيق أهدافها، وقد يكون لهذا أثر سلبي فيطلق عليه خطر أو ما يعرف بتهديد وإذا كان ذا أثر إيجابي فيطلق عليه مصطلح فرصة.

- ومنه على حسب ما ورد في التعاريف السابقة كمفهوم شامل حول الخطر فإنه تلك الحالة التي تلازم مستثمر ما أثناء اتخاذ قراراته و هو ما ينتج عليه الخوف و عدم التأكد من النتائج المتحصل عليها في المستقبل، بحيث أنه الفقد الجزئي أو الكلي المحتمل في قيمة ثروة المستثمر .

ويلاحظ أن التعاريف السابقة ربطت مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد في حين هناك من يرفض فكرة الخلط بينهما، ويؤكد على ارتباط الخطر بعنصر الاحتمالية. وهنا تجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين الخطر وحالة عدم التأكد، فحسب جون ميناركينز فإن الخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن تقدير احتمالية وقوعها بشكل نسبي.

أما حالة عدم التأكد فهي حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما سيحدث أولاً يحدث في المستقبل، أي أنها تلك المواقف التي لا تتوفر فيها المعلومات الكافية لتقدير احتمال وقوعها، وإنما يتم التقدير على أساس الحكم الشخصي، فالخطر يعبر عن إمكانية الخسارة أو عدم الكسب التي يمكن قياسه بخلاف عدم التأكد الذي لا يمكن قياسه، ومن هذه الزاوية يمكن تعريف الخطر.

الخطر هو احتمالية التعرض إلى خسارة غير متوقعة وغير مخطط لها، أو تذبذب العائد المتوقع مما يولد نتائج سلبية لها القدرة على التأثير على تحقيق الأهداف المرجوة وتنفيذ الإستراتيجيات بنجاح.

أما عدم التأكد فيرتبط بتلك المواقف التي لا تتوفر فيها المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير التوزيعات الاحتمالية.

أو هو الحالة التي يتعذر معها وضع أي توزيع احتمالي موضوعي لعدم توافر أي بيانات و يعتمد في ذلك على الخبرات الشخصية ولذلك يطلق عليه بالتوزيع الاحتمالي الشخصي. إذن يعرف الخطر لمشروع ما:

هو درجة الاختلافات في التدفق النقدي عن التدفق النقدي المقدر أو المتوقع، وكلما زاد مدى هذه الاختلافات كان ذلك معناه زيادة الخطر، والخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين.

يعرف الخطر على أنه احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطر عالية أيضا، أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة، فإن درجة المخاطر ستكون منخفضة أيضا.

ويعرفه بعض الباحثين: الخطر هو عدم التأكد من وقوع خسارة معينة مع عدم تحديد نوعية هذه الخسارة.

- الخطر هو "عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة.

2. مفهوم المخاطر المالية

ترتبط المخاطر المالية أساسا بالقرارات الاستثمارية أو بمزيج الأصول المختلفة للمؤسسة، لذلك يمكن الإشارة إليها على أنها التغيير في العائد على الأصول، كما ترتبط أيضا بالقرارات التمويلية أو بهيكل التمويل الخاص بالمؤسسة، فهي تنشأ نتيجة استخدام أموال الغير في تمويل

احتياطات المؤسسة. وهناك العديد من الإسهامات التي حاولت تحديد مفهوم المخاطر المالية نذكر منها¹:

يعرف الخطر المالي على أنه الخسارة التي يمكن التعرض لها نتيجة للتغيرات غير المؤكدة . حسب " Young Willions Smith الخطر هو التقلب المحتمل في النواتج وأن الخطر مفهوم موضوعي، و يمكن قياسه كميا ، وأنه يخلق خسائر محتملة، حيث يمكن أن يترتب على التصرف الذي يصاحبه الخطر مكاسب أو خسائر ولا يمكن التنبؤ به وهوما سوف يحدث فعلا ."

ويرى Petty " و " (1982) Etal أن المخاطر المالية هي مقياس نسبي لمدى التقلب في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا ."

ويعرف أيضا على أنه هو التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة أي التذبذب في إعادة المتبقي للملاك حملة الأسهم العادية بسبب استخدام مصادر تمويل ذات التكلفة الثابتة في القروض و الأسهم الممتازة، فالمنشأة التي تتحمل قدر كبير من التكاليف المالية الثابتة تتعرض لتغيير بمعدل كبير في العائد المتاح للملاك نتيجة تغير المعدل في صافي ربح العمليات و ذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها و يطلق على هذه الظاهرة بالرفع المالي .

ومن مجموع التعاريف السابقة يمكن استخلاص المخاطر المالية على أنها: حالة اللاتأكد، وهذا ما يؤدي إلى التأثير على الأهداف، ويشمل إمكانية ربح أو خسارة أو اختلاف وعدم الوصول للنتيجة المخطط لها مسبقا.

1.2. أنواع المخاطر المالية

إن المخاطر المالية تنقسم بدورها إلى صنفين كالتالي:

¹ ربيع بوصيب العائش، مرجع سبق ذكره، ص73.

أ.المخاطر المالية المنتظمة:

أو ما تعرف بالمخاطر العامة و هي تلك المخاطر التي تصيب السوق تتعرض لها جميع المنشآت بصرف النظر عن خصائص المؤسسة من حيث النوع، الحجم....إلخ. كما تسمى بمخاطر غير قابلة للتوزيع وتنقسم إلى:¹

- **مخاطر سعر الفائدة:** هي المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة في الأسواق أو عن التغير في أسعار المنتجات الناشئة عن التغير في أسعار الفائدة.

- **مخاطر سعر الصرف:** هي تلك الخسائر الناتجة عن تقلبات أسعار العملات الأجنبية المتعلقة

- بالموجودات من جهة و الديون المحررة من جهة اخرى.

- **مخاطر السوقية:** هي مخاطر التغيرات غير المشجعة لعنصر أو مجموعة عناصر و كأمثلة على ذلك: أزمات الأسواق المالية كأزمة الاثنين الأسود في أكتوبر 1987.

- **مخاطر التركيز:** أو ما تعرف بمخاطر عدم التنوع بحيث المؤسسات تركز على استثمار في قطاع واحد دون تنوع.

- **مخاطر التغطية:** هي تلك المخاطر الناشئة نتيجة فشل في تحقيق التغطية الكافية للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.

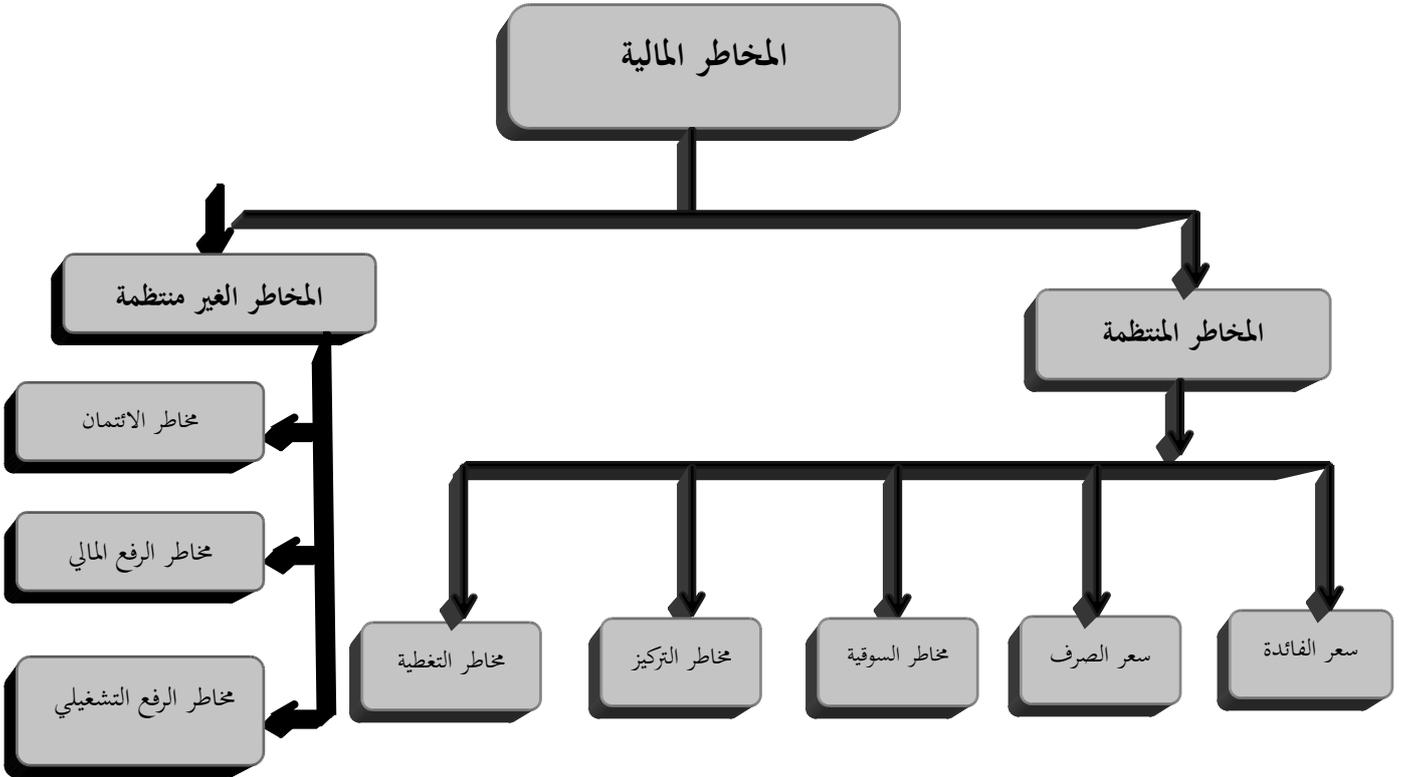
ب.المخاطر المالية غير المنتظمة:

أو ما تعرف بالمخاطر الخاصة وهي تلك المخاطر التي تصيب مؤسسة معينة، كما يمكن التحكم فيها من خلال خاصية التنوع. ومن بين المخاطر غير المنتظمة ذات الأثر المالي ما يلي:

¹ ربيع بوضيع العائش، مرجع سبق ذكره، ص74.

- **مخاطر الائتمان:** هي تلك المخاطر التي تنشأ في حالة عدم الوفاء بالالتزامات التعاقدية ومما يؤدي إلى تشكيل عملية منح قروض النشاط الرئيسي للمصارف ولا تشمل فقط قروض بل هناك موجودات أخرى يمكن أن تنشأ من خلالها هذه المخاطر.¹
- **مخاطر الرفع المالي:** بحيث يرتبط الرفع المالي برأس مال المؤسسة و هناك علاقة طردية بحيث كلما زادت نسبة ديون تزداد قيمة الرفع المالي و العكس صحيح.²
- **مخاطر الرفع التشغيلي:** هناك علاقة تربط بين مخاطر الرفع التشغيلي مع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية، بحيث كلما زادت درجة الرفع التشغيلي كلما ازداد الوزن النسبي للتكاليف و العكس صحيح.

الشكل (1-1): تصنيفات المخاطر المالية



¹ بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011، ص81.

² ربيع بوصبيح العائش، نفس المرجع السابق، ص75.

3. أهم المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة الإقتصادية:

● **مخاطر السيولة:** تعبر السيولة بشكل عام عن وجود نقد جاهزة لدى المؤسسة أو حيازتها أصول قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بسهولة وبتكلفة معقولة للوفاء بالتزامات المؤسسة بشكل فوري.

وعليه يمكن تعريف مخاطر السيولة على أنها المخاطر التي قد تؤدي إلى تحقيق خسائر نتيجة عدم تمكن المؤسسة من الوفاء بالتزاماتها في تاريخ الاستحقاق بسبب عدم قدرتها على توفير التحويل اللازم أو تحويل أصولها إلى سيولة لمقابلة هذه الالتزامات بأقل تكلفة ممكنة.

● **مخاطر الائتماء:** وتعرف على أنها خطر عدم احترام الطرف المقابل في أي صفقة مالية للتعهدات الموجودة في عقد صفقة مما يؤدي إلى حدوث خسارة مالية للطرف المتضرر (المؤسسة)، كما تعرف على أنها المخاطر الناتجة عن عجز العملاء عن الوفاء بالتزاماتهم بخدمة الدين نتيجة تدهور وضعيتهم المالية.

● **مخاطر السوق:** وتعرف على أنها المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما (سهم، سند، قرض، عملة) أو عقد مشتق مرتبط بهذه الأصول. وبعبارة أخرى هي المخاطر المرتبطة بحالة عدم التأكد من تحقيق المؤسسة لأرباح نتيجة تغير ظروف السوق وتنقسم إلى:

- مخاطر أسعار الفائدة.

- مخاطر أسعار الصرف.

- مخاطر التسعير (أسعار الأصول، نتيجة عوامل خارجية، عوامل داخلية كالهيكال التمويلي في الظروف الإقتصادية).

• **مخاطر التمويل:** وهي تلك المخاطر المتعلقة بهيكل تمويل المؤسسة، وتختلف درجة هذه المخاطر باختلاف زاوية التحليل، ضمن وجهة نظر المؤسسة، تعد الاستدانة أكثر خطرا من الأسهم نظرا للتكاليف المالية الثابتة الناجمة عنها والتي تتحملها المؤسسة بغض النظر مستوى الأرباح، الخسائر المحققة. أما وجهة نظر الجهات الممولة، فإن خطر التمويل بالأسهم أكثر ارتفاعا من خطر التمويل بالقروض كون هذه الأخيرة يكون فيها الخطر ضعيفا جدا.

• **مخاطر الملاءة المالية:** تعرف الملاءة المالية على أنها قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها دون أن يؤدي ذلك إلى تعثرها أو إفلاسها، فالمؤسسة تكون ذات ملاءة عندما تفوق أصولها كل التزاماتها.

بينما يعرف خطر الملاءة المالية على أنه، عدم قدرة المؤسسة على سداد جميع التزاماتها حتى إذا اضطرت إلى تسيل جميع أصولها، ويحدث ذلك عندما تنخفض القيمة السوقية لأصول المؤسسة إلى مستوى أقل من القيمة السوقية لالتزاماتها.

4. أساليب التعامل مع المخاطر: لمواجهة هذه المخاطر بشتى أنواعها لابد من معرفة مختلف

أساليب التعامل بها و مختلف الطرق المستعملة لقياسها كالتالي:¹

أ- **تجنب المخاطر:** إن المستثمر يتجنب الاستثمار في قطاع معين، أو في الأوراق المالية طويلة الأجل وهذا لتفادي الوقوع في خطر معين، بل يستثمر في قطاع أقل خطورة، فتجنب وقوع الخطر يؤدي إلى حرمان المجتمع من إنتاج سلع و تقديم خدمات معينة خوفا من الوقوع في الخسارة، كما أن أسلوب تجنب المخاطر هو أسلوب سلبي ولأن التقدم الشخصي والاقتصادي يتطلب أسلوب إيجابي فإن هذا النوع من الأساليب غير مناسب للتعامل مع كثير من المخاطر.

¹-نوال بوعكاز، مرجع سبق ذكره، ص ص84-85.

ب- **تقليل المخاطرة:** تعمل المؤسسة على تدنية المخاطر من خلال قيامها بترصد سلوك القروض بتقليل مخاطر أسعار الفائدة وذلك باستخدام سياسة إدارة الأصول و الخصوم التي تصمم من أجل ذلك.

ج- **نقل المخاطرة:** يتم مواجهة الخطر من خلال تحويله إلى الطرف الأخر، نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء.

د- **التجزئة و تنويع المخاطر:** وذلك بتقسيم الشيء المستثمر لتقادي تعرضه ككل للخطر و يشترط تطبيق هذه السياسة وجود نوعين من الشروط:

✓ **شروط فنية:** تتمثل في ضرورة تجزئة الشيء المعرض للخطر ماليا و جغرافيا.

✓ **شروط مالية :** تتمثل في وجود مقدرة مالية تمكن مدير الخطر من مواجهة أية خسائر فور حدوثها.

المحور الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية

رغم أن المخاطر المالية قد تزايدت بصفة كبيرة في السنوات الأخيرة من القرن 21، إلا أن إدارتها لازالت قديمة وليست من المسائل الحديثة، ولكن الأسواق المالية العالمية المتزايدة قد أثرت على المخاطر التي قد تنشأ مع الأحداث على بعد أميال بسبب أي علاقة تربطها بالسوق الداخلية.

1. تعريف إدارة المخاطر المالية

✓ تعرف إدارة المخاطر على أنها عملية نظامية لتحديد وتقييم التعرض للخسائر الصافية التي تواجه المؤسسات أو الأفراد واختيار وتنفيذ التقنيات المناسبة لمواجهة هذه المخاطر، فهي الأنشطة المصممة لتدنية التأثير السلبي (الكلفة) لعدم التأكد (المخاطر)، مع الاخذ بالحسبان الخسائر الممكنة، كما أنها تصف عملية تحديد وتقييم المخاطر واختبار الأدوات المناسبة وتنفيذها وفق نوع المخاطر، إذ ينبغي تحديد نوع المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة أولاً ومن ثم القيام بقياسها و تحديد السبل المناسبة لذلك النوع من المخاطر لاحقاً.¹

كما تعرف إدارة المخاطر على أنها:

✓ هي القدرة الإرادية للمشروع وتعني تحديد وتحليل والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد الأصول.

✓ تعريف معهد المدققين الداخليين الأمريكيين: تعرف على أنها "عملية تحديد، تقييم، إدارة ومراقبة الأحداث أو الظروف المحتملة بهدف تزويد المؤسسة بتأكيد معقول فيما يتعلق بإنجاز وتحقيق أهدافها المخطط لها".²

¹ محمد العامري ، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2013 ، ص204.

² The institute of internal auditors,international standards for the Professional practice of internal audit,p02.

✓ تعريف لجنة بازل للرقابة المصرفية:

ترى أن إدارة المخاطر المالية هي " عملية التحكم بالمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة عن طريق تحديد وقياس هذه المخاطر، واتخاذ الخطوات المناسبة للسيطرة عليها أو تخفيف التعرض لها، ورفع التقارير المتعلقة بذلك إلى الإدارة العليا ومجلس الإدارة بهدف ضمان الكفاءة والفعالية لمختلف الأنشطة، وعادة ما تكون هذه العملية جزء لا يتجزأ من الرقابة الداخلية." ¹

✓ إدارة المخاطر تعرف على أنها عملية التعرض للخسارة التي تواجهها منظمة ما مع اختيار أساليب مناسبة لمواجهة هذا التعرض.²

وبشكل عام يمكننا التعرف على إدارة المخاطر المالية من خلال الاطلاع على التعريفات التالية:³

✓ عرف Erik,B1993 إدارة الخطر على أنها إدارة الأحداث غير المتبها بها، والتي يترتب عنها خسائر محتملة الحدوث في المؤسسة، إذا لم يتم التعامل معها بشكل ملائم، كما وضح أن عملية إدارة الخطر لها ثلاث مراحل أساسية: تعريف الخطر، قياس الخطر ، إدارة الخطر. وأنها تتبع إحدى الاستراتيجيات الثلاثة التالية: الاحتفاظ بالخطر، تخفيض الخطر أو تحويل الخطر.

✓ ويرى Williams, Smith &Young1995 أن إدارة المخاطر المالية بالمؤسسة تتضمن

¹ Basel comittee on banking supervision, principales for the Sound management of operational risk, Switzer land, january 2011, p02

² - جورج ريجدا، مبادئ تعريف، محمد توفيق البلقيني و ابراهيم محمد مهدي، إدارة الخطر والتأمين ، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2007، ص83.

³ - محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية، (مدخل لتعظيم القيمة)،رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005/1425، ص31.

القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها والتعامل مع مسبباتها والآثار الناجمة عنها. وأن الغرض الرئيسي لإدارة المخاطر يتمثل في تمكين المنشأة من التطور وتحقيق أهدافها المسطرة بأكثر كفاءة.

✓ ويشير Finard, J.B. 1996 إلى أن القيام بإدارة المخاطر المالية ضروري لاستمرار عمل المنشأة

في ظل المنافسة العالمية المعاصرة، وأن هذه الإدارة تسعى لثلاث أهداف رئيسية:

- الوقاية من الخسائر.

- تعظيم درجة الاستقرار في الأرباح.

- تدنية تكلفة إدارة الخسائر المالية المحتملة.

فهو منهج علمي للتعامل مع المخاطر بتوقع الخسائر المحتملة وتنفيذ إجراءات من شأنها تقليل حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى حد أدنى¹.

إذن بالاعتماد على هذه التعاريف يمكن استنتاج نقطتين رئيسيتين²:

مصطلح "إدارة المخاطر المالية" يشمل جميع الأنشطة التي تبين العلاقة بين العائد المتوقع

ودرجة الخطر الذي يصاحب هذا العائد بهدف زيادة قيمة الأصل الناتج عن هذا العائد.

إن نظام إدارة المخاطر المالية في المؤسسة يشمل ثلاث مراحل أساسية:

✓ تحديد الخطر الذي من الممكن أن تواجهه الشركة.

✓ قياس مستوى هذا الخطر والخسائر الناتجة عند حدوثه.

✓ استخدام الأدوات المناسبة لتخفيض مستوى الخطر ومنع حدوث خسائر ناتجة عنه.

من المفاهيم السابقة نجد أن إدارة المخاطر المالية تعتبر الجزء المركزي لأي استراتيجية تتبناها المؤسسة الاقتصادية، حيث أنها تساهم بشكل كبير في تحقيق التوازن الأمثل بين العوائد

¹- طارق عبد العال حماد ، ادارة المخاطر، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص11.

²- محمد علي محمد علي، نفس المرجع السابق، ص34

والمخاطر المرتبطة بها. ومن ثم الاستخدام الأمثل للموارد ما يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة والتي من أهمها التقليل من الخسائر المحتملة من وقوع الخطر. من التعاريف السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- أن إدارة المخاطر المالية تتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وهذا بهدف تنظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد.
- أن النظام المتكامل لإدارة المخاطر المالية بالمؤسسة يعتمد على ثلاث مراحل أساسية.
- تحديد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة.
- قياس مستوى الخطر والخسائر المحتملة من حدوثه.
- استخدام أساليب أو الأدوات المناسبة لتدنية مستوى الخطر، وتدنية أو منع حدوث الخسائر المحتملة بسببه.

2. أدوات إدارة المخاطر المالية

يرى بعض الباحثين أن هناك ثلاث أدوات لإدارة المخاطر المالية وهي:

- **الأداة الأولى:** هي تحسين المخاطر وذلك بالتخلص من مصدر المخاطر بأفحلال جزء من الأصول ذات المخاطر المرتفعة مثل السندات الحكومية، أو أذون الخزانة هو خير مثال على تلك الأداة. والتعامل في السوق الحاضر وأسواق المشتقات ببيع أصل في أحد الأسواق وشرائه من سوق آخر، مثال مقبول آخر.
- **الأداة الثانية:** فهي التنويع وما يترتب عليه من تخفيض المخاطر، إنها الفلسفة التي تقوم عليها صناديق الاستثمار وشركات إدارة المخاطر.

■ الأداة الثالثة: فهي التأمين ضد المخاطر، ومن الأمثلة على ذلك قيما المستثمر الذي يمتلك أسهم منشأة معينة بإبرام عقد اختيار بيع عليها، فإذا ما انخفضت الأسعار في السوق الحاضر، حقق له عقد الاختيار الحماية المنشودة.

3. أهداف إدارة المخاطر المالية

إن المقصود من إدارة المخاطر هو تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديد قياستها ومراقبتها والرقابة عليها وذلك بهدف البحث على كيفية علاجها وتحديد الأسلوب الأنجح لذلك وتتمثل أهم الأهداف في النقاط التالية¹:

✓ تفادي الإفلاس ومختلف تكاليفه المباشرة وغير المباشرة التي أغلبيتها تكون كبيرة ومعلومة فهو أكبر مخاطرة قد تواجه الشركة، فالإفلاس الحالي سيؤدي مستقبلا إلى إعادة هيكلة الشركة أو إغلاقها تماما. إذن إدارة المخاطر المالية ترفع من قيمة هذه الشركة بتخفيض إمكانية عدم الملاءة.

✓ تقوم بتخفيض ثقل العوائد لرفع قيمة المؤسسة، لأنه بتخفيض العائد المستقبلي الخاضع للضريبة ستخفيض القيمة الحالية الصافية للدفعات الضريبية مستقبلا.

✓ إدارة المخاطر الحقيقية تساعد على توظيف موظفين رئيسيين و تخفيض تكاليف الاحتفاظ.

✓ عدم القدرة على خدمة الديون هو المصدر الرئيسي لعجز الشركة، بسبب ارتفاع نسبتها إلى حقوق الملكية وهذا ما زاد من مخاطر الشركة، إذن ادارة المخاطر في الشركة تسمح بتخفيض تكاليف تمويل الديون و إعطائها فرصة لتوسيع التمويل عبر الديون.

✓ تساعد على تحديد الخدمات المقدمة من طرف المؤسسة والقنوات المستخدمة للوصول إلى الأسواق والخصائص التي تميز بها منتجاتها وخدماتها في نظر العميل.

¹عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2009، ص05.

✓ بالنظر إلى المتغيرات المتحكمة في المؤسسة فإن الجهات الراعية للمشروع والفريق الإداري يساعد على بناء قرارات علمية.

4. أهمية إدارة المخاطر المالية

تعتبر إدارة المخاطر المالية من أهم عناصر إدارة وتسيير الأعمال فهي توليها الاهتمام الكبير، لأنه بدون قبول إدارة المخاطر تصبح المؤسسات عرضة للمفاجئات و الأحداث غير المتوقعة، وهنا تظهر أهمية الوعي بالمخاطر على مستوى القطاع المالي.

لذا يمكن القول أن عدم إدارة المخاطر بطريقة علمية صحيحة قد يؤدي إلى فقدان العائد والفشل في تحقيق الاهداف الاستراتيجية المسطرة من طرف المؤسسة. فهي تعتبر من أهم عوامل نجاح المنشأة وتحقيقا لأهدافها خاصة زيادة الثروة وتجنب الخسائر.¹

فهذه الأهمية ازدادت في السنوات الأخيرة بسبب توالي حدوث الأزمات المالية، وتنامي حالات الفشل المالي للعديد من المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم. والمقصود منها ضمان ما يلي:²

- ✓ إن مجلس الإدارة موافق على المخاطر.
- ✓ اتخاذ القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع أهداف المؤسسة المالية .
- ✓ وضوح وسهولة القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر.
- ✓ العائد المتوقع يتناسب مع درجة الخطر.
- ✓ تخصيص الموارد ورأس المال يتناسب مع مستوى المخاطرة.
- ✓ انسجام حوافز الأداء المطبقة في المؤسسة مع مستوى الخطر

5. قواعد إدارة المخاطر المالية

¹ حليلة بزار، المشتقات المالية ومكانتها في ادارة مخاطر الصيرفة الاسلامية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم الاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة -2016،2015، ص66.

² مهند حنا نقولا، ادارة مخاطر المحافظ الائتمانية، دار الراية، عمان، الاردن، 2010، ص118.

باعتبار إدارة المخاطر المالية كمجال وظيفي خاص للإدارة، تمت صياغة قواعد إرشادية متصلة بعملية اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة المخاطر المالية وهناك ثلاث قواعد أساسية لإدارة المخاطر تحتكم إلى حسن الإدراك والفطرة وهي:

✓ **القاعدة الأولى:** لا تخاطر بأكثر مما تستطيع تحمل خسارته: هي أهم قاعدة في إدارة المخاطر فهي تحدد حجم الخسارة المحتملة وتشجع على نقل المخاطر إذا زادت عن الحجم المعين كما تحدد الطرق التي تلجا لها في الوقت المناسب.¹

✓ **القاعدة الثانية:** فكر في الاحتمالات: الطريقة المثلى لإدارة المخاطر المالية تقتضي ضرورة معرفة احتمال تحقق الخطر وأقصى خسارة محتملة، إذن هدف هذه القاعدة الأساسي هو عدم إهمال المخاطر ذات احتمال خطر صغير لأنها إن وقعت ستحدث أضراراً كبيرة للمنشأة.²

✓ **القاعدة الثالثة:** لا تخاطر بالكثير لتربح القليل: هنا توجب على المؤسسة عدم المخاطرة بإمكانية تحمل خسارة مالية نتيجة مخاطر يحتمل تحققها مقابل توفير تكاليف نقل المخاطر مما يبين لنا أن هذه القاعدة تسير في اتجاهين هما:³

- **الاتجاه الأول:** عندما تكون الخسارة المالية المتوقعة كبيرة مقارنة بتكلفة نقل المخاطر يفضل عدم الاحتفاظ بالمخاطر.

- **الاتجاه الثاني:** عند صغر الخسارة المالية المتوقعة بالنسبة لتكلفة نقل المخاطر يفضل الاحتفاظ بالمخاطر.

¹ - عيد أحمد ابوبكر ووليد اسماعيل السيفو، إدارة الخطر والتأمين ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2009، ص63

² - اسامة عزمي سلام وشقيري موسى، إدارة الخطر و التأمين ، الطبعة 2، دار الحامد للنشر و التوزيع، 2015 ص32

³ - عيد احمد ابوبكر وليد اسماعيل السيفو، نفس المرجع السابق، ص64

6. استراتيجيات ادراة المخاطر المالية:

بعد تتبع الكتابات المالية العديدة التي ركزت على موضوع إدارة المخاطر المالية في المؤسسة تمكنا من تحديد ثلاثة استراتيجيات أساسية لها وهي ¹ :

أ. **استراتيجية ترك الموقف مفتوح: To leave the position open** و تعني الاحتفاظ بمستوى الخطر كما هو، حيث تعتمد المنشأة على سياسة قبول الخطر في حالة انخفاض مستواه بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته.

ب. **استراتيجية تحمل المخاطر المحسوبة: To take the calculated risk** وتعني مستوى الخطر الذي يمكن للشركة تحمله والتي لا ترغب في تحمل أكثر من ذلك، ثم اتخاذ التدابير اللازمة لخفض المخاطر حتى المستوى المقبول، حيث تعتمد فيها المنشأة على سياسة تخفيض الخطر كالتنويع في خطوط منتجات الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة المالية (هيكل التمويل) واستخدام الأدوات المالية المشتقة للحماية ضد مخاطر الأسعار.

ج- استراتيجية تغطية كل الخطر: To cover all the risk

وتعني تحييد مصدر الخطر بالنسبة للشركة وهو ما يعني خفضه إلى الصفر، حيث تعتمد فيه على سياسة تحويل الخطر كالتغطية الكاملة أو التأمين ضد الخطر باستخدام أدوات الهندسة المالية، على تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين و تجنب الأنشطة التي ينشأ عنها الخطر.

7. التغطية والتحوط ضد المخاطر المالية

التغطية هي ركز مؤقت، تعرف على أنها أسلوب لحماية قيمة أصل ما يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته. وهذا التعريف يكشف عن صورتين للتغطية:

1- محمد شاهين، تحليل وتقييم محافظ الاوراق المالية ، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017، ص 159_160

الصورة الأولى: هي للمستثمر الذي يرغب في شراء أصل مالي معين، ولا يملك الموارد المالية اللازمة، وإن كانت تتاح في المستقبل، غير أنه يخشى أن يرتفع سعر ذلك الأصل إذا ما انتظر حتى تتوافر تلك الموارد. هذا الأساس، يمكن إبرام عقد مشتقات يضمن له التعاقد على الأصل من الآن بسعر متفق عليه، على أن يتم التنفيذ في المستقبل أي عندما تتوافر له الأموال المطلوبة.

أما الصورة الثانية: فتشمل في حالة المستثمر يمتلك أصلا ماليا معيناً، ويخطط لبيعه في تاريخ لاحق، في الوقت الذي يخشى فيه انخفاض سعره عندما يحين ذلك الوقت. هذا المستثمر، يمكنه إبرام عقد على أحد المشتقات لبيع الأصل مستقبلاً بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد.

8. دور المنتجات المالية في إدارة المخاطر المالية

تعد المشتقات المالية عقود تشتق من العقود الأصلية بهدف إدارة المخاطر الناشئة وكما نعلم أن المشتقات متعددة ومتنوعة سنخرج إلى كيفية إدارة المخاطر لهذه الأنواع¹:

أ. إدارة المخاطر بالاعتماد على عقود الخيارات:

إن المستثمر يعمل دائماً على مقياس مدى حساسية محفظة استثماراته للتغيرات التي يمكن أن تحدث بهدف التقليل من درجة حساسيتها وهذا ما يرجع إلى نقص في المخاطر، وتوجد عدة مؤشرات من بينها ما يلي:

- مؤشرات دلتا Delta: يعبر هذا المؤشر عن التغيير في قيمة حق الخيار الذي يرجع إلى التغيير بوحدة واحدة في سعر الأصل الذي أجرى عليه حق الخيار، فقيمة دلتا تكون محصورة

¹ عمر حميدات، الهندسة المالية كمدخل لإدارة المخاطر في ظل الأزمات المالية حالة البلدان العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير تخصص عقود مالية، جامعة الجزائر 03، 2018، ص ص 112-113.

بين 0 و1، تكون 0 في حالة عدم إمكانية تحقيق أرباح، وإذا كانت تساوي 1 فإن حق الخيار مربح، وإذا كانت 0.5 فهنا إمكانية تحقيق الأرباح.

- مؤشر جاما Gamma: يشير إلى نسبة تغيير دالتا بالنسبة للتغير في قيمة الأصل الذي محل العقد، ففي حالة عقود الخيار المتعادلة التي اقترب تاريخ تنفيذها فإن قيمة جامات تكون كبيرة وهذا ما نلاحظه أن قيمة دالتا أكثر حساسية، وفي حالة اقتراب تاريخ التنفيذ وكانت عقود الخيار مربحة أو خاسرة فإن قيمة جاما تنخفض بدرجة كبيرة وتكون قيمة دالتا 0 صفر في الخسارة، في حالة العقود المربحة تكون مساوية للواحد 1.

- مؤشر فيجا Vega: يقيس لنا درجة حساسية سعر العقد للتقلب بمعنى يختص أساسا بمراقبة درجة تقلب سعر الأصل والأثر الذي يتركه ذلك في قيمة علاوة الحق .

ب- إدارة المخاطر بالاعتماد على العقود المستقبلية: إن الهدف السامي من التعامل بالعقود المستقبلية هو الحد والتخلص من آثار التقلبات السعرية للأصل محل التغطية، ومن مخاطر تقلب الفرق بين سعر العقد المستقبلي والسعر في السوق الحاضر، بحيث هناك مخاطر من شأنها ان تؤدي إلى إحداث خلل في العلاقة بين السعرين، وأهم هذه المخاطر ما يلي:

- ✓ مخاطر الجودة.
- ✓ مخاطر الكمية.
- ✓ مخاطر التوقيت.
- ✓ مخاطر موقع التسليم.

ج. إدارة المخاطر بالاعتماد على عقود المبادلات: عقود المبادلات أو المقايضة من العقود المشتقة يتم تداولها في الأسواق غير منظمة ومن مخاطرها ما يلي:

- مخاطر الائتمان: يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة، وخطرها هنا قد يجعل أحد طرفي العقد خارج نطاق الربح وهذا ما يحفزه إلى عدم الوفاء ليحول دون الخسائر الحالية والمستقبلية.

- مخاطر الأساس: هي مخاطر عدم الحصول على العملة التي يرغب بها طرف عقد المبادلة وهذا ما يؤدي إلى التبدل بعملة مرتبطة بها.
- مخاطر سياسية: ناتجة عن القرارات الحكومية والقوانين المجحفة التي تراعي وضعية الاقتصاد وتؤثر على ربحية المؤسسة سواء داخلية أو مستثمر أجنبي، كل هذا ينعكس سلبا على المؤسسة وتؤدي إلى انعدام الثقة في الاقتصاد.

المحور الثالث: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود الخطر

1. أصول الخطر وعدم التأكد.

عرفت البيئة العالمية في سنوات السبعينات استقراراً، ولقد ساعدت عدة عوامل على تحقيق ذلك حيث كانت الصناعة المالية والمصرفية تخضع لتنظيم قانوني شديد وكانت العمليات المالية والمصرفية التجارية تقوم أساساً بتجميع الموارد. أما سنوات الثمانينات فقد عرفت موجات من التغيير في الخدمات المطروحة بواسطة البنوك، حيث تم ابتكار منتجات سوقية جديدة وتطوير خدمات القيمة المضافة مثل: تملك الأصول وتمويل المشروعات والتسويق وبطاقات الائتمان والمشتقات المالية والبنود خراج الميزانية العمومية بمعدل سريع، ودخلت المؤسسات المالية والبنوك مجالات أعمال جديدة فأسفر ذلك عن مواجهتها للمخاطر، وازدادت المخاطر بسبب المنافسة وابتكار المنتجات والتحول من الصيرفة التجارية إلى أسواق رأس المال.

2. مسببات المخاطر

من العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى زيادة المخاطر المالية ما يلي¹:

- العولمة، الأسواق المالية والتحرير المالي والمصرفي، حيث لم يعد أحد معزلاً عن المخاطر التي يمكن أن تصيب أحد الأطراف ضمن النظام الاقتصادي والمالي العالمي.
- ظهور مفهوم الهندسة والابتكار المالي وهو الأمر الذي أدى إلى تقييد البيئة التي تعمل فيها المؤسسات وزيادة حالات عدم التأكد.
- الانتشار المفرط للمشتقات المالية بكل أنواعها خاصة عندما تستخدم من طرف المضاربين الساعين لتحقيق الأرباح وليس التحوط وإدارة المخاطر.
- السياسة النقدية والأدوات المستعملة لإدارة الكتلة النقدية.
- عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي.

¹ - بن علي بلعزوز واخرون ، إدارة المخاطر المالية، الطبعو الاولى ، دار الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2013، ص 34_35

- حالات الكساد، التضخم، القوانين والتشريعات الخاصة بالاستثمار.
- تقلبات أسعار الفائدة.
- انخفاض نسبة الأرباح بسبب المنافسة.

3. أدوات قياس المخاطر

يمكن تحديد العديد من المقاييس الإحصائية أو المالية للتعبير الكمي عن المستوى النسبي للخطر، ويمكن تصنيف تلك الأدوات في مجموعتين هما:

- مجموعة المقاييس التي تعتمد على الأدوات الإحصائية.
- مجموعة المقاييس التي تعتمد على الأدوات التحليل المالي.

1.3. الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر

وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الاهتمام، أو قياس درجة حساسية اتجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، ومن أهم هذه الأدوات¹:

1.1 المدى: هو الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة محتملة للمتغير المالي، بحيث يشير ارتفاع قيمة المدى على تواجد المخاطر المرافقة لهذا المتغير وارتفاعها، ومن سلبياته أنه يعتمد فقط على أكبر وأدنى قيمة، بحيث لا يأخذ بعين الاعتبار الانخفاض الذين من الممكن ان يحدث في أحد السنوات².

ويمكن استخدام المدى كمؤشر للمستوى النسبي للخطر، فكلما زادت المدى كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي ويحسب وفق العلاقة الموالية³:

¹ - أحمد جلال، إدارة الازمات المالية، الطبعة الاولى، دار خالد اللحاني للنشر والتوزيع، الاردن، 2016، ص77-79

² - إيهاب مقابلة وآخرون، الاقتصاد و التمويل، ص385.

³ - مجدوب خيرة، محاضرات منشورة في إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ادارة مالبة، جامعة ابن خلدون، الجزائر، 2019-2020، ص13.

المدى $R = \text{أكبر قيمة في البيانات} - \text{أصغر قيمة فيها}$

مثال: البيانات التالية تمثل أسعار سهم شركة ما خلال خمسة أيام بالدينار الجزائري

50، 70، 80، 90، 60. المطلوب حساب المدى.

$$\text{الحل: } DA = 90 - 50 = 40$$

مثال: إذا كان الجدول الموالي يوضح مراقبة تقلبات في سعر أسهم شركتين A و B، فأوجد

قيمة المدى لسعري سهمي الشركتين؟

62	60	55	58	65	59	الشركة A
55	59	60	61	59	65	الشركة B

$$\text{الشركة A: } DA = 65 - 55 = 10$$

$$\text{الشركة B: } DA = 65 - 55 = 10$$

ملاحظة: هذه النتائج لا تعني أن تقلبات في سعر سهمي الشركتين متشابهين وذلك بالنظر إلى الأسعار في الجدول السابق، فيتضح خلاف ذلك لذا لا يعتمد كثيرا على المدى ويفضل استخدام الإنحراف المعياري لأن جميع القيم تدخل في حسابه.

التوزيعات الاحتمالية: أداة كمية أكثر تفصيلا من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم متوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الإحتمالي لهذه القيم واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، ما يساعد على المفاضلة فيما بينها، فكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعا نحو الطرفين كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر.

2.1 الانحراف المعياري: يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للخطر الكلي نظامية وغير نظامية المصاحب للمتغير المالي، و يقيس انحراف القيم على وسطها الحسابي وكلما زادت قيمة الانحراف زادت نسبة الخطر.

، وتحسب قيمة الانحراف المعياري بالمعادلة الموالية:

$$S = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث $E(R)$: القيمة المتوقعة للعوائد.

R_i : العوائد المحتملة للأصل.

P_i : إحتمال حدوث العوائد.

3.1 معامل الإختلاف: هو مقياس نسبي أو معياري حيث يرتبط بين الخطر وقيمة العائد، يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، وكلما ارتفعت قيمته يدل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.

، ولذلك فهو أكثر دقة وتفصيلاً عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر.

$$C_v = \frac{S}{E(R)}$$

أ- الأمل الرياضي للعوائد المتوقعة (التوقع الرياضي):

العائد المتوقع = العائد المحتمل \times نسبة الإحتمال.

$$E(R) = P_1 R_1 + P_2 R_2 + P_1 R_1 + \dots + P_n R_n \quad \text{أي:}$$

ورياضياً يكون بالصيغة التالية:

$$E(R) = \sum_i^n R_i \times P_i$$

ب- القيمة الحالية للقيمة المتوقعة:

وتحسب:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n E(R)_i (1 + R)^{-i} + VR(1 + R)^{-n} - \sum_{j=0}^n i(1 + k)^j$$

مثال: فيما يلي التوزيع الاحتمالي تبعا للوضع الاقتصادي للعوائد المحتمل حدوثها من استثمار 100 ألف دينار في أحد المشروعات:

الحالة الإقتصادية	العائد المحتمل	إحتمال حدوثها
كساد	-20%	0,2
عادية	15%	0,3
إزدهار	25%	0,4
تضخم	30%	0,1

- حساب العائد المتوقع لهذا المشروع:

$$\begin{aligned} E(R) &= \sum_{i=1}^n R_i P_i \\ &= (-20 \times 0.2) + (15 \times 0.3) + (25 \times 0.4) + (30 \times 0.1) \\ &= -4 + 4.1 + 10 + 3 = 13,5\% \end{aligned}$$

قيمة العائد لا تتجاوز الواحد.

نلاحظ أن القيمة المتوقعة للمشروعين متساوية $E(R_A) = E(R_B)$ وبالتالي فإن قيمتها الحالية الصافية متساوية ويعني أن المشروعين متكافئين

$$VAN_A = VAN_B = 7000 \cdot \frac{1 - (1.1)^{-5}}{0.1} - 15000 = 11535,5$$

إن اختيار أحد المشروعين يقتضي اعتبار درجة المخاطرة المرتبطة بكل مشروع، والمشروع الأجدر بالاختيار هو المشروع الذي يكون فيه أقل مخاطرة.

- حساب الانحراف المعياري للمشروع A:

R_i	\bar{R}	$P_i - \bar{R}$	$(R_i - \bar{R})^2$	P_i	$P_i(R_i - \bar{R})^2$
500	7000	(2000)	4000000	0,1	400.000
600	7000	(1000)	1000000	0,2	200000
7000	7000	0	0	0,4	0
8000	7000	1000	1000000	0,2	200000
9000	7000	2000	4000000	0,1	400000
Σ	/	/	/	/	$S_A^2 = 1200000$

$$S_A = \sqrt{1200000} = 1095,44$$

- حساب الانحراف المعياري للمشروع B:

R_i	\bar{R}	$P_i - \bar{R}$	$(R_i - \bar{R})^2$	P_i	$P_i(R_i - \bar{R})^2$
6000	7000	(1000)	1000000	0,1	100000
6500	7000	(500)	250000	0,2	50000
7000	7000	0	0	0,4	0
7500	7000	500	250000	0,2	50000
8000	7000	1000	1000000	0,1	100000
Σ	/	/	/	/	

تمرين 1: مشروعان A و B التكلفة المبدئية لكل منهما هي 15000 دج، التدفقات النقدية السنوية الصافية واحتمالات حدوثها في ظل الظروف المستقبلية المختلفة هي كما يلي: (المبالغ 1000 دج).

المشروع B		المشروع A		الظروف المستقبلية
احتمال الحدوث	التدفق السنوي	احتمال الحدوث	التدفق السنوي	
0,1	6000	0,1	5000	كساد كبير
0,2	6500	0,2	6000	كساد معتدل
0,4	7000	0,4	7000	ظروف عادية
0,2	7500	0,2	8000	رواج معتدل
0,1	8000	0,1	9000	رواج كبير

- حدد أي المشروعين أفضل باستخدام القيمة المتوقعة ومقاييس التشتت مع العلم أن التدفقات السنوية الصافية واحتمالاتها ثابتة طوال عمر المشروع (5 سنوات) وأن معدل الخصم هو 10%؟

الحل: حساب القيمة المتوقعة لكل مشروع $(R) = \sum_{i=0}^n R_i P_i$

المشروع B		المشروع A		الظروف المستقبلية
احتمال الحدوث	التدفق السنوي	احتمال الحدوث	التدفق السنوي	
0,1	6000	0,1	5000	كساد كبير
0,2	6500	0,2	6000	كساد معتدل
0,4	7000	0,4	7000	ظروف عادية
0,2	7500	0,2	8000	رواج معتدل
0,1	8000	0,1	9000	رواج كبير
7000		7000		القيمة المتوقعة

$$S_B^2 = 300000$$

$$S_B = \sqrt{300000} = 547,72$$

وبالتالي فإن المشروع A أكبر مخاطرة من المشروع B، أي أن المشروع B أفضل من حيث درجة المخاطرة.

معامل بيتا: هو مقياس لمدى حساسية قيم المتغير المالي موضوع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر كدرجة حساسية عائد سهم معين للتغيرات في عائد السوق أو للتغيرات في أسعار الفائدة في البنوك، ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر.

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

حيث:

$Cov(R_i, R_m)$: التباين المشترك لعائد السوق وعائد الورقة المالية.

$Var(R_m)$: تباين عائد السوق.

مثال: لتكن لديك البيانات التالية المتعلقة بعائد شركة كيري Kiri المتخصصة في إنتاج الألبان، مقارنة مع عائد السوق خلال الخمس سنوات الماضية كما هو مبين في الجدول الموالي:

السنة	2014	2015	2016	2017	2018
عائد السهم	4	6	2-	3	4
عائد السنوات	8	4	2-	2	2-

- حساب معامل بيتا لسهم شركة كيري؟ ومعامل الارتباط؟

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

$$Cov = \frac{\sum(R_i - E(R_i))(R_{mi} - E(R_m))}{n}$$

$$V(R_m) = \frac{\sum(R_m - E(R_m))^2}{n}$$

$(R_i - E(R_i))^2$	$(R_m - E(R_m))^2$	$(R_p - E(R_p))^2$	$(R_{ni} - E(R_n))^2$	$(R_m - E(R_m))$	$(R_p - E(R_p))$	عائد السوق R_m	عائد السهم R_i
1	36	6		6	1	8	4
9	4	6		2	3	4	6
25	16	+20		-4	-5	-2	-2
0	0	0		0	0	2	3
1	16	-4		-4	1	-2	4
36	72	28			/	10	15

$$E(R_m) = \frac{10}{5} = 2, \quad E(R_p) = \frac{15}{5} = 3$$

$$\beta = \frac{\frac{28}{5}}{\frac{72}{5}} = 0,3888$$

- حساب الارتباط:

$$P_{(p,m)} = \frac{Cov(R_i, R_m)}{\delta_p S_m} = \frac{\frac{28}{5}}{\sqrt{\frac{36}{5}} \cdot \sqrt{\frac{72}{5}}} = \frac{28}{\sqrt{36 \times 72}} = 0,55$$

$$\beta = \frac{P_{(p,m)} \cdot \delta(R_p)}{\delta(R_m)} = \frac{0,55 \times \sqrt{\frac{36}{5}}}{\sqrt{\frac{72}{5}}} = 0,38$$

2.3. أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية

وهي التي تعتمد على مدى وفاء المؤسسة بالتزامات مالية اتجاه الغير، خاصة الدائنين في الآجال المحددة لاستحقاقها، وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين، ومن المؤشرات المالية التي تعتمد عليها ما يلي:¹

✓ المؤشرات المالية الأساسية

✓ النسب المالية

أ. النسب المالية: يعتمد قياس المخاطر المالية بالمؤسسة على مجموعة من النسب والمؤشرات المالية وتساهم النسب المالية في إعطاء معلومات مفيدة عن أداء المؤسسة وهيكل تمويلها، وأمام المحلل خمس مجموعات أساسية من النسب المالي وهي: نسب السيولة، ونسب النشاط ونسب الاقتراض، ونسب التغطية ونسب الربحية.²

فنسب السيولة تعتبر مؤشرا يقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، ومدى تعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس التي تتجم على فشلها في السداد ما عليها من التزامات. أما نسب النشاط فتقيس مدى كفاءة إدارة الأصول وقدرة الإدارة على توليد المبيعات مما لديها من الأصول ، وتكشف مقارنة نسبة النشاط للمؤسسة مع مثيلتها في الصناعة عام إذا الاستثمار في الأصول اقل أو أكثر من اللازم .

ونسب الاقتراض فتقيس المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على الأموال المقترضة في تمويل احتياجها، فزيادة الاعتماد على القروض تعني المزيد من الوفورات الضريبية ، على أساس أن فوائد القروض هي من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

¹ قوتال ابتسام، محاضرات مقياس تسير المخاطر المالية، تخصص مالية المؤسسة، الطبعة الأولى، جامعة الجزائر 03 جوان 2003، ص17.

² نفس المرجع اعلاه، 2007، ص 359 .

أما نسب التغطية فتقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالأعباء الثابتة (تقيس المخاطر المالية)، كما أن نسب الربحية تقيس قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة التي قدمها الملاك أو اقترضتها.

. تحليل دي بونت

يتم دراسة تحليل دي بونت من خلال ما يلي:

أ. النموذج البسيط لتحليل دي بونت

ينصب هذا التحليل على الربحية لمعرفة مصادرها - السيولة، كفاءة الأصول ومستوى المديونية- حيث يشتمل على جميع مجالات التحليل المالي ويعطي المالي القدرة على التشخيص السليم والتحليل السريع والمنطقي للاتجاهات المالية للشركة، وتصاغ معادلة دي بونت على النحو الموالي:

صافي الربح

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{معدل العائد على الأموال الخاصة}$$

ب. توسيع نموذج دي بونت

صافي الربح

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{معدل العائد على الأصول} - \text{تكلفة الإقراض} + \text{معدل عائد الأصول}$$

وبصفة أدق تمت كتابة المعادلة كما يلي

حيث:

معدل العائد على الأصول: مردودية الأصول.

تكلفة الإقراض: سعر الفائدة على القروض.

تحليل قائمة الدخل

يعد تحليل قائمة الدخل باستخدام نسب الربحية ومعدل العائد على الأصول إلى معرفة قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من دينار واحد مبيعات او دينار واحد مستثمر¹ .

أ.معدل العائد على حقوق الملكية

يبين هذا المعدل مقدار الربح المحقق نسبة إلى أموال المالكين أي العائد من دينار واحد مستثمر من أموال المالكين في الشركة .

ب.هامش الربح الإجمالي

هو مقدار الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب ويعد مؤشرا لسياسة التسعير في الشركة .
ج.العائد على المبيعات يعكس هذا العائد صافي الربح الذي تحققه الشركة من دينار واحد من المبيعات .

د.نسبة المديونية

تعد دعما لمؤشرات الربحية في حالة الحصول على القروض ، حيث تكون سياسة ناجحة إذا تم المتاجرة بأموال الغير وكانت كلفة الدين صافي لا تتجاوز العائد المتولد من الأصول المقترضة.

هـ.مخاطر التشغيل

وهي احتمال أن تمر الشركة بأحداث غير متوقعة أو عوامل تخفض أو تعوق توليد الإيرادات أو المكاسب .

¹ . دريد كامل ال شبيب ، مرجع سبق ذكره، ص262

تحليل قائمة التدفقات النقدية

تساعد قائمة التدفقات النقدية عن الكشف عن بعض العناصر التي لا تعرضها قائمة الدخل وقائمة المركز المالي مثل توقيت التدفقات النقدية والتأثير على عمليات السيولة و جودة الربحية و التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار.¹

أ. التدفقات النقدية من العناصر التشغيلية

يتم إعدادها من خلال إضافة الاهتلاك إلى صافي الأرباح المحققة مع التغير في الأصول المتداولة والخصوم المتداولة في الشركة.

ب. التدفقات النقدية من العنصر الرأسمالي

توضح مستوى العلاقة بين الاستثمار في أصول رأسمالية وما إذا كانت أصول الشركة الإنتاجية تتوسع أو تتكمش و تحديد الرؤى بخصوص خطط الإدارة المستقبلية.

ج. التدفقات النقدية التمويلية

تساعد على معرفة طبيعة التغيرات النقدية في مصادر تمويل الشركات مع زيادة أو نقصان في حقوق الملكية وفي الديون طويلة الأجل، وتوضيح طبيعة ومساهمة كل عنصر فيها ومدى تأثيرها على التدفقات الداخلة والخارجة من الشركة.

. التحليل الإداري للشركة

يهتم هذا التحليل بالجوانب الإدارية للشركة المتعلقة بإستراتيجيتها التنافسية وتحليل مختلف نقاط قوتها وضعفها، وكذا الفرص والتحديات التي تؤثر على أرباحها ونمو توزيعاتها، ويتم ذلك بما يلي:

¹ . دريد كامل ال شبيب ، مرجع سبق ذكره ، ص264

أ.تحديد إستراتيجية الشركة بخصوص المنافسة

بعد تحديد هيكل المنافسة التي يحيط بالمؤسسة يقوم المحلل المالي على ضوء ذلك بتحديد الإستراتيجية التي تتبعها الشركات المنافسة، وفي هذا الصدد يوجد نوعان من الاستراتيجيات هما:

الإستراتيجية الدفاعية

من خلال هذه الإستراتيجية توضع الشركة في موقف يجعلها تستفيد من قدراتها وإمكانياتها في إيجاد أفضل الطرق للابتعاد عن التأثيرات السلبية للقدرة التنافسية.

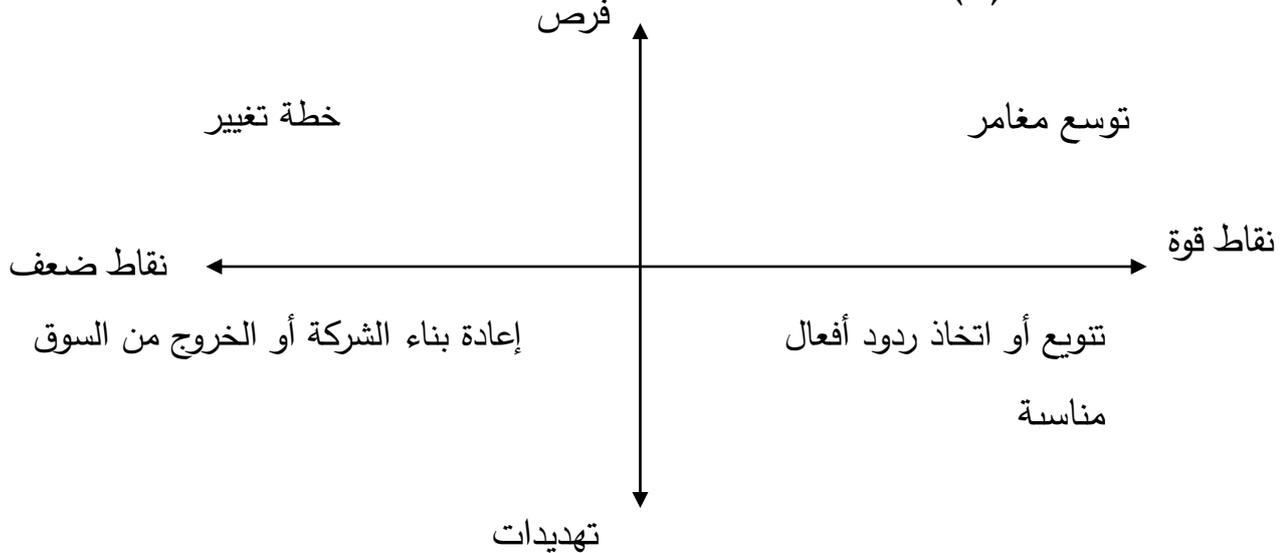
الإستراتيجية الهجومية

على أساس هذه الإستراتيجية، تتخذ الشركة وضعا يمكنها من استغلال إمكانياتها ونقاط القوة التي تتميز بها للتأثير على القوى المنافسة الأخرى.

ب.تحليل الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف

يعتبر هذا التحليل من أهم الأدوات المستخدمة في تحليل الوضع التنافسي للشركة، والذي يمكن توضيحه في الشكل الموالي:

الشكل(2): تحليل الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، 1998، ص 125.

على أساس هذا التحليل، يمكن للمحلل المالي تقييم إستراتيجية الشركة لاستغلال نقاط قوتها أي مزاياها التنافسية أو التخلص من نقاط ضعفها أي تهديدات البيئة الخارجية للشركة.

- معيار أجل الاسترداد: يقصد بفترة الاسترداد تلك الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد الأموال التي تم استثمارها في المشروع من خلال ما بولد من تدفقات. وبناءا عليه عند المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية يتم اختيار المشروع الذي يحقق أقصر فترة استرداد، وتحسب كما يلي:

- في حالة ثبات التدفقات النقدية:

$$D_R = \frac{I_0}{F}$$

حيث I_0 : الاستثمار الأصلي، F : صافي التدفقات النقدية.

- في حالة تغير التدفقات النقدية:

$$I_0 = \sum_{t=1}^n F_t$$

يتم حساب (n) الذي يمثل الفترة التي يتم من خلالها تغطية تفقات الإستثمار وهو يعبر عن (D_R) .

مثال: ليكن A و B مشروعين استثماريين يتطلب كل منهما تكلفة استثمارية تقدر بـ 70000
دج التدفقات النقدية الصافية لكل مشروع موضحة في الجدول الموالي:

السنة	المشروع A	المشروع B
0	20000	20000
1	4000	2000
2	4000	3000
3	4000	5000
4	4000	4000
5	4000	9000
6	4000	9000

بالنسبة للمشروع A:

$$D_{RA} = \frac{2000}{4000} = 5$$

بالنسبة للمشروع B:

$$D_{RB} = 2000 + 3000 + 5000 + 4000 + 6000 = 20000$$

$$D_R = 4 + \frac{6000}{9000} (12) = 4 + \frac{2}{3} \times 12 = 4 + 8 \text{ أشهر}$$

حسب معيار فترة الاسترداد يتم اختيار المشروع B لأنه يحقق أقل فترة استرداد رأس المال.

القيمة الحالية الصافية (VAN)

يمكن تعريف القيمة الحالية الصافية لأي مشروع استثماري بأنها "الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة للمشروع"، ومن خلال التعريف يتضح أنه لحساب القيمة الحالية لابد من وجود معدل خصم يتم على أساسه خصم التدفقات النقدية المرتبطة بالإستثمار ويمكن أن يعكس هذا المعدل ما يلي¹:

¹ مجدوب خيرة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

- معدل تكلفة الحصول على الأموال المستثمرة.
- الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه.

ويتم حساب القيمة الحالية الصافية وفقا للعلاقة التالية:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - I$$

حيث I : تكلفة الاستثمار، CF_t : التدفقات النقدية الصافية، k : معدل الخصم، n : مدة حياة المشروع.

في حالة وجود قيمة متبقية للاستثمار عند نهاية الفترة يمكن حساب (VAM) كما يلي:

$$VAN = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^n}$$

حيث VR : القيمة المتبقية للاستثمار.

يمكن استخدام معيار VAN في اتخاذ القرار الاستثماري على النحو التالي:

- كمقياس للرفض (أو الإلغاء): برفض تنفيذ كل مشروع يحقق قيمة حالية صافية سالبة ويتم الموافقة على المشروع الذي يحقق قيمة حالية صافية موجبة.
- كمقياس للاختيار والمفاضلة: يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية موجبة من بين المشروعات المقترحة.

مثال: ليكن A, B مشروعين استثماريين يحققان مجموعة من التدفقات النقدية الصافية كما هو مبين في الجدول أدناه، والإنفاق المبدئي لكل مشروع يبلغ 100,000 دج، مع العلم أن تكلفة رأس المال تقدر بـ 10%.

نقوم بحساب VAN للمشروع كما يلي:

السنة	التدفقات النقدية للمشروع A	التدفقات النقدية للمشروع A	معامل الخصم بمعدل 10%	القيمة الحالية A للتدفقات النقدية الصافية	القيمة الحالية B للتدفقات النقدية الصافية
1	30000	10000	0.909	27270	9090
2	50000	20000	0.826	41300	16520
3	40000	30000	0.751	30040	22530
4	10000	40000	0.683	6830	27320
5	5000	50000	0.621	3105	31050
	135000	150000	/	108545	106510

صافي القيمة الحالية الصافية لـ A: $100000 - 108545 = -8545$ دج

صافي القيمة الحالية الصافية لـ B: $100000 - 106510 = 6510$ دج.

نلاحظ أن المشروعين يحققان قيمة حالية صافية موجبة، فإذا كان المشروعين مستقلين، يتم قبولهما معاً، أما إذا كان المشروعين للتفاضل فإنه يتم قبول المشروع A لأنه يحقق أكبر قيمة حالية صافية.

تمرين: أصل استثماري تكلفته 1 مليون دينار، مدته ثلاث سنوات ينتظر منه تحقيق الإيرادات التالية في ظل أربع حالات مستقبلية للطلب:

ظروف الطلب	الإحتمالات P_i	السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة
ضعيف	0.1	200	400	150
متوسط	0.4	400	500	500
قوي	0.3	500	600	500
قوي جداً	0.2	600	800	700

إذا كان بإمكان بيع هذا الأصل في نهاية عمره الإستثماري بمبلغ 200 ألف دينار وكان معدل الفائدة في السوق 08%، أحسب التوقع الرياضي للقيمة الحالية والانحراف المعياري لهذه التدفقات ثم أحسب معامل الإختلاف؟

4. معايير القرار في حالة عدم التأكد والخطر

يعتبر القرار من حيث المعنى أفضل بديل لحل المشكلة، واختيار بديل معين من البدائل الكثيرة الممكنة لأجل الوصول إلى هدف وحل مشكل ما أو انتهاء فرصة معينة، والإختيار يكون من بين مجموعة البدائل المتاحة في وقت وموقف معين، لمواجهة المشكلة واختيار البديل الأكثر كفاءة وفاعلية من بين تلك البدائل المتاحة.

وعلى هذا الأساس فإن القرار يقوم على عملية المفاضلة وبشكل واعي ومدروس بين مجموعة بدائل أو حلول متاحة لمتخذ القرار، لاختيار واحد منها باعتبارها أنسب وسيلة لتحقيق الهدف الذي تسعى إدارة المؤسسة لتحقيقه.

أما اتخاذ القرار فهو عملية مبنية على الدراسة والتفكير الموضوعي، التي تحدد طريقة الاستخدام الأفضل في ظل مجموعة من الظروف والمعايير التي يتم على ضوءها الاختيار، وبين هذه المعايير على سبيل المثال لا الحصر¹:

- درجة المخاطرة المتوقعة.
- الإقتصاد في الجهد والتفقات.
- الإمكانيات والموارد المتاحة.
- الوقت الذي يستغرقه اختبار البديل وتنفيذه.

1.4. أهمية اتخاذ القرارات: لعملية اتخاذ القرارات أهمية كبيرة سواء في الحياة العامة أو الخاصة بغض النظر إذا تعلق الأمر بالإدارات أو الوحدات الاقتصادية الإنتاجية أو الخدمية

¹ - الغالي بن ابراهيم، تحليل الربحية التجارية لاجزاء القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2016، ص47

ذلك أنها تمثل أهم محور في أي عمل إداري أو اقتصادي ،لذلك يعتقد بعض الكتاب أنه جوهر كل عملية ،وفي حين يعتقد البعض الآخر أنه الركن الأساسي لقيام أي تنظيم كفاء ،وتأسيسا على ما تقدم يمكن القول أن صنع القرار يعتبر من أهم المقومات الرئيسية للاستثمار الناجح ،لأن مقدار النجاح الذي يحققه أي مستثمر في السوق المالي يتوقف إلى أبعد الحدود على مدى ما يتمتع به من قدرة وكفاءة على صنع واتخاذ القرارات المناسبة ،لذا فهو الأداة أو الوسيلة المعبرة عن النجاح أو الفشل في استثمار الموارد المالية واستغلال الفرص المتاحة .¹

3.4 مراحل اتخاذ القرارات :

لقد عرفنا سابقا أن القرار هو اختيار بديل من بين مجموعة بدائل متاحة ،أما عملية اتخاذ القرار فتعرف على أساس مجموعة الخطوات التي يتبناها متخذ القرار حتى يتمكن من اختيار الفعلي لهذا البديل ،والتركز عملية تقييم القرار على عملية اتخاذه .

وتتفق أغلب الكتابات على وجوه خمس مراحل سوف نذكرها فيما يلي :

أ. المرحلة الأولى :تشخيص المشكلة :من الأمور المهمة التي ينبغي على المستثمر أو متخذي القرار إدراكها وهو بصدد التعرف على المشكلة الأساسية وأبعادها ،وهو تحديد طبيعة الموقف الذي خلق المشكلة ،ودرجة الأهمية ،وعدم الخلط بين أعراضها و أسبابها

و الوقت الملائم للتصدي لحلها واتخاذ القرار الفعال و المناسب بشأنها .²

ب. المرحلة الثانية :جمع البيانات و المعلومات :إن فهم المشكلة فهما حقيقيا ،واقتراح بدائل مناسبة لحلها يتطلب جمع البيانات و المعلومات ذات الصلة بالمشكلة محل القرار

¹مشري حسناء ،مرجع سابق ،ص :132.

²عبد الباري دره،مرجع سابق ،ص:70.

ذلك أن اتخاذ القرار الفعال يعتمد على قدرة المستثمر في الحصول على أكبر قدر ممكن من البيانات الدقيقة و المعلومات المحايدة و الملائمة زمنيا من مصادرها المختلفة ،ومن ثم تحديد أحسن الطرق عليها ،ثم يقوم بتحليلها تحليلا دقيقا،ويقارن الحقائق و الأرقام ويخرج من ذلك بمؤشرات ومعلومات تساعده على الوصول إلى القرار المناسب .

يمكن تصنيف أنواع البيانات و المعلومات التي يستخدمها المستثمر إلى

- البيانات والمعلومات الأولية و الثانوية .
- البيانات و المعلومات الكمية .
- البيانات و المعلومات النوعية .
- الأمور و الحقائق .

ج. المرحلة الثالثة :

تحديد البدائل المتاحة وتقويمها :يتوقف عدد الحلول البديلة ونوعها على عوامل منها :
وضع المنظمة ،و السياسات التي تطبقها ،والفلسفة التي تلتزم بها ،وإمكاناتها المادية ،و الوقت المتاح أمام متخذ القرار ،واتجاهات المستثمر . متخذ القرار . وقدرته على التفكير المنطقي و المبدع ،الذي يعتمد على التفكير الإبتكاري الذي يركز على التصور و التوقع وخلق الأفكار مما يساعد على تصنيف البديل المتواترة وترتيبها و التوصل إلى عدد محدود منها .

د. المرحلة الرابعة :

اختيار البديل المناسب لحل المشكلة : تتم عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الأنسب وفقا لمعايير واعتبارات موضوعية يستند إليها المستثمر في عملية الاختيار وأهم هذه المعايير هي :³

³. معالي فهمي حيدر ،نظم المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية ،دار الجامعية ،الإسكندرية ، مصر 2002،ص:118.

. تحقيق البديل للهدف أو الأهداف المحددة ،فيفضل البديل الذي يحقق له كل الأهداف أو أكثرها .

. قبول المستثمر للحل البديل واستعداده لتنفيذه.

. درجة السرعة المطلوبة في الحل البديل ،والموعد الذي يراد الحصول فيه على النتائج المطلوبة.

. مدى ملائمة كل بديل مع العوامل البيئية الخارجية للمؤسسة مثل العادات و التقاليد .

. المعلومات المتاحة عن الظروف البيئية المحيطة .

. كفاءة البديل ،و العائد الذي سيحققه إتباع البديل المختار .

هـ. المرحلة الخامسة :

متابعة تنفيذ القرار وتقييمه :يجب على متخذ القرار اختيار الوقت المناسب لإعلان القرار حتى يؤدي القرار أحسن النتائج ،وعندما يطبق القرار المتخذ ،وتظهر نتائجه يقوم المستثمر بتقييم هذه النتائج ليرى درجة فعاليتها ،ومقدار نجاح القرار في تحقيق الهدف الذي اتخذه من أخله . لذا فعلمية المتابعة تنمي لدى متخذ القرارات أو مساعديهم القدرة ،على تحري الدقة والواقعية في تحليل أثناء عملية التنفيذ مما يساعد على اكتشاف مواقع القصور ومعرفة أسبابها واقتراح سبل علاجها .¹

4.4.أساليب اتخاذ القرارات .

يلجأ متخذي القرارات في أداء مهمتهم الرئيسية و المتمثلة في صنع واتخاذ القرارات إلى العديد من الأساليب التي تمكنهم من ذلك وتصنف خطوات لما يجب القيام به من أجل انجاز الهدف المنشود ،وفي هذا الصدد العديد من الأساليب والطرق صنع القرارات لا يسعنا ذكرها كلها ،لكن سنقتصر على ذكر أكثرها شيوعا وهي :

¹. معالي فهمي حيدر، نفس المرجع ،ص118.

1.4.4 أسلوب القرار المبني على التجربة العملية :

يعد الأسلوب التجربة العملية من الأساليب التقليدية التي تنطوي على استعمال وتكييف الإجراءات و الطرق المستخدمة سابقا في نفس المجال ،بمعنى آخر فإن متخذ القرار من خلال التجربة العلمية يقوم بأداء العمليات وانجازها كما هو معتاد ،لكي ينجح متخذ القرار فلا بد من تمايل الظروف و المجال الذي يتخذ فيه نفس القرار ،أي ما تم استعماله في الماضي وتكييفه لما يحدث في الوقت الحاضر ،مما يسمح ويساعد على سرعة التصرف و الإلمام بالمشكل دون العمل على دراسته وتشخيصه .

يسترشد متخذ القرار في هذا النوع من الأسلوب بالإحساس إضافة إلى معارفه وخبراته السابقة وممارسته في صنع القرار المناسب ،وباعتماده على قاعدة الخبرة العملية فهو يبادر مباشرة بحل المشكل الذي يواجهه دون التطرق للدراسة المسبقة للموقف ،كنتيجة لذلك فإن تكلفة حل المشكل و الوقت الموجه له منخفضة مقارنة بالأساليب الأخرى .

يعد هذا الأسلوب الأكثر انتشارا لنجاحه على المستوى العملي ،ولكن رغم المزايا التي يقدمها فهو لا يخلو من العيوب ،حيث لا يفسح مجالاً للإبداع و التجدد على اعتبار أن القرارات الصادرة اعتيادية ومرتبطة بالعادة بشكل كبير مما قد يحدث وأن لا يتماشى الوضع الحالي مع الوضع السابق لتكييف نفس القرار ،وطبعاً في ظل العوامل المغايرة تصبح العادات وحدها غير كافية لاتخاذ القرار الصائب¹.

5.4 أسلوب المواجهة واتخاذ القرار :

يدعى هذا الأسلوب بأسلوب القرارات الإبتكارية وفيه لا يسلك متخذ القرار المسلك المعتاد ويلجأ لتكييفه على الوضع الحالي ،بل يميل للتجديد و التطوير في أسلوب صنع قراراته

¹. عبد الباري دره ،مرجع سابق ،ص:72.

بتوظيف أفكار جديدة لمسايرة التطور و التغيير وتطبيق ما هو مستحدث ،حتى أنه ينتقل ميل التجديد و الإبداع للمحيطين به لتحقيق الأهداف .

لذا يعد هذا الأسلوب من أكثر الأساليب مخاطرة وذلك لأنه يقوم على التغيير و التجديد وتطبيق ما توصل إليه العلم ،كما يتطلب التحلي بالصبر لأن سرعة تنفيذ ما هو جديد قد تنتج مخاطر هامة .

5.4. أسلوب إتباع القادة :

هذا الأسلوب في صنع القرارات غالبا ما يصدر بناء على ما اتبعه القادة في النشاط الممارس ،وهذا الأسلوب يعد ناجحا وملائما للتطبيق عندما يقوم القادة بتطبيق المستحدث والجديد وذلك بقدراتهم على تحميل تكاليف البحوث و التطوير ،إذا ما ثبت نجاح الفكرة نجد أن الباقي يطبقون نفس الأسلوب القادة وتكون تكاليف البحوث و التطوير في حدها الأدنى . يعاب على هذا الأسلوب أنه قد لا يستطيع متخذي هذه القرارات تحمل الخسارة الناجمة عن فشل القرار الذي طبقه القادة في نفس المجال و القادر على تحمل المخاطر المحتملة . نتيجة لما سبق عرضه من أساليب اتخاذ القرار المختلفة و بالمقارنة بينها ،يمكن القول أنه لا توجد طريقة مثلى يمكن الاعتماد عليها كليا في صياغة مختلف الحلول و القرارات إزالة المشاكل المختلفة ،ويجب على صانع القرار الكفاء اختيار الأسلوب الذي يتوافق ويتلاءم مع ظروفه وإمكانياته الخاصة المتوفرة ،حتى أن بإمكانه التوليف بين أكثر من أسلوب مسترشدا بالظروف الراهنة ¹.

ومن ضمن الطرق المستخدمة لمعالجة الخطر وعدم التأكد في مجال تقييم المشاريع نجد:

¹مشري حسناء ،مرجع سابق ص ص (141-142).

أ- طريقة إدراج علاوة الخطر:

تعتمد هذه الطريقة على إدراج علاوة الخطر ضمن معدل خصم التدفقات، وهذه الطريقة تعتبر الأكثر استخداما لمعالجة الخطر في مجال تقييم المشاريع، وتحسب القيمة الحالية الصافية وفقا لهذه الطريقة كما يلي:

$$VAN_i = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\overline{CF}_t}{(1+i)^t}$$

حيث: \overline{CF}_t : متوسط التدفقات المتوقعة في الفترة t ، وتكتب أيضا $E(CF_t)$
 $i = i + p$: معدل الخصم المتضمن علاوة الخطر p ، و i هو معدل الخصم المطلوب لمشروع
 خال أو ضئيل المخاطر.

فهذه الطريقة تعتمد على رفع معدل الخصم في الحالة العادية بنسبة تتوافق والخطر المرتبط بالمشروع الاستثماري، وللتذكير فإن معدل الخصم يتناسب عكسيا والقيمة الحالية.
 وبطبيعة الحال كلما كانت مدة المشروع طويلة والأخطار المحتملة عنيفة، كلما ارتفعت علاوة الخطر المدرجة.

ب- طريقة المكافئ الأكيد:

حيث يتم ضرب التدفق النقدي في معامل تحويل α للاقتراب من قيمة يتوخى تأكدها، أي تحويل القيمة غير المؤكدة إلى مكافئها المؤكد، فإذا رمزنا إلى المكافئ الأكيد لتدفق نقدي في السنة t بالرمز CF_t^* تصبح القيمة الحالية الصافية كما يلي:

$$VAN_i = -I_0 + \sum_{t=1}^T \frac{CF_t^*}{(1+i)^t}$$

حيث: $CF_t^* = \alpha_t C_t$ و $0 < \alpha_t < 1$

1: معدل الخصم الخالي من الخطر.

10: الاستثمار الأولي.

5. تعريف القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري الخطوة المهمة في حياة المشروع الاستثماري، لذلك يسعى متخذ القرار إلى تعظيم عوائده المتوقعة في ظل توفر عدد كبير من الفرص الاستثماري. و يعتبر القرار الاستثماري من القرارات الأكثر خطرة وأهمية في حياة المشروع، ذلك لما يتضمنه من أموال ضخمة يخاطر بها المشروع في سبيل الحصول على عوائد مناسبة يتوقع حدوثها في المستقبل.

حيث عرفه بيرمان Bierman بأنه القرار الذي ينطوي على تخصيص قدر من أموال المؤسسة في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل، وهو عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد.¹

كما يعرف قرار الاستثمار على أنه كل قرار يتضمن ارتباط مالي ضخم لفترة زمنية طويلة بقصد الحصول علي عائد في المستقبل.²

وعرف القرار الاستثماري على أنه ذلك القرار الذي يؤدي إلى تكاليف ثابتة إضافية و بمجرد تنفيذه لا يمكن الرجوع فيه، تتوقع الإدارة من تنفيذه تحقيق أرباح مستقبلية لكنها أرباح غير مؤكدة الحدوث.³

وعرفه انتوني Anthony بأنه ذلك القرار الذي يتطلب قدرا من الأموال تخاطر بها المؤسسة إذا ما قبلت اقتراحا استثماريا.⁴

¹ Harold Bierman and Seymour Smidt .The Capital Budgeting Decision . Macmillan. NewYork.1971.P83

² سيد سليم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009 ، ص11

³ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، 2007، ص39

⁴ Robert N. Anthony. Jamess Reece. Management Accounting . New York. Five Edition . 1975. P629

يتضح من خلال التعاريف السابقة تعددت وجهات النظر حول مفهوم وأهمية قرار الاستثمار، حيث أغلبها تتفق أن قرار الاستثمار يعتبر من القرارات الأكثر خطورة وأهمية في حياة المشروع، ذلك ما يتضمنه من أموال ضخمة يخاطر بها المشروع في سبيل الحصول على عوائد في المستقبل.

وعند اتخاذ القرار الاستثمار يسعى متخذ القرار دائما إلى تعظيم العوائد المتوقعة غير أنه خلال سعيه نحو تحقيق هذا الهدف سوف يواجه عددا كبيرا من الفرص الاستثمارية وفي نفس الوقت العديد من القيود ولعل الخطر من أهم هذه القيود.

لاتخاذ القرار الاستثماري ما يتطلب القيام بالخطوات التالية:¹

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
 - تجميع البيانات اللازمة لاتخاذ القرار .
 - تحديد العوامل الملائمة التي من خلالها يتم تحديد العوامل الأساسية لاتخاذ القرار.
 - تقييم العوائد المتوقعة للفرص للاستثمارية.
 - اختيار البديل أو الفرص الاستثمارية للأهداف المحددة .
- بناء على ما سبق فإن اتخاذ قرار الاستثمار يعني المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المختلفة. وبالتالي، فإن مستثمري الأوراق المالية سوف يعملون على تحليل وإدارة استثمارهم وذلك من خلال إتباع مجموعة من الخطوات فيما يلي:

6. أهداف القرار الاستثماري

يهدف القرار الاستثماري إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الكمية التي نوجز أهمها في:

- تحقيق العائد المناسب والربحية المناسبة، بحيث يكون ذلك ملائمة لاستمرارية المشروع.

¹ حسين بلعجوز، الجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 17 .

- إيجاد سبل الحفاظ على رأسمال المشروع من النقصان والتآكل من خلال عملية الاستثمار.
- ضمان السيولة اللازمة لمواجهة الظروف الطارئة أو الالتزامات المترتبة على القرار الاستثماري.
- التفكير الدائم باختيار البدائل الاستثمارية التي تضمن تدفق الدخل وزيادته.

8. ظروف اتخاذ القرارات الاستثمارية

- **حالة التأكد:** هو الظرف المثالي لاتخاذ القرار لمعرفته بالبدائل المتاحة والظروف المحيطة بها والنتائج المترتبة عنها والأهداف التي ينشدها المستثمر.
- **حالة المخاطرة:** والتي يكون عندها متخذ القرار على بينة بالمعلومات الجزئية وغير الكاملة عند تقدير احتمال تحقق النتائج.
- **حالة عدم التأكد:** وهي حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها وتوزيعاتها الاحتمالية، وهنا يعتمد متخذ القرار على طبيعة التخمين التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية، ويعتمد هذا التقدير على معايير اتخاذ القرار فنجد المعيار التفاوضي إذ يختار أكبر عائد لكل بديل ومن ثم يتم اختيار أكبرها، والمعيار الثاني التفاوضي المتحفظ إذ يقع الإختيار على أقلها، وأخيرا المعيار التفاوضي إذ يتم عرض أقل عائد لكل بديل واختيار أكبر عائد من بينها.

وعليه يمكن استخلاص أهم خصائص القرار الاستثماري بظروف القرار نفسه كما يلي:

- العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث، نظرا لارتباط قرارات الإستثمار بعد المخاطرة وعدم التأكد واقترانها بالمستقبل.

- تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة العدول عنه دون تحقيق خسائر كبيرة، وهذا ما يتطلب المزيد من الدراسات العلمية المتخصصة والتي تكفل نجاحه بصورة سليمة في المستقبل.

المحور الرابع: الاستثمار في الأوراق المالية

1. مفهوم الاستثمار المالي

يقصد بالاستثمار بصفة عامة توظيف الأموال لفترة زمنية محددة بغرض الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل تعويضا عن تأجيل الاستهلاك بالوقت الحاضر وتحمل مخاطر الاستثمار والتضخم وتقلب تلك التدفقات. أما الاستثمار بالأوراق المالية فيتمثل في شراء وبيع أدوات الملكية وأدوات الدين لتحقيق عوائد في ظل مستويات محددة من المخاطرة.

ويقصد بالاستثمار: تضحية بالثروة الحالية (المؤكدة) لثروة في المستقبل (غير مؤكدة)، أو التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية.

ويرتبط هذا التعريف ببعدين أساسيين هما الزمن والخطر، فالتضحية تأخذ مكانها في الحاضر، وهي مؤكدة، أما العائد فيأتي في المستقبل، وهو عادة غير مؤكد.

2. مراحل الاستثمار في الأوراق المالية

يمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى خمس مراحل:

- الكشف عن الهدف المطلوب تحقيقه: فالمستثمر في الأوراق المالية عليه أن يحدد الهدف هل يتمثل في تحقيق أكبر عائد ممكن، أو يرغب في استقرار العائد نبهدف تحديد نوعية الأصول الإستثمارية.

- فيما يتعلق بمستوى الخطر المقبول: إن تحديد وتحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة وحساسية، فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تشكل في غالبيتها من الأسهم.

- تحليل السهم أو السند: حيث يجب دراسة وتحليل كل ورقة مالية وذلك بهدف التعرف على العائد والخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار، ومن ثم اختيار التشكيل الاستثماري.
- تشكيل وتكوين المحفظة المثلى: في ظل مستوى الخطر المقبول.
- عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة: للتعرف على الأهداف المحققة ومن ثم التوصل إلى عدد من الانطباعات التي تساعد في مجال التحليل والدراسة المستقبلية للأوراق المالية.

3- سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام، وعلى الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل بشكل خاص.¹ فهي إذا تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد تعود على كل من مصدري الأوراق المالية ومشتري الأوراق المالية (مستثمرين).²

ويمثل مصدر الأوراق المالية الهيئات الحكومية والمشروعات الخاصة جانب الطلب على الأموال، حيث تمكنهم سوق الأوراق المالية الحصول على احتياجاتهم التمويلية، تعمل الأسواق الأوراق المالية في الدول الرأسمالية على توجيه المدخرات للاستثمار في الصناعات التي تتميز بإنتاجية مرتفعة في رأس المال، كما تتمكن الحكومة أيضا من تمويل خططها الانفاقية بدلا من اللجوء إلى الأساليب التضخمية.

ويمثل المدخرون (مستثمرو الأوراق المالية) جانب عرض الأموال، وتبرز أهمية سوق الأوراق المالية في جعل الاستثمار في الأصول المالية أكثر جاذبية وقلل مخاطر، حيث تسمح

1 - حمزة محمود الزبيري، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة وراق للنشر والتوزيع، عمان ، الطبعة الأولى، 2001 ، ص.114

2 - عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص6

للمدخرين بالحصول على الأصول المالية مقابل عائد وإعادة بيعها بسرعة ويسر عند الحاجة لاسترداد الموال عند الحاجة أو عند الرغبة في تدوير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم. وتتم عملية تبادل الأوراق المالية بإحدى الوسيطتين: مباشرة حيث يقوم المقرضون بشراء الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات والحكومة مباشرة، وغير مباشرة حيث يقوم بشراء الأوراق المالية وسيط ثم يقوم ببيعها للأفراد.

1.3. أنواع أسواق الأوراق المالية

يكون مجال عمل سوق الأوراق المالية عند إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو عند تداولها بعد ذلك، ولذلك فهي تشمل.

أ. السوق الأولية (سوق الإصدار)

تتعامل هذه السوق في الأوراق المالية طويلة و متوسطة الأجل (الأسهم العادية، السندات... الخ) التي تصدرها الشركات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية، وتتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها، أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها، بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار، ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدارات في نفس الوقت الطلب عن الاستثمار.¹

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي:²

1 . محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005،

ص26

2 . عاطف وليم أندوراوس، مرجع سبق ذكره، 2005 ، ص 7.

- أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى ببنك الاستثمار أو المتعهد لعملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية، ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيطا بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة والجهة التي قررت إصدارها.
- أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تبيع الأسهم والسندات المصدرة.
- أسلوب المزاد، وبمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار، وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة.
- وتعد السوق الأولية هي الأولى التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات وسوق الاستثمار المالي للوحدات المشتريّة للأوراق المالية.

ب. السوق الثانوية (سوق التداول)

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية بين المستثمرين، حتى أصبحت تعرف بسوق الإصدارات القديمة. لذلك تعبر السوق الثانوية عن "المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً، والتي تترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء. وبالتالي لا تضيف التبادلات الجارية في هذه الأسواق أي رأسمال إلى الشركة أو المؤسسة التي تعود إليها.¹

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، ص62

والجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم من السوق الأولية، حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة لجملة الإصدارات.¹ فبدون هذه السوق يضطر الحملة للاحتفاظ بما لديهم من أدوات مالية حتى ميعاد استحقاقها، وبالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل استثمارا ماليا بحتا إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي.

وعليه فالسوق الثانوية تؤدي الوظائف أدناها:²

- تحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول فيما يسمى بعملية استكشاف السعر.
- إتمام المعاملات عند ذلك السعر بسرعة ويسر (توفير السيولة).
- المساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.
- ويتم التداول في السوق الثانوية باستخدام أحد الأسلوبين:
- أسلوب التفاوض، حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.
- أسلوب المزاد العلني، والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

وتتخذ السوق الثانوية شكلين هما:³

- السوق المنظمة وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحد أسعارها من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد في الكثير من الحالات.

¹ محفوظ جبار و سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة سطيف، 2006.

2 . عاطف وليم أندوروس، مرجع سبق ذكره ، 2005، ص ص 8-9.

3 - عاطف وليم أندوروس، مرجع سابق ذكره ، 2005، ص 9.

- **السوق غير المنظمة** ويطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة. فهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها. ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، وليس هناك مكان محدد لعقد الصفقات فيها، حيث يتم التعامل من خلال شبكة معقدة من الاتصالات الفورية التي تتمثل في خطوط تلفونية، أو أطراف الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال الالكترونية التي ترتبط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ويتحدد سعر الورقة في السوق غير المنظمة بالتفاوض. وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي تعرضها مختلف التجار وتتضمن السوق غير المنظمة أسواقا فرعية أخرى هي السوق الثالثة والسوق الرابعة.

و تمثل السوق الثالثة قطاعا من السوق غير المنظمة التي تتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق. وتنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى.¹

3.3. أنواع سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق مالية الإسلامية أحد عناصر السوق المالية الإسلامية التي تضم بالإضافة إلى ذلك البنوك الإسلامية ومؤسسات التأمين (تكافل). وتنقسم هي الأخرى إلى:²

أ. سوق الملكية، توفر المعاملات والأدوات المالية المتعلقة بالملكية مثل:

- شهادات الاستثمار.

¹ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2014، ص82

² Ahmad Audu Maijaki, "Principles of Islamic Capital Market", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences Vol 3, N°4, October 2013, P: 279.

- صناديق الاستثمار العقاري الإسلامي.

- المؤشرات الإسلامية.

- الملكية الخاصة.

ب. سوق الصكوك الإسلامية

وتعرف الصكوك الإسلامية بأنها تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول. أي أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.¹ وتضم عدة أنواع كما جاء في وثيقة هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسة المالية الإسلامية فيما يخص المعايير الشرعية للاستثمار في الصكوك كما يلي:²

- صكوك الملكية لحق الانتفاع بأصول موجودة.

- صكوك الملكية لأصول مستقبلية محددة.

- صكوك الملكية لخدمات جهة معينة.

- صكوك الملكية لخدمات مستقبلية محددة.

- صكوك السلم.

- صكوك الاستصناع.

- صكوك المرابحة.

- صكوك المشاركة.

¹ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودرها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين – مجلة الباحث، ورقلة، عدد 09، 2011، ص 254.

² Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley and Sons, Asia, 2009.

4.3. أنواع أدوات سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي: أدوات الملكية، وأدوات الدين، والمشتقات.

أ. أدوات الملكية

يمكن تقسيم أدوات الملكية إلى نوعين هما:¹

الأسهم العادية.

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، والقيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة. أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا انه يمكن أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم أو سهم كامل، وربما أكثر من ذلك عن كل سهم يملكه وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، وعادة عملية اشتقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الايرادية للشركة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة الطلب على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية.

ولا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المؤسسة المصدرة لاسترداد قيمته وإذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية، وفي حالة الإفلاس

1 . منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص8.

ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق.

وليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً وتقرر توزيعها. إلى جانب ذلك، يصبح صاحب السهم العادي له حق نقل ملكيته بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى، وأيضاً له الحق في التصويت في الجمعية العمومية إلى جانب ذلك فمسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال.¹

الأسهم الممتازة

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة، حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.²

والأصل في الأسهم الممتازة أن تكون تراكمية، بمعنى انه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيع لحملة الأسهم العادية، بيد أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات تكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحاً.

وبالنظر إلى الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فإن تكلفتها تتميز بالارتفاع النسبي إذا ما قورنت بتكلفة الاقتراض، ومرد ذلك أن توزيعات الأسهم الممتازة، كما سلف الذكر بخلاف

1 . عبد الغفار حنفي ورستمية قريبا، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص ص 264 - 265.

2 . عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 41.

السندات، لا تعد من التكاليف واجبة الخصم عند تحديد الدخل الخاضع للضريبة ومن ثم لا تحقق المؤسسة أي وفرات ضريبية. وإلى جانب ذلك، يتعرض حملة الأسهم لمخاطر أعلى من المخاطر التي يتعرض لها المقرضون، وتبعاً لذلك، يطالبون بمعدلات أعلى للعائد، في حين أن المقرضين يحصلون على عائد دوري دون النظر إلى نتيجة نشاط الشركة.

ب. أدوات الدين

تمثل أدوات الدين اتفاقاً تعاقدياً بين المقرض والمقترض، ترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلاً عن سداد قيمة أصل الدين. وترتب أدوات الدين فوائدها بأحد الأسلوبين: إما سدادها دورياً، أو من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة بسعر خصم يقل عن القيمة الاسمية للورقة المصدرة، على أن يتم استرداد كامل القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق. ويمكن تقسيم أدوات الدين تبعاً لجهة إصدارها إلى أدوات دين حكومية، وأدوات دين غير حكومية.

ويتم تقسيم أدوات الدين إلى مايلي :

أدوات الدين الحكومية

تؤدي الأوراق المالية الحكومية دوراً هاماً في الاقتصاد الكلي، فبالإضافة إلى أهميتها المالية باعتبارها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى كالقروض من البنوك التجارية، فإنها تكسب أهمية خاصة في مجال تطبيق السياسة النقدية.¹ إذ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الخطر والذي يتخذ كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى.

ويمكن تقسيم الأوراق المالية الحكومية إلى أذون الخزانة والسندات الحكومية.

1 . عاطف وليم أندوراوس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 19.

أ. أدونات الخزينة

تمثل أدونات الخزنة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. وتتميز أدونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن تعرض حاملها إلى خسائر رأسمالية. فالإذن عادة ما يباع بخصم أي بسعر أقل من قيمته الاسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر. وإذا ما قرر حامل الإذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق، فإنه يضمن - على الأقل - استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه.¹

ب. السندات الحكومية

تمثل السندات الحكومية صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد غير تضخمية، لتغطية العجز في الموازنة أو بهدف مكافحة التضخم. وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد يعطى حق إصدار تلك السندات للحكومات المحلية إلى جانب الحكومة المركزية.² وتتمتع سندات الحكومة المركزية بجاذبية أكبر من السندات التي تصدرها الحكومة المحلية، ذلك أن الأولى تتصف بتضاؤل مخاطر التوقف عن السداد، إذ يمكن للحكومة المركزية زيادة مواردها لخدمة الدين العام من خلال فرض ضرائب جديدة أو من خلال الإصدار النقدي، في حين أن الحكومات المحلية لا تتمتع بحق الإصدار النقدي وتتنخفض قدرتها على فرض الضرائب. وتصدر الحكومة المركزية الأمريكية سندات الخزنة لأجل تتراوح بين (7-30) سنة يحق لحاملها بيعها إلى طرف آخر دون انتظار تواريخ الاستحقاق. وقد تتضمن تلك السندات حق الحكومة في استدعاء السند بقيم وتواريخ محددة سلفا.

1 . منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 66، 67.

2 . عاطف وليم أندوروس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 20.

أدوات الدين غير الحكومية (سندات الشركات)

تمثل سندات الشركات أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي تمثل صكوكا قابلة للتداول، يعتبر حاملها دائما في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو نصف سنوي دون النظر للدخل الذي حققته الشركة. ولحملة السندات الحق في الحصول على فوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والعادية، كما لهم الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة.

وبخلاف حملة الأسهم العادية، فإن حملة السندات ليس لهم الحق في حضور الجمعية العمومية وليس لهم حق التصويت والتدخل في إدارة الشركة. والأصل في السندات أن تكون ذات عوائد داخلية، الأمر الذي قد يعرضها للتآكل بفعل معدلات التضخم المتزايدة. وقد أدى ذلك إلى ظهور السندات ذات العوائد المتغيرة، والتي تأخذ في الحسبان التغيرات في معدلات التضخم وأسعار الفائدة السوقية.

وعادة ما يتم سداد أصل السندات عند حلول تواريخ الاستحقاق، بيد أنه قد تصدر سندات قابلة للاستدعاء تتيح للمقترض استدعاءها. ويحدث هذا حينما تنخفض أسعار الفائدة بعد بيع السندات المصدرة، فيرغب المقترض في استعجال استحقاق السندات أي استدعائها، ويستبدلها بشراء سندات أخرى بأسعار فائدة أقل تتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. وفي مقابل حق الاستدعاء، يتعهد مصدر السند بسداد علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف للقيمة الاسمية للسند. ذلك أن الاستدعاء ينطوي على خطر يتعرض له حامل الورقة، إذ سيضطر إلى استخدام حصيلة الاستدعاء في شراء سندات أخرى ذات عوائد أقل.

ثمة نوع آخر من السندات يسمى بالسندات القابلة للتحويل، تعطي لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم العادية عند أي وقت، وفي مقابل تلك الميزة عادة ما تصدر تلك السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية.

ومن ناحية حماية السندات من مخاطر عدم السداد، يمكن تقسيم السندات إلى السندات المضمونة، حيث تقوم الشركة مصدرة السندات برهن بعض أصولها ضمانا للوفاء بالدين وفوائده، والسندات غير المضمونة والتي لا تكون مضمونة بأي نوع من الأصول.

5.3. المشتقات

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما واختيارا لشراء أو بيع أصل مالي. تشتق قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهما أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات). وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال.¹ وقد بدأ التعامل فيها مع أوائل السبعينيات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية. ولا يقتصر استخدام المشتقات بغرض التحوط ضد المخاطر في مجال الاستثمار المالي فقط بل يمتد إلى الأصول المالية الأخرى. وثمة أنواع من أدوات المشتقات لعل أهمها عقود الخيارات، العقود المستقبلية، والعقود الآجلة.

للمشتقات عدة أنواع يذكر منها ما يلي :

1.5.3. المشتقات المستقبلية

هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة، أو ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالية منظمة لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو لتسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل. وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما بصورة نقدية، أو في صورة أوراق

1 . عبدالكريم احمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، الطبعة الأولى، 2014 ، ص 81

مالية، وذلك لحماية كل طرق من المشكلات التي تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه.¹

وتهدف العقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد ومن ثم أسعار الأصول المالية. وتتم عملية تغطية المخاطر بأخذ مركز معاكس في السوق الآجلة للمركز الفوري.

وتختلف عقود المستقبلية عن الخيارات في أنه يكون للمشتري خيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات بينما يتعين على طرفي عقود المستقبلية إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد.

ورغم أن تنفيذ العقد المستقبلي إلزامي لكل من المشتري والبائع إلا أن هناك إمكانية أمام كل طرف للتخلص من التزامات العقد، وذلك بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل.

فلو أن المركز كان مركزا طويلا أي مركز المشتري فيمكن التخلص من التزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير أي مركز بائع على عقد مماثل.

2.5.3. العقود الآجلة

العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أي أنها اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي مقابل سعر معين محدد مسبقا، ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من الشركات، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.²

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا

1 . حسين بني هاني، المرجع سبق ذكره، 2002، ص 179.

2 . طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001، ص 12.

ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسمه سعر التسليم ووقت الدخول في العقد يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ويعني ذلك أن اتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئاً.

من التعريف لا تختلف العقود الآجلة عن المستقبلات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود ولا يوجد لها سوقاً ثانوية. وتبعاً لذلك، فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعاً في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات.

3.5.3 عقود الخيارات

مفهوم عقود الخيارات :

يعرف عقد الخيار بأنه اتفاق بين طرفين يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية معينة خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد وبسعر يتم الاتفاق عليه مقدماً، والأداة المالية يمكن أن تكون سهماً أو سنداً أو سعر فائدة، أو عملة أو أية أداة مالية متداولة في الأسواق المالية العالمية.¹

ونظراً لأن للمشتري حق الخيار في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمحرر عقد الخيار (البائع) مكافأة مالية غير قابلة للرد (علاوة)، تمثل ثمن شراء حق الخيار، وعلى الرغم من ذلك، فإن حق الخيار لا يعطي حامله حقاً مباشراً في ملكية الشركة المصدرة أو في أرباحها طالما لم يتم تنفيذه.

وعقد الاختيار يتضمن مجموعة من الأركان وهي :

1. حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار كندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص 171 .

-**مشتري الحق** : وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار) خيار البيع أو خيار الشراء (، من محرر العقد.

-**محرر الحق** : وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المشتري، مقابل مكافئة و يجب عليه التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك.

-**سعر التنفيذ** : وهو السعر الذي يتم تحديده للأصل عند إبرام العقد، ويتم التنفيذ على أساسه.

-**تاريخ الانتهاء أو التنفيذ** : وهو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد.

-**المكافئة أو العلاوة** : هو المبلغ المتفق على دفعه من مشتري حق الخيار أي محرر كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ .

أنواع عقود الخيارات

يوجد عدة أنواع لعقود الخيار في أسواق الخيار، وتستطيع القول إن من أهم هذه العقود عقود خيار الشراء، عقود اختيار البيع، من ثم يليها عقد الخيار على أسعار الفائدة، وخيارات مؤشرات السوق وغير من مستجدات عقود الخيار، والشكل الموالي يلخص أهم هذه العقود :

أ. **التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ** : وتنقسم إلى:

• **الخيار الأمريكي** : تتميز بأنها تستمر في ممارستها أو تعاملها حتى نهاية الفترة المتعاقد عليها.

• **الخيار الأوروبي** : تمارس الخيارات الأوروبية فقط في نهاية فترة صلاحيتها.

• **خيار برمودا** : هو خليط بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي حيث أن حامل هذا الخيار يستطيع التنفيذ في أوقات محددة ومعينة سلفا خلال الفترة المحددة لانتهائه.

ب. **التصنيف على أساس نوع الصفقة** : وتنقسم إلى:

• **خيار الشراء** : وهو عقد يتيح للمستثمر الحق في شراء أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ معين نظير مكافئة يدفعها مشتري حق الخيار لمحرره مقابل ممارسته لهذا الحق.

• **خيار البيع:** وهو عقد يتيح للمستثمر الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد نظير مكافئة يدفعها مشتري الخيار لمحرره مقابل ممارسته لحقه.

• **الخيار المزدوج:** وهو عقد يشمل حق خيار البيع وخيار الشراء.

ج. التصنيف على نوع الأصل: وينقسم إلى:

• **عقد خيار أسعار الفائدة:** وعقد يلتزم بمقتضاه بائع الحق بضمان الحد الأقصى لمعدل

الفائدة في حالة الاقتراض أو الحد الأدنى في حالة الاستثمار وبالجمع بينهما مقابل مكافأة أو علاوة يدفعها محرر العقد.

• **عقد خيار أسعار الصرف:** عقد خيار أسعار الصرف يعطي الحق للمشتري في إتمام

عملية بيع أو شراء كمية من عملة معينة في تاريخ محدد في المستقبل مقابل دفع علاوة للمحرر.

• **عقد خيار المؤشرات:** وهو عقد يكون موضوعه مؤشر ما لسوق المال ويمثل تشكيلة

مكونة من الأوراق التي لا يتم تسليمها.

د. من حيث التغطية:

تنقسم الخيارات حسب التغطية إلى:

• **عقود خيارات الشراء المغطاة:** هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول

موضوع العقد أي أنه يستطيع يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد.

• **عقود خيارات الشراء غير المغطاة:** هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول

موضوع العقد ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فان البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه.

• **هـ. التصنيف على أساس الربحية:** وتكون مربحة، غير مربحة ومتعادلة وهو ما يوضحه

الجدول الموالي:

جدول(1.1): تصنيف الخيارات على أساس الربحية

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار المربح
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار غير المربح
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ

مهما كان نوع الخيار فهو يتمتع بمجموعة من الخصائص والمتمثلة فيما يلي :

- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة مع دفع حق الممارسة حيث تعتبر العلاوة أو المكافأة هي ثمن مقابل المخاطر التي يتحملها الطرف الآخر بصرف النظر عن الظروف السائدة في السوق.
- يتميز عقد الخيار بأنه عقد نمطي لا يكن تغيير مواصفاته من قبل طرفي العقد، وهذا التتميط يشمل حجم العقد، تاريخه وسعره وقيود التنفيذ، حدود المراكز، نظام الهامش، والتسوية اليومية، كما أن هذا التتميط أدى إلى تسيير التداول وتوفير السيولة للعقد مما أدى إلى السرعة في تنفيذ الأوامر بتكلفة معاملات أقل.
- يحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتناسب مع العرض والطلب عليه في الأسواق المالية للأصل محل العقد، حيث أن عقود الخيار قابلة للتداول ويوجد علاقة فردية بين سعر الأصل في السوق وثمان عقد الخيار.
- لا يدفع صاحب عقد الخيار إلا ثمن العقد أي ثمن الخيار ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا قرر تنفيذها، وبذلك يمكن لصاحب العقد بعقد صفقات كبيرة في المستقبل.
- يمكن لصاحب عقد الخيار الاستفادة من سمة الرفع المالي من خلال دفع مكافأة قليلة نسبياً مقارنة بالقيمة السوقية للموجود الضمني بدلاً من شراءه نقداً واستغلال المبلغ المتبقي باستثماره في مجالات أخرى يتوقع أن يحصل من خلالها على إيرادات مرتفعة.

- إن ثمن الخيار قابل للزيادة أو النقصان، يرجع لذلك لمدة العقد ونوع الأصل وكذلك ظروف السوق المالية، وتزداد قيمة الخيار) ثمن الخيار (خلال مدة العقد وتصبح تساوي الصفر في نهاية العقد ويدفع ثمن الخيار عند الشراء أو البيع للعقد وليس له علاقة بثمن الأصل أو السلعة.

4.العوامل والمتغيرات التي تؤثر في قرار الاستثمار

هناك مجموعة من الاعتبارات الاقتصادية التي تؤثر في القرار الاستثماري خاصة فيما يتعلق بالعائد من الاستثمار والتي تضمن حماية لرأس المال المستثمر.

بالإضافة لعدة عوامل يتحكم فيها شعور المستثمرين والتفكير الذاتي، مما يجعل من الصعب دراسة وتحليل سلوك المستثمرين بطريقة رياضية واقتصادية، وقد تتضمن هذه الاعتبارات توفر المعلومات المالية التي توجه المستثمر في قراره الاستثماري.¹

يمكن تقسيم العوامل التي تؤثر في قرارات المستثمرين كآتي:

1-عوامل متعلقة بسوق الأوراق المالية:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على قرارات المستثمرين التي تتعلق بسوق الأوراق المالية التي يتم إيجازها في الآتي:

2.1.الثقة في القوائم المالية

تتغير القوائم المالية أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها سوق الأوراق المالية في تحديد وتعديل أسعار الأوراق المالية، وذلك لاحتواء القوائم المالية على معلومات مهمة ومفيدة لجمهور المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث تظهر أهمية تلك المعلومات في مساعدة

¹ Ozerol, H., Camgoz, S-M, & Karan, B.E. Determining the performance of individual Investors ;" The predictive role of demographic variables and trading strategies". International journal of business and social science, 2(18). (2011)pp 86-90.

جمهور المتعاملين في السوق لتصحيح وتعديل توقعاتهم عن عوائد الأوراق المالية ودرجة المخاطرة بها، الأمر الذي يكون له أثر فعال على حجم التعامل في تلك الأوراق المالية.

3.1. التقلبات الحادة في الأسعار

وتعني وجود حركة أسعار مفاجئة في السوق، تفسر هذه الظاهرة بأنها ترجع إلى دخول بعض المستثمرين الذين يعتزمون التخلص من بعض الأوراق الموجودة في محافظتهم فلجئوا إلى المضاربة على عمليات البيع والتي تطلب النزول إلى السوق لشراء كميات من الأسهم المطروحة في البورصة حتى يصل سعر الأسهم إلى المستوى الذي يرغب عنده بيع ما يملكه من أسهم وعندها يتخلص من تلك الأسهم محققا بذلك أكبر نسبة أرباح رأسمالية، ومن ثم يحدث انخفاض في السعر نتيجة للارتفاع المؤقت الذي نتج عن قرار بعض المستثمرين.¹

4.1. مستوى أداء المحللين وبيوت السمسرة

هناك دور كبير للمحللين وبيوت السمسرة في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية عن طريق مساعدة المستثمرين بما يقدمونه لهم من معلومات ليكونوا أكثر دقة في تقييم الورقة. ويرى البعض أن المحللين الماليين وبيوت السمسرة هم أهم مصدر من مصادر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمر مما يزيد من قدرته على اتخاذ قرار استثماري رشيد، وهذا بالإضافة إلى ما يقدمونه من نص والمشورة، وكتابة التقارير عن المؤسسة وتوقعات الأرباح.²

5.1. المخاطر الكلية للاستثمار

ترجع المخاطر الكلية للاستثمار إلى المصادر الموالية:³

¹ - صبري نوفل، مرجع سبق ذكره، ص140.

² - jones, C.P, "invelment : analysis and management", joen wiley and sous, N.Y, 1999, pp.126.127.

³ - jegadeesh, narsimhan, kim, jooghyuk, krishe, D, susans and lee, M.C charles, analysing the analysts when do recommendation add ralue" the journal of finance, vol.4, N°3-2000, pp.1083-1124.

1.5.1. مخاطر معدل الفائدة

تشير هذه المخاطر إلى أثر التقلب في معدلات الفائدة السائدة في السوق على عوائد الأوراق المالية حيث تتحرك أسعار الأوراق المالية.

1.5.1. مخاطر السوق

ترجع هذه المخاطر إلى التقلبات في سوق الأوراق المالية حيث تؤثر على أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم وترجع لعوامل خارجية مثل الكساد، الحروب والتغيرات الهيكلية في الاقتصاد.

3.5.1. مخاطر التضخم

يقصد بمخاطر التضخم مخاطر القوة الشرائية وترتبط هذه المخاطر بمخاطر معدلات الفائدة، حيث ترتفع معدلات الفائدة عادة عندما يزداد التضخم.

4.5.1. مخاطر الأعمال

وهي المخاطر المرتبطة بصناعة معينة تتميز ببعض الخصائص من شأنها زيادة حدة التقلبات في عوائد المشروع مثل صناعة الاتصالات.

5.5.1. مخاطر مالية

تشير هذه المخاطر إلى المخاطر التي ترتبط باستخدام القروض في تمويل المشروع حيث كلما زادت نسبة القروض إلى حقوق الملكية زادت التقلبات في العائد.

6.5.1. مخاطر السيولة

يقصد بها تلك المخاطر المرتبطة بالسوق الثانوية، حيث يتم تبادل الأوراق المالية فترتفع هذه المخاطر كلما زادت الفترة الزمنية اللازمة لبيع أو شراء الورقة المالية.

7.5.1. مخاطر سعر الصرف

ويقصد بها التقلبات في عوائد الأوراق المالية الناتجة عن التغيرات في أسعار الصرف.

8.5.1. المخاطر السياسية

وهي المخاطر الخاصة بدولة معينة، حيث ترجع أهمية هذه المخاطر إلى أنها تحدد مدى استقرار أو نجاح اقتصاديات الدولة، وبالتالي قيام المستثمرين بالاتجاه نحو الاستثمار الخارجي.

9.5.1. مخاطر الإدارة

تتمثل هذه المخاطر في مدى كفاءة القرارات المالية والإنتاجية والتسويقية التي تتخذ بواسطة الإدارة من حيث تأثيرها على مستويات أداء المشروع وبالتالي على القيمة السوقية للأوراق المالية.

2. عوامل متعلقة بنوعية وخصائص المعلومات

هناك العديد من العوامل التي تؤثر في قرارات المستثمرين والمتعلقة بنوعية وخصائص المعلومات ومنها:

1.2. توقيت نشر المعلومة

تظهر أهمية توقيت نشر القوائم المالية من خلال تأثير طول أو قصر فترة ما بين انتهاء السنة المالية وتاريخ نشر التقرير على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي توفير المعلومات في الوقت المناسب أي ما يعرف بخاصية التوقيت يعتبر أحد الخصائص المهمة لمعيار الملائمة للحكم على جودة المعلومات بمعنى أن توفير المعلومات في الوقت المناسب يساعد في تحسين كفاءة السوق من خلال القدرة على تقييم الشركات المدرجة أسهمها في السوق.

2.2.2. القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية

تلقى المعلومات المحاسبية اهتمام متزايدا من جانب المستفيدين منها خاصة المستثمرين في الأوراق المالية، وذلك لحاجاتهم إلى قدر أكبر من المعلومات عن أسعار وعوائد الأسهم في المستقبل القريب أو البعيد.

وتتقسم المعلومات التنبؤية في السوق إلى¹.

- الزيادة المتوقعة في المبيعات؛

- التنبؤات التي تعدها الوحدة الاقتصادية عن الأرباح وقيمة أسهمها.

- النظرة الاقتصادية المستقبلية للوحدة الاقتصادية

- مستقبل الصناعة أو الأنشطة التجارية للوحدة الاقتصادية

- المستقبل المرتقب للحياة التجارية والصناعية.

3.2.2. المعلومات الاقتصادية هناك العديد من المعلومات الاقتصادية والتي تفيد في اتخاذ

القرارات الاستثمارية منها ما يلي:

1.3.2.2. الإنتاج الإجمالي المحلي يمثل الإنتاج الإجمالي المحلي مؤشرا للحالة الاقتصادية

العامة فكلما زاد الناتج الإجمالي (مع ثبات التضخم والمعروض النقدي كلما دلّ على انتعاش

أسواق الأوراق المالية، والعكس صحيح، حتى تزيد فائدة هذا المتغير لمحلل الأوراق المالية

فيجب تقسيمه إلى مكوناته، وهي كما يلي:

- الإنفاق الاستهلاكي.

- الإنفاق الاستثماري.

- الإنفاق الحكومي.

- الفرق بين الاستيراد والتصدير.

2.3.2.2. معلومات القيمة المضافة تمثل مؤشرات الأداء مثل القيمة المضافة الاقتصادية،

والعائد النقدي على الاستثمار، والتدفقات النقدية المتبقية اتجاهها إيجابيا لزيادة فعالية المعلومات

المحاسبية².

¹ محمد عبد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998، ص42

² - على محمد حسن هويدي، المحتوى المعلوماتي لمؤشرات الأداء الحديثة، دراسة تجريبية على الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المصرية، المجلة العلمية والاقتصادية والتجارية، مصر، العدد الثالث، جولية 2004، ص517.

دور القيمة المضافة التحليل المالي:

* القيمة المضافة تعبر عن وجهة نظر اجتماعية، وبالتالي فهي تعتبر أحد التقارير الاجتماعية.

* الإفصاح عن القيمة المضافة يعد جزءا من قائمة الدخل وبالتالي تظهر قائمة القيمة المضافة كتقرير ملحق بقائمة الدخل.

* القيمة المضافة تستخدم بشكل كثيف في مجال التحليل المالي.

-**معلومات التدفقات النقدية:** تعتبر التدفقات النقدية أكثر موضوعية وأقل تأثير بتعددية البدائل المحاسبية وبالطبيعة التاريخية للمعلومات المحاسبية.

إضافة إلى أنها أقل عرضة للتلاعب من قبل الإدارة، لذلك فإن كثيرا من الاقتصاديين والمحللين الماليين يرون أن المعلومات التي تقدمها التدفقات النقدية أكثر ملاءمة للسوق من الأرباح المحاسبية.¹

3. عوامل متعلقة ببيئة الوحدة الاقتصادية

تتعدد العوامل التي تؤثر في قرارات المستثمرين والمتعلقة ببيئة الوحدة الاقتصادية منها:

3.1. التغيير في الطرق المحاسبية المستخدمة

يرى بعض الباحثين أن أثر تغيير الطرق المحاسبية المستخدمة في القياس المحاسبي له أثر طفيف، وإذا كان هناك أثر في تغيير سلوك أسعار الأوراق المالية فإن هذا الأثر يرجع لعوامل أخرى تسببت في إحداث هذا التغيير.

3.2. توزيعات الأرباح المدفوعة

تقلب وعدم استقرار قي سعر السهم ينعكس على نسبة عائد الورقة المالية إلى قيمتها السوقية أو الدفترية.

¹ - أمير أحمد السيد توني، قياس مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية لشركات المساهمة المصرية، المجلة العلمية لكية التجارة، جامعة الأزهر، العدد 125، 1998، ص223.

3.3. صافي نتيجة نشاط الوحدة الاقتصادية

التغيرات في صافي نتيجة نشاط الوحدة الاقتصادية من فترة إلى أخرى، غالبا ما يصاحبها زيادة مخاطر التشغيل التي تتعرض لها الوحدة الاقتصادية.

4.3. هيكل التمويل

حيث يعتبر من أهم العوامل المؤثرة على أداء السهم، كما أن من أهم المتغيرات الرئيسية التي تؤثر في قرار المستثمر فيما يتعلق بالأوراق المالية هو وجود هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية.¹

5.3. المخاطر (منتظمة وخاصة)

يرى بعض الباحثين أن أهم عامل مؤثر على قرارات المستثمرين هي:²

- المخاطر الخاصة بالسهم، حيث أن المستثمر يعطي اهتماما كبيرا للمخاطر الخاصة هو ما يختلق مع الفكر التمويلي من حيث وجوب تناسب العائد مع المخاطر المنتظمة وتتعرض الأوراق المالية لنوعين من المخاطر.³

- مخاطر منتظمة عامة، وهي تلك المخاطر التي لا يمكن السيطرة عليها أو إخضاعها للرقابة من طرف الإدارة أو المستثمرة وتشمل:

* مخاطر التوقف عن السداد

* مخاطر السوق

* مخاطر سعر الفائدة

¹ - خيرى علي مصطفى الجزيري، محددات أداء السهم في بورصة الأوراق المالية، دراسة لبعض المتغيرات الداخلية، مجلة المحاسبة والتجارة والتأمين، جامعة القاهرة، العدد 53، 1998، ص ص 87-88.

² - Borth,M, rebration bases accounting research umplication for financial reporting and opportunities for guture research" accounting and finance, vol,40, 2000, pp,7-31.

³ - نعيم فهم حنا، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد السياسات الاستثمارية وتقييم محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة الأزهر، العدد 17، 2000، ص46.

هذه المخاطر يجمعها سمة أساسية وهي أنها تصيب كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الشركة المصدرة لها.

- مخاطر غير منتظمة (خاصة)، وهي مخاطر يمكن تجنبها بتنويع مكونات محفظة الأوراق المالية، وتتضمن هذه المخاطر التغيرات التي تطرأ على سعر السهم، لذا فهي مخاطر تتفاوت من شركة لأخرى ومن قطاع لآخر بسبب تفاوت حساسية الشركة أو القطاع التطورات التكنولوجية.

4. عوامل متعلقة بالأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية

هناك عوامل تؤثر على قرارات المستثمرين وتتعلق بالأسهم ومنها:

1.4. مؤشرات تتعلق بالبرمجية المتوقعة

ومن أهم مؤشرات الربحية التي يهتم بها المستثمرين:¹

- ربح السهم المتوقع.
- معدل العائد المتوقع على حقوق المساهمين.
- معدل العائد المتوقع على رأس المال المستثمر.

1.1.4. ربح السهم المتوقع

ويمثل نصيب السهم الواحد من الأرباح المتوقعة التي تحققها الوحدة الاقتصادية في المستقبل، حيث تعتبر أداة من أدوات قياس أداء الوحدة الاقتصادية في المستقبل.

2.1.4. معدل العائد المتوقع على حقوق المساهمين

يوضح هذا المعدل كفاءة الإدارة في استغلال أموال أصحاب الشركة وقدرتها على تحقيق أرباح من تلك الأموال.

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص ص 225-226.

3.1.4. معدل العائد المتوقع على رأس المال المستثمر

يركز هذا المعدل على مدى قدرة الشركة على تحقيق عائد على جميع مصادر الأموال المستثمرة سواء كان مصدرها من حقوق أو مصادر خارجية.

5. عوامل مهنية وقانونية

توجد عدة عوامل مهنية وقانونية تؤثر على قرارات المستثمرين وأهمها:

1.5. نوعية المعلومات المتاحة

هناك العديد من المعلومات التي تتاح في السوق وتؤثر على قرارات المستثمرين منها:

- المعلومات المتعلقة بالظروف والأحوال الاقتصادية الدولية
- المعلومات المتعلقة بالظروف والأحوال الاقتصادية المحلية
- المعلومات المتعلقة بالصناعة التي تنتمي إليها الوحدة الاقتصادية
- البيانات والمعلومات المتعلقة بالوحدة الاقتصادية

2.5. المعايير والمبادئ المحاسبية

تساهم المعايير المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية الأمر الذي يزيد من كفاءتها، وبالتالي يحقق تطبيق المعايير المحاسبية المستحدثة العديد من المزايا، وينتج عنها معالجات منسقة تؤدي إلى زيادة قابلية المعلومات التي تحويها القوائم المالية للشركات المختلفة المقارنة، كما أن تبني المعايير المحاسبية على الأساس القيمة العادلة في تقييم الاستثمارات يؤدي إلى تقديم معلومات أكثر ملائمة لمستخدمي القوائم المالية.¹

3.5. القياس المحاسبي للاستثمارات في الأوراق المالية

تظهر مشكلة القياس المحاسبي للاستثمارات في الأوراق المالية بعد تاريخ الحياة حيث تتعدد أساليب القياس المحاسبي التي يمكن إتباعها وأسس القياس تختلف باختلاف طبيعة

¹ - sutte,; r, "corporate financial accounting and reporting financial times". prentice hall, harlow, england, 2000, pp 21-23.

الاستثمار وباختلاف المدة التي تتوقع الشركة الاحتفاظ باستثمار خلالها فالشركات عادة ما تقيم استثمارات بالتكلفة أو على أساس القيمة العادلة.¹

وبالتالي توفر المعلومة المالية يعتبر من أهم المتغيرات والعوامل التي تؤثر في ترشيد القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، حيث تتضمن المعلومات المتعلقة بحركة الأسعار، سمعة الشركة، موقع الشركة في الصناعة، الأداء السابق لأسهم الشركة، والأداء المتوقع.

غير أن فعالية المعلومة المالية كمحدد وعامل مؤثر في القرار الاستثماري يتوقف على قدرة المستثمر على تقييم وقياس التغيرات في المؤشرات الأساسية المتوفرة في التقارير، حيث يستعمل في هذا الإطار مجموعة من أدوات التحليل منها لتحليل المالي والنسب المالية، بالإضافة إلى بعض الأدوات الإحصائية التي تسمح بالتنبؤ وتقدير التغيرات في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى مؤشرات اقتصادية كلية. (حيث أن المعلومة المالية وعائد الشركة له تأثير كبير في قرار الاستثمار في الأسهم).²

فاكتساب المعلومة المالية له تأثير كبير في ترشيد قرار المستثمر الأمر الذي يؤدي إلى تحسين أداء المحفظة الاستثمارية. مما يتوجب على منظمي السوق المالية والاستشاريين الماليين توعية المستثمرين على ضرورة تحسين معارفهم في مجال التحليل المالي ومهاراتهم التجارية والاقتصادية كأدوات لعقلنة وترشيد القرار الاستثماري. وبالتالي تفعيل السوق المالية.³ كما على مسيري الشركات المدرجة في البورصة عرض معلوماتها المالية بصفة دورية من خلال نشر التقارير المالية في مواقع الإنترنت مع تحديثها بصفة مستمرة، الأمر الذي يجنب

¹ - مصطفى أحمد شامي، المحاسبة عن الاستثمارات المالية في ظل المعايير المحاسبية المعاصرة، دراسة اختيارية لمنفعة المعلومات المتعلقة بالقيم العادلة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد 3، 2000، ص361.

² Merika ; A.A. Economic Factors and individual investors Behaviour. Journal of applied Business, 20(4). 2008. pp93-98.

³ Joshwa Aromi, G. Namusenge, Maurice Skura. (2014). The effect of financial Information on Investment in Shares. A survey of retail investors in kenya. Interational journal of Business and commerce. 3 (8).pp 58-69.

عدم تماثل المعلومات ويضمن منافسة عادلة مما يعزز ثقة المستثمرين في دور المعلومة المالية في اتخاذ القرار الاستثماري.

5. تقييم الأوراق المالية

تعتبر القيمة الحالية الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية وتتطلب نماذج التقييم من افتراض أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها خلال مدة حياة هذا الأصل، ويتضمن اتخاذ قرار الاستثمار مقارنة القيمة الحقيقية أو الحالية للأصل المالي بقيمته السوقية للتأكد مما إذا تم تسعيره بشكل مناسب أم لا.

1.5. تقييم الأسهم

يتحدد السعر الحقيقي للسهم في البورصة غالبا وفقا لتقديرات المتعاملين للنتائج المحققة أو الأرباح الموزعة على المستثمرين، وغيرها من العوامل التي يمكن الاعتماد عليها في عملية التقييم، وهناك العديد من نماذج تقييم الأسهم، سنركز على أكثر النماذج شيوعا واستعمالا، والمتمثلة أساسا في نموذج التوزيعات المخصصة ونموذج مضاعف الربحية.

1.1.5. نموذج التوزيعات الخصومة

يقوم هذا النموذج على افتراض أن القيمة الحقيقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها نتيجة ملكيته للسهم، ممثلة في التوزيعات النقدية المتوقعة، ويمكن التعبير عن هذه الفكرة بالمعادلة التالية:

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

حيث : P_v : قيمة السهم عند الفترة t_0 .

K : معدل العائد المطلوب ($0 < k$).

D_t : مقدار التوزيعات المتوقعة في الفترة t .

ونظرا لاستمرارية نشاط المؤسسة عبر الزمن مما يعني استمرارية توزيعاتها بالتبعية لفترة غير محدودة، وبالتالي يمكن صياغة المعادلة السابقة على النحو التالي:¹

$$P_v = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

وانطلاقا من المعادلة السابقة، يمكن استنتاج ثلاثة نماذج أساسية لتقييم الأسهم هي:

1.1.1.5. نموذج النمو الصفري

يعبر نموذج النمو الصفري أو نموذج التوزيعات الثابتة على الحالة التي يكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، يعني هذا أن النمو الدوري لتلك التوزيعات يساوي الصفر وفي ظل هذه الفرضية يمكن صياغة المعادلة على النحو التالي:²

$$P_v = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+k)^t}$$

حيث:

$$D = D_0 = D_1 = \dots = D_{\infty}$$

وبما أن المعادلة السابقة عبارة عن متتالية هندسية، يمكن صياغتها على النحو التالي:

$$P_v = \frac{D}{k}$$

¹ -B.jacquillat & B.Solnik, les marches financiers, 3^{ème} édition, paris, 1997, p155

² - حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص304.

2.1.1.5. نموذج النمو الثابت

يعتمد هذا النموذج والمسمى أيضا بنموذج مايرون قوردين، حيث هذا النموذج على التوزيعات المدفوعة لجملة الأسهم في الشركة يتوقع أن تزداد وفق نمو ثابت حتى نهاية الحياة، من خلال هذا النموذج يمكن تبسيط معادلة القيمة الحقيقية للسهم وفق ما يلي:¹

$$P_v = \frac{D_t}{k - G} = \frac{D_0(1 + G)}{k - G}$$

حيث:

G: يمثل معدل نمو التوزيعات وهو ثابت

D₀: التوزيع الحالي في سنة التقييم

$$G < K$$

3.1.1.5. نموذج معدل النمو غير ثابت (متغير)

إن ثبات معدل نمو التوزيعات خلال فترة نشاط الشركة المصدرة هو افتراض غير منطقي، حيث يقوم هذا النموذج على أساس أن التوزيعات لا تنمو على وتيرة واحدة، باعتبار أن الكثير من الشركات خاصة حديثة النشأة منها التي يتم توزيعها بتقلبات في معدلات النمو.

ويمكن تقدير القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتسم معدلات نمو توزيعاتها بعدم الاستقرار

بالمعادلة التالية:²

$$P_v = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{D_m(1+G)}{k-G} \times \frac{1}{(1+k)^n}$$

¹ -A.choinel, Introduction à d'ingénieries financier, revues banque éditions, 3^{ème} édition, paris, 2002, p137.

² -A.Choinel, op-cit, p :138.

حيث:

n : تاريخ نهاية مرحلة النمو الغير العادي

G : معدل النمو الثابت الذي يستمر منذ نهاية مرحلة النمو الغير عادي.

2.5. نموذج مضاعف الربحية

يستخدم المحللون إضافة إلى نموذج خصم التوزيعات نموذج آخر وهو نموذج مضاعف الربحية، وهو عبارة عن حاصل قسمة السعر السوقي للسهم (سعر الإقبال) على ربحية السهم، وتغطي معادلته على النحو التالي:¹

مضاعف الربحية: السعر السوقي / الربح الصافي للسهم

ويشير هذا المؤشر إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة السهم من الأرباح السنوية التي يتوقع أن يحصل عليها حامل السهم.

3.5- تقييم السندات

بالرغم من أن السندات تعتبر أداة مهمة لتمويل شركات الأعمال، إلا أن التعامل بها غالباً ما يشهد انفصالاً بين التغيرات التي تطرأ على قيمتها وطبيعة النشاط أو أداء الشركة المصدرة للسند على عكس الأسهم، وعند محاولة تقييم السندات بغية الحصول على القيمة الحقيقية، لا بد من القيام بعملية استحداث التدفقات المستقبلية بمعدل خصم يمثل معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، ولتوضيح ذلك سوف نتناول ثلاث نماذج مستخدمة في تقييم ثلاث أنواع من السندات.

1.3.5.. نموذج تقييم السندات الدائمة

السند الدائم هو سند ليس له تاريخ استحقاق محدد يستطيع بمقتضاه حامل السند استرداد قيمته من الجهة المصدرة له، إلا ببيعه في البورصة² ويمكن تقييم هذا النوع من السندات من

¹ -Susbielle.J.F, comprendre la banse sur internet, paris 2001, p250.

² - إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص505.

خلال الاعتماد على المعلومات المتعلقة بمقدار وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في الفوائد ومستوى المخاطر الذي على أساسه يتحدد معدل العائد المطلوب على المستثمر (معدل الخصم) ولتوضيح ذلك تستعمل المعادلة الموالية:¹

$$P_v = \sum_{t=1}^{\infty} C_t (1+k)^{-t}$$

حيث:

P_v : هي القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم

C_t : الفائدة الدورية في نهاية السنة t

k : معدل الخصم

وبما أن C الفائدة الدورية ثابتة فإنه يمكن إعادة الصياغة كما يلي:

$$P_v = C \sum_{t=1}^{\infty} (1+K)^{-t}$$

وانطلاقاً من قوانين المتتاليات الهندسية فإن المعادلة السابقة تصاغ كما يلي:

$$P_v = \frac{C}{k}$$

2.3.5. نموذج تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد

تتمثل القيمة الحقيقية لهذه السندات في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة معبرا عنها بالفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند التي يتم استردادها عند نهاية تاريخ الاستحقاق، والمعادلة الموالية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات:²

$$P_v = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t} + \frac{S}{(1+k)^A}$$

¹ -F.Quittard – Pinon, Marché des capitaux et théorème economica. paris, 1998, p279.

² - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص72.

حيث:

F : القيمة الاسمية للسند

n : تاريخ الاستحقاق

\bar{k} : معدل العائد المتوقع - معدل المردود الداخلي

3.3.5. نموذج تقييم السندات القابلة للاستدعاء

يعطي بموجب هذا السند الحق للجهة المصدرة استدعائها في أي لحظة بعد تاريخ معين من إصدارها، مقابل سعر معين يطلق عليه سعر الاستدعاء، حيث يأخذ بالتدفقات النقدية عند التقييم والتي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء، والمعادلة الموائية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات:¹

$$P_v = \sum_{t=1}^A \frac{C_t}{(1+k)^t} + \frac{S}{(1+k)^A}$$

حيث:

S : سعر الاستدعاء

A : تاريخ الاستدعاء

6. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

يتم تقسيمها حسب الورقة المالية للمستثمر فيها كما يلي.

1.6- مخاطر الاستثمار في الأسهم: وتتمثل في:

أ- **مخاطر السوق**: تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية حيث تتحرك هذه الأسعار معاً استجابة لأحداث خارجية، فعندما يحدث تحرك في السوق بالأسهم

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص514.

صعودا وهبوطا فإن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها.

ب- **مخاطر الإدارة:** يقصد بها الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة ككل، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها.

ج- **مخاطر الصناعة:** تنجم هذه المخاطر في ظروف تخص الصناعة كوجود صعوبة في توفير الموارد الأولية اللازمة للصناعة، وجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع.

د- **مخاطر الأعمال:** تشير إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية المنشأة المستثمر في أسهمها والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيرات هذا الأداء. ويمكن حصر العوامل التي تؤثر في الأداء التشغيلي في:

- التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة.

- التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة.

- التغير في أسعار المدخلات.

هـ- **مخاطر الرفع التشغيلي:** يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي لتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وعلة هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف. وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زاد تباين العائد على السهم أي انخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي إلى انخفاض كبير في الربح التشغيلي، وتحسب الرافعة التشغيلية على النحو التالي:

$$\text{الرافعة التشغيلية} = \frac{\text{التغير في ربح التشغيل}}{\text{التغير في المبيعات}}$$

و- **مخاطر الرفع المالي:** ويقصد بالرافعة المالية التغير في أرباح السهم الواحد الناتجة عن تغير معين في صافي الربح قبل الفائدة والضريبة، ومخاطر الرافعة المالية نتيجة استخدام الشركة الأموال ذات الأعباء الثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، وتكمن المخاطر في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل مما يؤدي إلى الإنخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر، ويمكن حساب الرافعة المالية كما يلي:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{التغير في صافي الأرباح بعد الضرائب}}{\text{التغير في ربح التشغيل}}$$

ز- **مخاطر الإفلاس:** تنشأ عن عدم قدرة الشركة عن تسديد إلتزاماتها تجاه الغير نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ مشروع أو توسيع نشاطاتها، وتكمن هذه المخاطر بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم الكاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك الشركة.

المحور الخامس. ادارة المخاطر مخاطر في الاسواق المالية

استثمار في الاسواق المالية له وجهان، وجه يمثل العوائد التي تكون تتحقق، وجه آخر يمثل المخاطر التي تواجهه، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي يلائم عوائده مخاطره، بمعنى تحديد حجم العائد المراد الحصول عليه نظير المخاطر التي يتحملها المستثمر، ويربط عنصرا العائد والمخاطر معا في علاقة طردية بمعنى أنه كلما كان العائد المطلوب مرتفعا على استثمار معني فإنه يجب على المستثمر أن يهيئ نفسه لتحمل مخاطر على ناتجة عن عدم احتمال تحقيق هدف العوائد، والعكس صحيح.

1. قياس العائد و المخاطرة لورقة مالية واحدة (أصل مالي)

نميز هنا بين العائد الفعلي (الماضي) والعائد المستقبلي (المتوقع) مع الملاحظة أن المستثمر يشغله العائد المستقبلي:

1.1- قياس العائد و المخاطر باستخدام البيانات التاريخية:

أ- العائد المتوسط: عادة ما يتم قياس عائد أصل استثماري في حالة توفر بيانات تاريخية عنه باستخدام متوسط العائد.

$$\bar{R} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_t$$

R_t : العائد الفعلي في السنة t .

n : عدد السنوات.

ب- مقياس الخطر: يتم حسابه باستخدام مجموعة من المقاييس¹:

- التباين σ^2

- الإنحراف المعياري σ

¹ مجدوب خيرة، مرجع سبق ذكره، ص 67.

- المعامل الإختلاف CV

وتسمى بمقاييس التشتت.

مثال:توضح البيانات أدناه العائد على الاستثمار في أسهم شركة ما خلال أربع سنوات كالتالي:

السنة	معدل العائد على الاستثمار
2014	0,16
2015	0,15
2016	0,12
2017	0,05

المطلوب: حساب متوسط العائد والتباين والانحراف المعياري ومعامل الإختلاف؟
التباين:

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

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}$$

$$\bar{R} = \frac{1}{n} \sum R = \frac{1}{4} (16\% + 15\% + 12\% + 5\%) = 12\%$$

حساب خطر الاستثمار في أسهم الشركة:

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

$$\sigma^2 = \frac{1}{4-1} (0,16 - 0,12)^2 + (0,15 - 0,12)^2 + (0,1 - 0,1)^2 + (0,0 - 0,12)^2 = \mathbf{0,0025}$$

$$\sigma = \sqrt{0,0025} = \mathbf{0,050}$$

$$CV = \frac{6}{R} \times 100 = \frac{0,05}{0,12} \times 100 = \mathbf{0,42}$$

ج. قياس العائد و المخاطرة انطلاقا من توقعات مستقبلية:

في هذه الحالة يضع المستثمر تقديرا للعوائد وفق الاحتمالات معينة حسب الأوضاع الإقتصادية المستقبلية المتوقعة .

1- العائد المتوقع:

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

P_i : العائد المتوقع للإستثمار.

R_i : احتمال حدوث الحالة i .

2- المخاطرة: كما في البيانات التاريخية تتمثل في :

- التباين، الانحراف المعياري، معامل الإختلاف.

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - E(R))^2 P_i$$

$E(R)$: العائد المتوقع R_i : القيم التي يمكن أن يأخذها العائد.

P_i : احتمالات حدوث كل قيمة من القيم الممكنة للعائد.

n : عدد النتائج أو الحالات الممكنة.

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)} \cdot 100$$

مثال تطبيقي: يبين الجدول الموالي العائد المتوقع لسهم شركة النور في ظل مجموعة من الأوضاع الإقتصادية المحتملة من درجات احتمال حدوث كل حالة و مطلوب.

- حساب العائد المتوقع من الاستثمار لشركة نور.

- حساب درجة الخطر من الاستثمار في السهم الشركة (التباين، الانحراف المعياري معامل الإختلاف).

عائد السهم	الاحتمال	الحالة الإقتصادية
15%	40%	إزدهار
10%	50%	عادي
4%	10%	إنكماش

$$E(R) = 0,15 \times 0,4 + 0,1 \times 0,5 + 0,04 \times 0,1 = 11\%$$

حساب التباين:

$$\begin{aligned} \sigma^2 &= (0,15 - 0,11)^2 \times 0,4 + (0,1 - 0,11)^2 \times 0,5 \\ &+ (0,04 - 0,11)^2 \times 0,1 = 0,01 \end{aligned}$$

حساب الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{0,01} = 0,034$$

حساب معامل الإختلاف:

$$CV = \frac{0,034}{0,11} \times 100 = 29\%$$

ملاحظات: إذا رغبتنا في المقاضلة بين مشروعين فإننا نواجه الحالات الآتية:

1- إذا تساوى المشروعين في العائد فإنه يتم تفضيل المشروع ذو الخطر الأدنى (تباين و انحراف معياري أقل).

2- إذا تساوى المشروعين في درجة الخطر يتم تفضيل المشروع ذو العائد الاعلى.

3- إذا كان إحدى المشروعين أكبر من حيث العائد أو المخاطرة فإنه الفصل بينهما على أساس معامل الإختلاف تفضل المشروع ذو معامل الإختلاف الأقل.

2.العائد والمخاطرة لمحفظه استثمارية

1.2.تعريف المحفظه الاستثمارية

هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، فالمحفظه الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار و ذلك لأنها تتركب من أصلين أو أكثر ويتم التفرقة بين محفظه وأخرى بسبب نوعية الاستثمارات التي تحتويها، أو أنها عبارة عن مجموع القيم المنقولة متمثلة في الأسهم و السندات و التي تكون بحوزة مالكيها (المستثمر).

2.2.أنواع المحافظ الاستثمارية

1- **محفظه النمو:** وهي المحفظه التي تسعى للحفاظ على وتائر نمو العوائد، وفي هذا النوع من المحافظ تكون معدلات النمو المعياري الأساسي لاقتناء الأدوات الاستثمارية (أي اعتماد الأدوات التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظه و زيادتها).

2- **محفظه الدخل:** تركز محفظه الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية تحمله الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات. حيث أن غالبية الأشخاص الذين يفضلون محافظ الدخل إما يكونوا من صغار المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.

3- المحفظة المتوازنة: وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة مكوناتها وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين أقصر الأجل في المجال الأدوات التي تتصف.

3.2. العائد و المخاطرة في المحفظة الاستثمارية

1- العائد المحفظة في الحالة توفر بيانات تاريخية

يمكن حساب العائد الفعلي من المحفظة الاستثمارية باستخدام طريقتين: - طريقة النسبة - طريقة المتوسط المرجح (شائعة الاستخدام).

أ- طريقة النسبة:

يتم احتساب العائد بالصيغة التالية:

$$R = \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

حيث V_1 : قيمة المحفظة في نهاية الفترة. V_0 : قيمة المحفظة في بداية الفترة.

ب- طريقة المتوسط المرجح بالأوراق:

تقوم هذه الطريقة على ترجيح عائدات الاستثمارات حسب وزنها في المحفظة الاستثمارية ثم جمع المرجحة لجميع الاستثمارات المكونة للمحفظة الاستثمارية، حيث يمكن التعبير عن صيغة المعادلة كالتالي:

$$R_p = \sum_{i=0}^n W_i R_i = W_1 R_1 + W_2 R_2 + \dots + W_n R_n$$

حيث W_i : وزن المشروع (i) في المحفظة. R_i : عائد المشروع (i) في المحفظة.

يتم حساب الوزن النسبي لكل أصل من المحفظة على النحو التالي:

$$W_i = \frac{V_i}{\sum V_i}$$

مثال: محفظة استثمارية لرجل أعمال تبلغ قيمتها 1000000 دج تتكون من سهمين (A) و (B):

- قيمة الإستثمار في (A): 600000 دج.
- قيمة الإستثمار في (B): 400,000 دج.
- العائد من الإستثمار في (A): 8%.
- العائد من الإستثمار في (B): 15%.

المطلوب: حساب عائد المحفظة بطريقة النسبة وطريقة المتوسط المرجح؟

. حساب عائد المحفظة باستخدام طريقة النسبة

- قيمة المحفظة في بداية الفترة (V_0) هي: 1000,000 دج.
- لابد من تقدير قيمة المحفظة في نهاية الفترة (V_t)

$$V_t = 600000(1 + 0,08) + 400,000(1 + 0,15) = 1108000$$

$$R = \frac{V_1 - V_0}{V_0} = \frac{1108000 - 1000000}{1000,000} = 10,8\%$$

ثانيا: حساب عائد المحفظة باستخدام طريقة المتوسط المرجح

$$W_A = \frac{600000}{1000,000} = 0,6 \quad \text{- حساب الوزن النسبي:}$$

$$W_B = \frac{400000}{1000,000} = 0,4$$

$$R_p = 0,6(0,08) + 0,4(0,15) = \mathbf{10,80\%}$$

4. أهداف المحفظة المالية

تهدف المحفظة المالية بالدرجة الأولى إلى تقليل المخاطر بالإضافة إلى¹:

- المحافظة على رأس المال الأصلي
- التنويع الذي يحقق التوازن بين أصول المحفظة من أجل الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطرة
- قابلية التحويل إلى سيولة بأقصى سرعة ممكنة
- الحفاظ على مستوى دخل مستمر ومستقر
- النمو في رأس المال

5. سياسات تشكيل المحفظة المالية

هناك ثلاث سياسات متبعة وهي²:

- **السياسة الهجومية:** يوجه عادة نحو هدف تعظيم الأرباح من خلال عدم الاكتراث بالمخاطر وذلك اعتماداً على مبدأ البحث عن أقصى العوائد يعني القبول بأكبر المخاطر، وهنا غالباً ما يجري التركيز على تداول الأسهم العادية وأدوات السوق النقدية، ويطلق على هذا النوع من المحافظ بمجان رأس المال.
- **السياسة الدفاعية:** تقوم على التحوط والحذر وتجنب المخاطر الكبيرة والعمل بشفافية وقبول مستوى مستقر من العوائد المنتظمة، وفق هذه الإستراتيجية يتم التأكيد غالباً على السندات الحكومية والأسهم الممتازة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ محفظة الدخل.

¹ - أحمد معجب العتيبي، الأوراق المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الاسلامي، الطبعة الاولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الاردن، 2016، ص42.

² - محمد عوض عبدالجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في بورصة الاسهم، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2006، ص23.

■ **السياسة المتوازنة:** وهي تجمع بين الإستراتيجيتين السابقتين، وذلك بغرض تحقيق أقصى كفاءة اقتصادية للمحفظة عند قبول هامش محدود، وعليه تقوم سياسة المحفظة على أساس توزيع رأس مالها إلى قسمين:

- الاستثمار في أدوات الاستثمار ذات عائد مرتفع ودرجة المخاطر العالية.
- اختيار أدوات ذات دخل ثابت والتي لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق.

العائد المتوقع ومخاطر محفظة باستخدام التوقعات المستقبلية:

لحساب العائد المتوقع من محفظة استثمارية لابد من معرفة:

- 1- عدد الاستثمارات في المحفظة.
- 2- أدوات كل الاستثمارات في المحفظة.
- 3- العائد المتوقع من كل استثمار (عائد الأصل).
- 4- احتمال حدوث الظروف الإقتصادية المحتملة.

حساب العائد المتوقع من المحفظة الإستثمارية

يمكن استعمال الصيغة الحالية لحساب العائد المتوقع من المحفظة الاستثمارية:

$$E(R)_p = \sum_{i=0}^n W_i E(R_i)$$

حيث:

W_i : وزن المشروع (i) في المحفظة.

$E(R_i)$: العائد المتوقع من المشروع (i) في المحفظة.

حيث العائد المتوقع لأي مشروع يساوي مجموع العائد المحقق للمشروع عند حالة اقتصادية ضرب احتمال تحقق الحالة الاقتصادية.

مثال تطبيقي: محفظة استثمارية قيمتها 25000 دج. مكونة من أسهم شركتين (أ) و (ب)، قيمة الاستثمار في (أ): 15000 دج. قيمة الاستثمار في (ب): 10000 دج. الحالات الاقتصادية واحتمال حدوثها والعائد المتوقع من كل مشروع موضحة كما يلي:

العائد المتوقع لكل استثمار		إحتمال الحدوث	الحالة الاقتصادية
الإستثمار (ب)	الإستثمار (أ)		
2%	5%	0,5	ركود
20%	15%	0,5	إزدهار

الحل:

العائد المتوقع (ب)	العائد المتوقع (أ)	الإحتمال	عائد (ب)	عائد (أ)	العائدات الاقتصادية
1	2,5%	0,5	2%	5%	ركود
10	7,5	0,5	20%	15%	إزدهار
11%	10%				العائد المتوقع

تمارين مقترحة

التمرين الأول:

أجب ب:صح أو خطأ ، مع التعليل:

1. يكون متخذ القرار في حالة المخاطرة على بينة بالمعلومات الجزئية و الغير الكاملة عن تقدير احتمال تحقق النتائج.
2. يعتبر الانحراف المعياري أكثر المقاييس الإحصائية استخداما كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي.
3. في حالة التأكد يعتمد متخذ القرار على طبيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية.
4. يتناسب معدل الخصم طرديا مع القيمة الحالية الصافية.
5. معامل الاختلاف مقياس نسبي لدرجة تشتت يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد.
6. التباير هو مقياس خاص لقياس تشتت عوائد سهمين فأكثر.
7. العائد المتوقع هو مجموع ضرب احتمالات تحقق الحالة الاقتصادية في عوائد السوق.
8. كلما ارتفعت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على انخفاض مستوى الخطر المالي.
9. تنخفض قيمة الحالية الصافية كلما انخفضت نسبة معامل التحويل.
10. يقيس الانحراف المعياري درجة تشتت قيم المتغير المتغير المالي موضوع الدراسة حول القيم المتوقعة له.

التمرين الثاني:

مشروعان A وB يحققان التدفقات النقدية السنوية الصافية واحتمالات حدوثها في ظل الحالات الاقتصادية المختلفة كما يلي:

المشروع B	المشروع A	احتمال تحقق حالة الاقتصادية pi	حالة الاقتصادية
2000	3000	0.10	كساد كبير
3000	3500	0.20	كساد منخفض
4000	4000	0.40	ظروف طبيعية
5000	4500	0.20	رواج منخفض
6000	5000	0.10	رواج كبير

المطلوب:

- تحديد مقدار القيمة المتوقعة للتدفق النقدي ودرجة مخاطرة المشروعين؟

التمرين الثالث:

- أجب عن الأسئلة الموالية:

- بعد إعطاء مفهوم إدارة المخاطر المالية ، حدد استراتيجيات إدارة المخاطر؟
- حدد خصائص كل من العقود الآجلة والمستقبلية ؟
- قارن بين طريقتي علاوة الخطر والمكافئ الأكيد في تقييم مخاطر المشاريع؟

التمرين الرابع:

أصل استثماري تكلفته 1.1 مليون دينار مدته ثلاث سنوات ينتظر منه تحقيق الإيرادات

التالية في ظل أربع حالات للطلب:

ظروف الطلب	الاحتمالات	السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة
ضعيف	0.1	300	500	250
متوسط	0.4	500	600	600
قوي	0.3	600	700	600
قوي جدا	0.2	700	900	800

المطلوب:

-أحسب التوقع الرياضي للقيمة الحالية والانحراف المعياري لهذه التدفقات، مع العلم أن معدل الفائدة

في السوق هو 08%؟

- أحسب معامل الاختلاف؟

التمرين الخامس:

- إذا كان معامل الارتباط 0.42 وتباين السوق 0.0088، والانحراف المعياري للمشروع 0.1367 ،
احسب تباين السوق مع المشروع ؟

- يبلغ عائد المتوقع لسهم شركة (A) 1000 دج و الانحراف المعياري 100 دج، و في حين يبلغ
تباين سهم الشركة (B) 14400 دج، و عائدته المتوقع 2000 دج، أي المشروعين أكثر مخاطرة من
الآخر؟ ولماذا؟

أولاً: المراجع بالغة العربية

1. اسامة عزمي سلام وشقيري موسى، إدارة الخطر و التأمين ، الطبعة 2، دار الحامد للنشر و التوزيع، 2012.
2. أمير أحمد السيد توني، قياس مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية لشركات المساهمة المصرية، المجلة العلمية لكية التجارة، جامعة الأزهر، العدد 125، 1998.
3. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
4. إيهاب مقابلة وآخرون، الاقتصاد و التمويل .
5. بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011.
6. جورج ريجدا، مبادئ تعريب، محمد توفيق البلقيني و ابراهيم محمد مهدي، إدارة الخطر والتأمين ، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2007.
7. حليلة بزار، المشتقات المالية ومكانتها في ادارة مخاطر الصيرفة الاسلامية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم الاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية – قسنطينة – 2015، 2016.
8. حسين بلعجوز، الجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
9. حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار كندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
10. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
11. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
12. خيرى علي مصطفى الجزيري، محددات أداء السهم في بورصة الأوراق المالية، دراسة لبعض المتغيرات الداخلية، محلة المحاسبة والتجارة والتأمين، جامعة القاهرة، العدد 53، 1998.
13. ربيع بوصبيح العايش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية " تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي الفقري الفترة 207-2011"، مذكرة لاستكمال متطلبات الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
14. موسى عمر مبارك ابو محمد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة، تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية و المصرفية، 2008.
15. محمد العامري ، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2013.

16. محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية، (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005/1425.
17. طارق عبد العال حماد، ادارة المخاطر، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008.
18. عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2009.
19. مهند حنا نقولا، ادارة مخاطر المحافظ الائتمانية، دار الراية، عمان، الاردن، 2010.
20. عيد أحمد ابوبكر ووليد اسماعيل السيفو، إدارة الخطر والتأمين ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2009.
21. عمر حميدات، الهندسة المالية كمدخل لإدارة المخاطر في ظل الأزمات المالية حالة البلدان العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير تخصص نقود مالية، جامعة الجزائر 03، 2018.
22. قوتال ابتسام، محاضرات مقياس تسيير المخاطر المالية، تخصص مالية المؤسسة، الطبعة الأولى، جامعة الجزائر 03 جوان 2003.
23. معالي فهمي حيدر، نظم المعلومات مدخل لتحقيق الميزة التنافسية، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2002.
24. سيد سليم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
25. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، 2007.
26. حمزة محمود الزبيري، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة وراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2001.
27. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
28. محمد صالح الحناوي، جلالى إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
29. هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
30. محفوظ جبار و سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة سطيف، 2006 .
31. مصطفى يوسف كافي، تحليل وادارة بورصة الاوراق المالية ،دار مؤسسة رسلان ،سوريا ، 2014.
32. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودرها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين – مجلة الباحث، ورقلة، عدد 09، 2011.

33. منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
34. عبد الغفار حنفي ورستمية قريباقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
35. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
36. عبدالكريم احمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
37. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001.
38. محمد عبد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998.
39. على محمد حسن هويدي، المحتوى المعلوماتي لمؤشرات الأداء الحديثة، دراسة تجريبية على الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المصرية، المجلة العلمية والاقتصادية والتجارية، مصر، العدد الثالث، جويلية 2004.
40. نعيم فهم حنا، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد السياسات الاستثمارية وتقييم محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة الأزهر، العدد 17، 2000.
41. مصطفى أحمد شامي، المحاسبة عن الاستثمارات المالية في ظل المعايير المحاسبية المعاصرة، دراسة اختيارية لمنفعة المعلومات المتعلقة بالقيم العادلة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد 3، 2000.
42. محمد شاهين، تحليل وتقييم محافظ الاوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017.
43. بن علي بلعزوز واخرون، إدارة المخاطر المالية، الطبعو الاولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
44. مجدوب خيرة، محاضرات منشورة في إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ادارة مالية، جامعة ابن خلدون، الجزائر، 2019-2020.
45. أحمد معجب العتيبي، الأوراق المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الاسلامي، الطبعة الاولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الاردن، 2016.
46. محمد عوض عبدالجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في بورصة الاسهم، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2006.

مراجع باللغة الاجنبية

47. The institute of internal auditors, international standards for the Professional practice of internal audit.

48. Basel committee on banking supervision, principes for the Sound management of operational risk, Switzer land, january 2011.
49. Harold Bierman and Seymour Smidt .The Capital Budgeting Decision . Macmillan. NewYork.1971.
50. Robert N. Anthony. Jamess Reece. Management Accounting . New York. Five Edition . 1975.
51. Ahmad Audu Maijaki, "Principles of Islamic Capital Market", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences Vol 3, N°4, October 2013.
52. Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley and Sons, Asia, 2009.
53. Ozerol, H., Camgoz, S-M, & Karan, B.E. Determining the performance of individual Investors ;" The predictive role of demographic variables and trading strategies". International journal of business and social science, 2(18). (2011).
54. jones, C.P, "invelment : analysis and management", joen wiley and sous, N.Y, 1999.
55. jegadeesh, narsimhan, kim, jooghyuk, krishe, D, susans and lee, M.C charles, analysing the analysts when do recommendation add ralue" the journal of finance, vol.4, N°3-2000.
56. Borth,M, rebration bases accounting research umplication for financial reporting and opportunities for guture research" accounting and finance, vol,40, 2000.
57. sutte,; r, "corportate financial accounting and reporting financial times". prentoce hall, harlow, england, 2000.
58. Merika ; A.A. Economic Factors and individual investors Behaviour. Journal of applied Business, 20(4). 2008.
59. Joshwa Aromi, G. Namusenge, Murrice Skura. (2014). The effect of financial Information on Investment in Shares. A survey of retail investors in kenya. Interational journal of Business and commerce. 3 (8).
60. B.jacquillat & B.Solnik, les marches financiers, 3ème édition, paris, 1997

61. A.choinel, Introduction à d'ingénieries financier, revues banque éditions, 3ème édition, paris, 2002.
 62. Susbielle.J.F, comprendre la banse sur internet, paris 2001.
 63. F.Quittard – Pinon, Marché des capitaux et théorème economica. paris, 1998.
 64. Abdelkader BELTAS, « la titrisation : instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire », édition Légende, 2007.
 65. Eales. Brian A , « Financial Engineering » mcgraw-hall, /1st. ed.2000.
 66. Elie COHEN, « Penser la crise :Défaillance de la théorie du marché de la régulation », édition Fayard , Paris, 2010.
 67. François-Eric RACICOT, Raymond THEORET, »Finance computationnelle et gestion des risques :ingénierie financière avec application EXCEL (Visual Basic) et Matlab », presse de l'université du Québec, Canada, 2006.
 68. François DESMICHT , « Pratique de l'activité Bancaire », édition Dunod, Paris, 2004.
 69. Joseph Antoine, Marie-Claire CAPIAU-HUART, « Dictionnaire des marchés financiers », de Boeck Université, Belgique, édition Pages Bleus, 2010.
 70. Laure KLEIN, « la crise des subprime :origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation », revue banque édition, 2008.
 71. Thierry GRANIER, Corynne JAFFEUX, « la titrisation : aspects juridique et financier », édition Economica, Paris, 1997.
- Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, éditions les Echos « EYROLLES », mars 2009.