جامعـــــــة يحى فارس بالمدية

كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير

محاضرات في المحافظ الاستثمارية

(المطبوعة الثانية)

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية تخصص إقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الدكتورة:

سعـــيدي فاطمـــــــة الزهـــــــراء

السنة الجامعية 2017-2018

فهرس المحتويات

العـــــنوان	رقم الصفحة
فهرس المحتويات	
مقدمة	أ– ب
المحور الأول: مفاهيم أساسية حول قرار الاستثمار	**08**
مقدمة المحور الاول	09
1- مفاهيم عامة حول الاستثمار	10
2- قرار الاستثمار	**21**
خلاصة المحور الأول	31
قائمة مراجع المحور الاول	32
المحور الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار	33
مقدمة المحور الثاني	34
1- عوائد الاستثمار في الأوراق المالية	35
2- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.	38
خلاصة المحور الثاني	49
قائمة مراجع المحور الثاني	50
المحور الثالث: بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية	51
مقدمة المحور الثالث	52
1- مفاهيم عامة حول المحافظ الاستثمارية	53
2- المحفظة المالية، تعريفها، أنواعها و أسس تكوينها و إدارتها	55
خلاصة المحور الثالث	61
قائمة مراجع المحور الثالث	62
المحور الرابع: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	63
مقدمة المحور الرابع	64

1- أساسيات النموذج	65
2- الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية	66
خلاصة المحور الرابع	67
قائمة مراجع المحور الرابع	68
المحور الخامس: المشتقات المالية	69
مقدمة المحور الخامس	70
1- مفهوم المشتقات المالية	71
2- منافع استخدام المشتقات المالية	71
3- المتعاملون بالمشتقات المالية	74
4- مخاطر التعامل بالمشتقات المالية	74
5- أنواع المشتقات المالية	75
خلاصة المحور الخامس	95
قائمة مراجع المحور الخامس	96
قائمة مراجع المطبوعة	97

مقدمة

تعتبر الاسواق المالية من بين الآليات المهمة في تمويل أي إقتصاد، فهي أداة ربط ما بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي تنقسم إلى نوعين رئيسيين وهما الأسواق النقدية وأسواق رأس المال، وبالرغم من أن تمويل الاقتصاد في الأول كان يرتكز على الجهاز المصرفي كما أن عملية الاستثمار كانت تتركز في البنوك إلا أن ظهور الأسواق المالية أدى إلى ظهور مصطلح جديد ألا وهو نظرية المحفظة المالية والتي أصبح أي مستثمر يرغب في اتخاذ قرار الاستثمار في هذه المحفظة، مع البحث عن آليات إدارتها والتحوط من مخاطرها باستخدام المشتقات المالية.

وفي هذا السياق ومن هذا المنطلق سوف نتطرق في هذه المطبوعة إلى عدة نقاط تم التفصيل فيها بدءا بإعطاء مفهوم القرار الاستثماري ومن ثم أنواعه و مراحله بالإضافة إلى عوائد ومخاطر الاستثمار، ومن ثم التطرق إلى المحافظ الاستثمارية تعريفها، أنواعها وآليات إدارة المحافظ الاستثمارية وكذا آليات تسعير الأصول الرأسمالية، والتطرق إلى المشتقات المالية التي تعتبر من بين منتجات الهندسة المالية التي ساعدت في عملية المضاربة والتحوط. ومحاور هذه المطبوعة هي محاور وفقا للمقرر الدراسي الوزاري وفي حدود الحجم الساعي المحدد، وهي مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، وتهدف إلى تمكين الطالب من التعرف على الأدوات المختلفة للاستثمار وكذا استيعاب المبادئ الأساسية في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية بعد تخرجهم للحياة العملية، **هذا ويمكن الاشارة إلى أنني لم أتوسع في بعض المحاور ولم أتطرق إلى الجانب التطبيقي نظرا لأن الطالب سوف يدرس نفس المحاور و بالتفصيل ومع الجانب التطبيقي في السنة الثانية ماستر (السداسي الأول) مقياس تسيير المحافظ الاستثمارية.** وعليه سيتم تقسيم هذه المطبوعة إلى خمس محاور وهي:

- **المحور الأول: مفاهيم أساسية حول قرار الاستثمار.**
- **المحور الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار.**
- **المحور الثالث: بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية.**
- **المحور الرابع: تسعير الأصول الرأسمالية.**
- **المحور الخامس: المشتقات المالية.**

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث في مدى الأهمية التي تكتسيها المحافظ المالية، وذلك في محاولة للباحث للتوصل إلى نشر آليات تكوين المحافظ وإدارتها لدى الطالب، بإعتبارها أحد الركائز الأساسية في نمو وتطوير الأسواق المالية. كذلك تنبع الأهمية في محاولة الباحث لإبراز بعض الأدوات الخاصة التي تمكن من مواجهة مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية ومن بينها التعامل بالمشتقات المالية.

أهداف البحث:

يهدف هذا المقرر إلى تزويد الطلبة بأساسيات المحافظ المالية، من ناحية المفاهيم، الأنواع، و كيفية تكوين محفظة في الاسواق المالية من خلال ابراز مختلف المراحل المتبعة في تكوينها وإدارتها ، وكيفية مواجهة المخاطر عند تكوين المحافظ المالية، باستخدام المشتقات المالية بأنواعها.

منهج البحث:

حتى نتمكن من تزويد الطالب بأساسيات المحافظ المالية، قمنا بإتباع المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وذلك من خلال جمع البيانات وتحليلها وتنظيمها كما استعملنا المنهج التاريخي كدراسة لنشأة المشتقات المالية بأنواعها، رغبة منا إلى الوصول إلى الأهداف المرجوة وإنجاز دراستنا على أكمل وجه.

المحور الأول: مفاهيم أساسية حول قرار الاستثمار

مقدمة المحور الأول:

إن قرار الاستثمار هو القرار الاستراتيجي المهم سواء في حياة الافراد أم المؤسسات و هو قـــرار يحتـــاج إلى الكثير من الخبرة والمعرفة، وقرار الاستثمار الذي نتحدث عنه هو قرار الاستثمار في الأوراق المالية ولـــيس أي نـــوع استثماري آخر. قرار الاستثمار في البورصة يستلزم الخبرة والمعرفة التامة بآليات التعامل لأن اختيار توقيت الاســـتثمار في حد ذاته يستلزم الخبرة والمعرفة التامة بجوانب التعامل وكذا الأوراق المالية .الهدف الرئيســـي مـــن الاســـتثمار في الأوراق المالة هو تحقيق العائد على الأموال المستثمرة. وسوف نتطرق في هذا المحور إلى ما يلي:

أولا– مفاهيم عامة حول الاستثمار.

ثانيا– قرار الاستثمار.

أولا– مفاهيم عامة حول الاستثمار:

يعتبر الاستثمار من بين الاليات المهمة في رفع آداء الاقتصاد في أي دولة ، فالدولة التي تزيد فيها نسبة الاستثمار يمكن أن تحقق عوائد لخدمة التنمية الاقتصادية.

1– تعريف الاستثمار:

تعد كلمة الاستثمار من الكلمات التي صعب وضع تعريف محدد لها لأن نظرة الافراد إلى عملية الاستثمار وطبيعته تختلف باختلاف ظروفهم والمهن التي يشغلونها، والاغراض التي يريدون تحقيقها تختلف من وراء استثماراتهم وغير ذلك من العوامل التي تجعل من الصعب وضع تعريف محدد لكلمة الاستثمار.

الاستثمار في اللغة:

الاستثمار لغة مصدر استثمر يستثمر وهو للطلب بمعنى طلب الاستثمار، وأصله من الثمر وله عدة معان منها ما يحمله الشجر وما ينتجه، ومنها الولد حيث يقال الولد ثمرة القلب ومنها أنواع المال، ويقال ثمر بفتح الميم الشجر ثمورا أي ظهر ثمره، وثمر الشيء أي نضج وكمل ويقال ثمر ماله أي كثر، وأثمر الشجر أي بلغ أوزان الاستثمار، وأثمر الشيء أي أتى نتيجته وأثمر ماله بضم اللام أي كثر، ويقال استثمر المال وثمره – بتشديد الميم أي استخدمه في الانتاج، وأما الثمرة فهي واحدة الثمر، فإذا أضيفت إلى الشجر فيقصد بها حمل الشجر وإلى الشيء، فيراد به فائدته، ولقد وردت كلمة أثمر وثمر، وثمرات أربعا وعشرون مرة في القرآن الكريم كما وردت كثيرا في السنة[1].

الاستثمار إصطلاحا:

الاستثمار هو استخدام الاموال في الانتاج إما مباشرة بشراء آلات والمواد الأولية، وإما بطريق غير مباشر كشراء الاوراق المالية، وبصفة عامة يمكن تعريف الاستثمار بأنه التوظيف أو الاستخدام الأمثل لرأس المال. ومن الناحية المحاسبية يعرف الاستثمار بأنه الأصول المادية وغير المادية المنقولة وغير المنقولة المكتسبة أو التي تنتجها المؤسسة والموجودة للبقاء مدة طويلة محافظة على شكلها داخل المؤسسة.

[1] محمد على سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013، ص 10.ا

كما يمكن تعريفه بأنه التخلي على موارد اليوم للحصول على ايراد أكبر من التكلفة الاولية، وهو يأخذ يعين الاعتبار ثلاث عناصر وهي الزمن، الآثار وفعالية العملية وكذا الخطر المرتبط بالمستقبل.

أو يمكن تعريف الاستثمار بأنه التنازل عن السيولة التي يملكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الـــزمن، قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الاصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية.

الاستثمار مجموعة من التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الاضافة الفعلية إلى رأس المال الأصـــلي من خلال إمتلاك الاصول التي تولد العوائد نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلا بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية.

أوهو عملية التضحية بالاستهلاك الحالي للأموال أو أي موارد أخرى بغية الحصول على إشباع أكبر في المستقبل نتيجة توقع الحصول على عائد أعلى.

فإن عملية الاستثمار تعني قيام الفرد بعدم استهلاك موارده بشكل كامل بإنفاقها على السلع والخدمات وفي نفس الوقت قيام هذا الفرد بتوجيه المدخر من الموارد إلى مجالات لا تحقق اشباع حالي ولكن تحقق إشباع مستقبلي[1].

يمكن تعريف الاستثمار بأنه:

عملية التضحية بالاستهلاك الحالي للأموال أو أي موارد أخرى بغرض الحصول على اشباع أكبر في المستقبل نتيجـــة توقع الحصول على عوائد أعلى.

وبالتالي فعملية الاستثمار تعني قيام الفرد بعدم استهلاك موارده بشكل كامل بانفاقها على السلع والخدمات، وفي نفس الوقت قيام هذا الفرد بتوجيه الجزء المدخر من الأموال إلى مجالات لا تحقق إشباع مالي ولكن تحقق اشـــباع مستقبلي.

[1] عبد المجيد مهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ، مصر، 2004، ص ص12 -14، 34.

مثال على ذلك إذا كان لديك مبلغ 100.000.000 دج فيمكنك أن تقوم بإنفاق هذا المبلغ على شـــراء ســـلع وخدمات تحقق لك مستوى معين من الاشباع (ملابس، أكل ، سياحة ...الخ).

ولكن إذا قررت أن تقوم بعملية استثمار لجزء من هذا المبلغ أو كله فإنك قد تقوم بالـــدخول كشـــريك أو مساهم في أحد المشروعات سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

وعلى العملية الأخيرة تكون قد قمت باستثمار تتوقع من ورائه الحصول على عائد في المستقبل[1].

2- أنواع الاستثمار:

2-1- من حيث طبيعة الاستثمار:

يمكن التمييز بين نوعين من الاستثمار

- الاستثمار في إحدى وسائل الانتاج أو الأصول الرأسمالية.

- الاستثمار في أصول أو أدوات مالية مختلفة أي الاستثمار المالي*.

2-1-1- تعريف الاستثمار المالي:

هو عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج عنها عوائد مستقبلية دورية أو غير دورية، ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطرة معين أو تخفيض الخطر إلى الحد الأدنى من عائد متوقـــع مطلوب[2].

2-1-2- الاستثمار الحقيقي:

هو عملية توظيف الأموال في أصول مستخدمة لإنتاج السلع والخدمات، وعلى ذلك فإن هذا النـــوع مـــن الأصول يتضمن الأراضي، المباني، الآلات[3].

[1] خيري الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، مطابع الولاء الحديثة، مصر، ص 34، 35.
* يشمل الاستثمار المالي الاستثمار في الاصول المالية وكذا العملات بأنواعها.
[2] عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق ، ص 25.
[3] خيري الجزيري، مرجع سابق، ص 36.

2-2- من حيث مدة الاستثمار:

تنقسم الاستثمارات من حيث المدة إلى :

2-2-1-استثمارات قصيرة الأجل:

وهي تلك الاستثمارات التي لا تتعدى مدتها سنة.

2-2-2-استثمارات متوسطة الأجل:

وهي التي تكون مدتها من ثلاث سنوات إلى خمس سنوات.

2-2-3- استثمارات طويلة الاجل:

وهي استثمارات تكون من مدتها من خمس سنوات إلى عشر سنوات أو أكثر.

2-3- من حيث العائد:

تنقسم الاستثمارات من حيث العائد إلى :

- استثمارات العائد الثابت.
- استثمارات العائد المتغير.
-

2-4- من حيث المخاطر:

وتصنف المخاطر على الاستثمار بحسب قلتها أو كثرتها وبناءا عليه تصنف الاستثمارات إلى ثلاث تصنيفات:

- الاستثمارات ذات المخاطر المتدنية.
- الاستثمارات ذات المخاطر المتوسطة.
- الاستثمارات ذات المخاطر الكبيرة.

هذا ويمكن الاشارة انه لا توجد استثمارات تخلوا من المخاطر. فالمخاطر لا بد من وجودها ووجود ألية لادارتها [1].

[1] عامر محمد سعيد طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، دار البيروني، عمان، الاردن، 2018، ص 19، 20.

3- أهداف الاستثمار:

تكمن أهداف الاستثمار فيما يلي[1]:

3-1- **الأهداف الاقتصادية:** و تتمثل فيما يلي:

- زيادة الإنتاج السلعي و الخدمي الممكن تسويقه بفاعلية، و بالتالي تحقيق دخول مناسبة لعوامل الإنتاج فضلا عن زيادة الدخل الوطني.
- زيادة قدرة الاقتصاد الوطني على تشغيل عامل الإنتاج، و إيجاد فرص التوظيف من القوى العاملة و رأس المال و الأرض و الإدارة، بالشكل الذي يقضي على البطالة في كافة صورها و أشكالها.
- تعظيم الربح لأنه الهدف الذي يسعى المشروع لتحقيقه، كعائد على رأس المال المستثمر و لزيادة نموه و تطوره.
- زيادة قدرة المشروع على الاستخدام الأكفأ و الأعلى لعوامل الإنتاج خاصة المواد الخام و الطاقة، باستخدام الطرق التشغيلية و التكنولوجية المتقدمة.
- القيمة الاقتصادية للموارد الطبيعية المتوفرة بالدولة.
- زيادة قدرة جهاز الإنتاج الوطني على إتاحة مزيد من السلع و الخدمات و عرضها بالسوق المحلي، لإشباع حاجة المواطنين، و كذلك للحد من الواردات و العمل على زيادة قدرة الدولة للتصدير و لتحسين ميزان المدفوعات.
- تعميق التصنيع المحلي للخدمات المحلية و السلع الوسيطة المنتجة محليا، لزيادة قيمتها المضافة و بالتالي زيادة العائد و المردود الاقتصادي.
- تقوية بنيان الاقتصاد الوطني بالشكل الذي يعمل على تصحيح الاختلالات الحقيقية القائمة فيه، و يعيد توزيع المساهمات و مشاركة القطاعات الإنتاجية المختلفة.
- توفير ما تحتاجه الصناعات و أوجه النشاط الاقتصادي الحالية من مستلزمات الإنتاج و المعدات و الآلات الخاصة بها.

[1] شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية – دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر (03) ، الجزائر، 2012، ص 70، 71.

3-2- **الأهداف التكنولوجية** :و تتمثل فيما يلي:

- تطوير التكنولوجيا و أساليب الإنتاج المحلية لتصبح أقدر على الوفاء باحتياجات الدولة و الأفراد.
- تطوير و استيعاب التكنولوجيا و أساليب الإنتاج التي تم استيرادها من الخارج لتصبح مناسبة للظروف المحلية.
- المساعدة في إحداث التقدم التكنولوجي السائد، بتقديم النموذج الأمثل الذي يتم الأخذ و الإقتداء به من جانب المشروعات المماثلة و المنافسة.
- اختيار الأنماط و الأساليب التكنولوجية الجديدة المناسبة لاحتياجات النمو و التنمية بالدولة.

3-3- الأهداف الاجتماعية :

- تطوير هيكل القيم و نسق العادات و التقاليد بالشكل الذي يتوافق مع احتياجات التنمية الاجتماعية والاقتصادية و القضاء على السلوكيات الضارة.
- تحقيق التنمية الاجتماعية المتوازنة، بين مختلف مناطق الدولة عن طريق استخدام المشروع الاستثماري كأداة للإسراع بتنمية و تطوير بعض مناطق الدولة.
- القضاء على كافة أشكال البطالة، على بؤر الفساد الاجتماعي و الأمراض الاجتماعية الخطرة التي تفرزها البطالة.
- تحقيق العدالة في توزيع الثروة و ناتج تشغيل هذه الثروة على أصحاب عوامل الإنتاج.
- تحقيق الاستقرار الاجتماعي و الإقلال من حالات التوتر و القلق الاجتماعي و ذلك بتوفير احتياجات المجتمع من السلع و الخدمات الضرورية.
- إرساء روح التعاون و العمل كفريق متكامل و بعث علاقات متطورة بين العاملين في المشروع الاستثماري.

3-4-الأهداف السياسية:

- تعزيز القدرات التفاوضية للدولة مع الدول الأخرى و المنظمات.
- إيجاد قاعدة اقتصادية تعمل على تعميق و تعزيز الاستقلال الوطني بمضمونه الاقتصادي
- زيادة القدرة الأمنية و أداء النظام السياسي بشكل قوي من خلال توفير أساس اقتصادي قوي يرفع من مكانة الدولة سياسيا في المجتمع الدولي.

- تغيير نمط و سلوكيات البشر و انتظامهم في كيانات و منظمات و مشروعات تجعل منهم قـــوة فاعلـــة في المجتمع تؤكد أمن الوطن.
- تغذية القدرات الدفاعية و الحربية للدولة سواء للاستخدام العسكري أو لاستخدام السلم.

4- خصائص الاستثمار:

يعتبر الاستثمار أحد مكوني الطلب الفعال إلى جانب الاستهلاك، يتميز بمجموعة من الخصائص يمكن إجمالها كما يلي[1]:

4-1- عنصر الزمن:

يعد عنصر الزمن من العناصر الهامة في عملية الاستثمار لأنه يؤثر في معدل الـــتغير في رأس المـــال و تنقســـم الاستثمارات من خلال الزمن إلى استثمارات طويلة الأجل مثل الاستثمار العقاري الذي يمتـــد إلى تشـــييد المبـــاني والعقارات واستصلاح الأراضي البور الصحراوية واستثمارات متوسطة الأجل واستثمارات قصيرة الأجل مثل عملية المضاربة في الأوراق المالية.

4-2- عنصر الربحية:

يعد هذا العنصر من العناصر الهامة التي تؤثر في القرار الاستثماري، لأن المستثمر عندما يتوقع ربح مـــن وراء القيام ببعض العمليات الاستثمارية يقدم على الاستثمار ويؤثر معدل الربح وطريقة تحققه في اختيار المستثمر للمجـــال الاستثماري والمكان أو الاقليم الذي يقوم باستثمار رأسماله فيه.

4-3- عنصر المخاطرة:

يكتنف الاستثمار مجموعة من المخاطر المتنوعة التي تتمثل في المخاطر المنتظمة* وغير المنتظمة، كمـــا يمكـــن للمستثمر أن يتجنب المخاطر غير المنتظمة إلا أنه لا يستطيع أن يتجنب المخاطر المنتظمة التي تنتج عن الظروف العامة السياسية والاجتماعية والاقتصادية، وهذا ويمكن الاشارة أنه سوف يتم التطرق لذا المحور بالتفصيل في محور المخاطرة.

[1] محمد على سويلم، مرجع سابق، ص 18.

5- عناصر الاستثمار:

للاستثمار عدة عناصر وهي مصاريف الاستثمار، التدفقات النقدية ومدة أو حياة الاستثمار[1].

5-1- مصاريف الاستثمار:

وهي عبارة عن إنفاق مجموعة من الأموال للحصول على استثمار وتضم كل من تكاليف الاستثمار وتكاليف التشغيل التي تتعلق بتحضير الاستثمارات، بالنسبة للتكاليف الاستثمارية فهي تتمثل في النفقات الضرورية لاقامة الاستثمار و تضم كل من:

- تكاليف خاصة لاعداد الأصول الثابتة كالنقل.
- تكاليف إجراء التجارب.
- تكاليف خاصة بالاصول الثابتة كالاراضي.
- تكاليف متعلقة بالتصميمات والرسومات الهندسة للاستثمار.

أما بالنسبة لتكاليف التشغيل فهي تلك التكاليف الضرورية لاستغلال طاقات الاستثمار الانتاجية، وذلك بعد وضع الاستثمار في حالة التشغيل ومن أمثلة ذلك تكاليف المواد اللازمة للانتاج والمصاريف المتعلقة بها كمصاريف النقل وأجور العمال.

5-2- التدفقات النقدية:

ويقصد بها الفرق بين الدخول و النفقات النقدية سواء من خلال التجهيز أو الانشاء حتى العمر المتوقع وهي كمثل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها مستقبلا إذ تحسب هذه النفقات بالعلاقات التالية:

- التدفق النقدي الاجمالي يساوي نفقات الاستثمار مخصوما منها عوائد الاستثمار.
- التدفق النقدي الصافي يساوي التدفق النقدي الاجمالي مخصوما منه الضرائب ومستحقات الغير.
- التدفق النقدي الصافي يساوي المبلغ المنتظر بعد طرح جميع المستحقات على الاستثمار.

* الخطر المنتظم هو كل خطر لا يمكن تفاديه عن طريق التنويع (تكوين المحافظ المالية) لأنه إذا وقع يصيب المحفظة المالية ككل ، هذا ويمكن الاشارة إلى أن التنويع الدولي للمحافظ المالية يمكن أن يجنبنا المخاطر المنتظمة في بعض الحالات التي يكون فيها الخطر المنتظم يخص دولة معينة.

[1] محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص 19، 20.

5-3- مدة حياة الاستثمار:

وهي المدة التي يكون فيها الاستثمار في حالة عطاء أي التي يحقق فيها إيرادات صافية، وهي الفترة المقدرة للتدفقات النقدية الموجبة، ويظهر في مدة حياة الاستثمار عمر اقتصادي ويقصد به الفترة التي يكون فيها تشغيل الاستثمار اقتصاديا، أي تحقيق أقل تكلفة مع وجود عائد وعمر انتاجي وهو عبارة عن الفترة التي ينتظر أن يكون من خلالها الاستثمار صالحا للإنتاج.

5-4- القيمة الباقية:

وهي تمثل الجزء الذي لم يستهلك من التكلفة الأولية للاستثمار.

6- أهمية الاستثمار:

للاستثمار أهمية و دور كبير في تحريك النشاط الاقتصادي، و يرجع ذلك إلى إستراتيجية الاستثمار التي لها أبعاد اقتصادية على المدى الطويل .و يمكننا أن نحدد أهميته في النقاط التالية:

- أهم دور للاستثمار يكون على المدى الطويل، فالاستثمار هو المحرك الوحيد و الرئيسي للنمو فهو ذو بعد في المستقبل و له منفعة شبه دائمة.
- أما النقطة الثانية و التي تخص الاستثمار فهي أهميته في استغلال المصادر الهامة و الطاقات و القدرات الجامدة للنشاط.
- إضافة إلى ذلك فالاستثمار يشترط صورة لعلامة المؤسسة بالنظر إلى تأثير المحيط الاقتصادي و المالي و بالتالي يزيد في تنويع الإنتاجية، و يفتح باب المنافسة في السوق التجارية .والمؤسسة التي لا تستثمر محكوم عليها بالزوال، و التوقف عن النشاط، لأنها لا تقوى على المنافسة و مسايرة التطورات التي تشهدها نوعية المنتوجات.
- كما أن الاستثمار هو العامل الرئيسي للتنمية و النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، فقد ساهمت الاستثمارات في الوصول إلى مستوى معيشة مرتفع في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية.

- كذلك الاستثمار يخلق أساسيات التنمية، حيث أن ندرة رأس المال و الاستثمار يؤثر في التنمية، و كـــذلك يؤثر على عوامل الإنتاج الأخرى .و للإسراع في التنمية لابد أن تواكبه زيادة الاســـتثمارات، و اســـتغلال الطاقات و الإمكانيات المتاحة للمجتمع أحسن استغلالا.

بذلك نجد أن الاستثمار مهم للمؤسسة كوحدة اقتصادية، حيث يعتبر سر وجودها و عامل اســـتمرارها و تطورها، هذا على المستوى الجزئي أو الوحدوي .كما انه يعتبر عماد التنمية و النمو للاقتصاد الوطني على المستوى الكلي .لذلك نجد أن الدول تسعى جاهدة لجذب و تطوير و ترقية الاستثمارات، لما لها من تأثير ايجابي على مختلـــف النواحي و الأطراف.

7- أسس الاستثمار الناجح:

هناك أسس لا بد أن تتوفر في أي استثمار حتى يكون ناجحا ، لوفقدت أو فقد أي منها يكون الاســـتثمار غير ناجح وهذه الاسس هي[1]:

7-1-البيئة الآمنة :

وتتمثل في كل من العوامل الهامة التالية:

- القوانين التي تشجع الاستثمار وتحميه.
- القضاء العادل الذي يساهم في حماية الحقوق من الضياع واسترجاعها إذا ما تم تهديدها والاستلاء عليها.
- الاستقرار السياسي: حيث لا وجود لأي استثمار مهم في غياب الاستقرار السياسي في أي بلد كان.
- الاستقرار الاقتصادي والذي هو وجه العملة الآخر للاستقرار السياسي وبدونهما أو بدون أحدهما غالبـــا لا نستطيع أن نجد استثمار ناجحا حقيقيا.

[1] عامر محمد سعيد طوقان ، مرجع سابق، ص ص 23-25.

7-2-دراسة الجدوى الاقتصادية:

في أي مشروع استثماري لم يتم عمل دراسة جدوى اقتصادية له هو مشروع مليء بالمخاطرة والمغـــامرة لأن أي مشروع استثماري مهما كان مشروعا جيدا لا يمكن لأصحابه استشراف مستقبله إلا من خلال رؤيتـــه بشـــكل واضح علمي مخطط له، وهذا بالتأكيد لن يتم دون أن يتم دراسة جدوى له قبل تنفيذه.

7-3-توفير التمويل اللازم:

إن أي مشروع استثماري مهما كان مشروعا جيدا وواعدا لا يمكن أن يصبح حقيقة واقعة دون أن يتوفر له التمويل اللازم لتحويله من مجرد فكرة ودراسة ورؤية إلى حقيقة وواقع.

7-4- العائد الجيد المتوقع وبأقل المخاطر:

إننا عندما ننشأ مشروعا استثماريا نتوقع أن نحقق عائدا منه، فالمشاريع الاستثمارية ليست مشاريع تطوعية أو خيرية، ولو أننا لا ننتظر منها عوائد مغرية لما وضعنا فيها أموالنا وجهودنا.

7-5-الادارة الكفؤة ذات الخبرة:

إن المشاريع الاستثمارية ليست أموالا و منشآت ومعدات ووسائل نقل وعمـــال ومـــوظفين، إن المشـــاريع الاستثمارية الناجحة تعرف بإدارتها والمشروع الاستثماري الذي لا يملك إدارة كفؤة ذات خبرة لن يتاح له أن يكون مشروعا ناجحا.

7-6- الرؤية والتخطيط الاستراتيجي:

إن مشروعا استثماريا دون رؤية أو تخطيط استراتيجي هو نوع من العبث الذي لا يمكن أن يوصل المســـتثمر إلى نتائج سليمة وناجحة ومضمونة وفي عصر نرى فيه أن الدول والمنظمات والمؤسسات العملاقة لم تـــنجح بـــدون تخطيط، ندرك أهمية الرؤية الواضحة والتخطيط السليم.

7-7-التنظيم الاداري:

يتمثل التنظيم الاداري فيما يلي:

- الهيكل الاداري الطموح.
- التوصيف الوظيفي والذي يشرح لكل دائرة وقسم ومدير وموظف طبيعة عمله من خلال توصيف لمتطلبات الموقع إضافة المهام والواجبات والصلاحيات.
- أدلة إجراءات العمل : وهي المراجع التي تعدد وتشرح خطوات العمل في كل دائرة وقسم داخل المنظمة.
- السياسات واللوائح وهي الاطر المرجعية للمنظمة والتي لا يمكن للادارة العليا ولا الادارة التنفيذية أن تتجاهلها أو تتخطاها.

ثانيا- قرار الاستثمار:

1- مفهوم القرار الاستثماري:

هناك تعاريف عدة للقرار أو عملية اتخاذ القرار الاستثماري نذكر منها:[1]

" .يتمثل القرار- أي قرار - في الاختيار من بين البدائل عدة وذلك لتحقيق هدف معين " إن القرار يقوم على المفاضلة، وبشكل واعي ومدرك، بين مجموعة بدائل، أو حلول متاحة لمتخذ القرار لاختيار واحد منها باعتباره انسب وسيلة لتحقيق الهدف أو الأهداف التي يبتغيها متخذ القرار، وفي أحيان معينة قد يكون القرار رفضا لكل البدائل أو الحلول المتاحة للاختيار وعدم القيام بأي عمل محدد ،ومن ثم يكون القرار هو لا قرار والسبب الذي يدفع إلى عدم اتخاذ قرار ربما يعود إلى احد أمرين هما :

- عدم تبين أو وضوح كل البدائل المتاحة للاختيار أو المفاضلة.
- عدم الرغبة في اختيار بديل محدد تفاديا للالتزام بعمل قد يؤدي إلى الضرر بمصالح متخذ القرار."

"اختيار البديل الأمثل من بين عدة بدائل ،بمعنى انه لو كان هناك بديل واحد للحل فلا داعي لاتخاذ قرار في ذلك."

[1] حياة زيد، دور التحليل الفني في إتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن ، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014- 2015، ص58، 59.

ومن هنا يمكن الاستنتاج أن عملية اتخاذ القرار ترتكز على مجموعة من العناصر أهمها:

- متخذ القرار.
- موضوع القرار وأهدافه.
- البدائل الممكنة
- الاختيار الواعي والمدرك للبدائل المتاحة.

وفي هذا الإطار لابد وأن نتعرض لمفهوم القرار الاستثماري الرشيد:

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي يقوم عليه علم الاقتصاد أساسا، حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن والتي يكون لها استخدامات عديدة، بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار لأخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة والمضحى بها .ومن هنا يمكن القول أن القرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار، وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف المشروع الاستثماري.

2- خصائص القرار الاستثماري:

ينطوي أي قرار استثماري على مجموعة من الخصائص وهي كما يلي[1]:

- إن القرار الاستثماري هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة التبوء بالمستقبل.
- القرار الاستثمار قرار غير متغير، حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة.
- إن القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة مستغرقة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها.

[1] خرور الياس، أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في القطاع الصناعي – دراسة حالة ملبنة الأوراس – باتنة خلال الفترة (2011- 2013) ، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباج، ورقلة، 2014، ص 13.

- يحيط بالقرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها، مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها.
- يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة.
- يكون القرار الاستثماري معبرا عن دوافع أعضاء الإدارة ومستوى تكوينهم، وكذلك ثقافتهم هذه السياسة العامة يمكن تعريفها بأنها مجموعة من المبادئ والقواعد والمعايير التي توجه مختلف النشاطات في المؤسسة، حيث تشكل بصورة إجمالية وجهة نظرها تجاه أسلوب الإدارة المتبع في المؤسسة و تقييمها للمحيط الذي تتواجد فيه، وبذلك تؤسس إطارا مرجعيا لمختلف القرارات التي تتخذها.

3- أنواع القرارات الاستثمارية:

تواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى، وضمن هذا الاطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع من القرارات وهي[1]:

3-1- قرار الشراء:

يتخذها المستثمر عندما يجد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الاداة الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق*.

3-2-قرار عدم التداول:

يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين من دراسته للادوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات الناجمة عنها لن تحقق له أية أرباح بالمقياس مع المخاطر التي يمكن أن تتوافق معها.

[1] محمد الفاتح محمود المغربي، التمويل والاستثمار في الاسلام، دار الجنان، عمان، الاردن، 2016، ص 28.
* يمكن كذلك أن يتخذ المستثمر قرار الشراء إذا توقع بأن سعر الاصل المالي سوف يرتفع في المستقبل.

3-3- قرار البيع:

يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها، أو من القيمة الحالية لهذه الأدوات.

4- الأسس المعتمدة في اتخاذ القرار الاستثماري:

أن إتخاذ أي قرار استثماري يعتمد على مجموعة من الاسس وهي كما يلي[1]:

4-1- اختيار استراتيجية الاستثمار الملائمة:

إن عملية اختيار استراتيجية استثمار ملائمة يتبناها المستثمر تعتمد على مؤهلاته ومجالات التميز التي يبدع بها، و إمكانية تطويرها وطبيعة البيئة المحيطة وسياسة السوق وإمكانية بناء الميزة التنافسية. وإن المراحل الأولى لهذه الاستراتيجية تكون بناء الحصة في السوق من خلال تطوير الميزة التنافسية الحالية وايجاد مزايا للتنافس المتميز واتباع استراتيجية الربح في ظل ثبات قوى التنافس في السوق من أجل زيادة العوائد المالية الحالية مع ضرورة اتباع استراتيجية إعادة التأهيل عند ضعف المركز التنافسي أو وجود أخطاء في تطبيق الاستراتيجية ويمكن تقسيم مراحل بناء الاستراتيجية الاستثمارية بشكل عام إلى مرحلة بناء الحصة ثم مرحلة استراتيجية النمو وزيادة الحصة ثم مرحلة التمركز في السوق ومرحلة النضوج في اختيار الاستثمارات المناسبة ومرحلة التمسك والاحتفاظ وتحقيق الأرباح.

4-2- اعتماد خطوات محددة عند اتخاذ القرار الاستثماري:

ويتمثل ذلك من خلال تحديد الهدف من الاستثمار وتجميع البيانات والمعلومات المطلوبة للوصول إلى الهدف وعرض البدائل المتاحة وتقييم العوائد لكل بديل واختيار البديل المناسب من خلال اعتماد المدخل العلمي لاتخاذ القرار الاستراتيجي.

4-3- اعتماد المبادئ الاساسية الخاصة باتخاذ القرارات الاستثمارية:

هناك العديد من المبادئ الواجب الاستناد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتتمثل بالآتي:

[1] خولة شهاب نجم، أهمية استخدام الأساليب الكمية والرياضية في تقييم القرارات الاستثمارية (دراسة حالة)، مجلة التقني، المجلد السابع والعشرون، العدد الخامس، الموصل، العراق، 2014، ص 70، 71.

4-3-1- تعدد الخيارات الاستثمارية:

والذي هو نتيجة تفاعل الفرص المتاحة والتهديدات التي يتوقع المستثمر مواجهتها ونقاط الضعف والقوة ومدى امكانية قيام متخذ القرار بالموائمة بين هذه البدائل وامكانياته.

4-3-2- كفاءة إدارة الاستثمارات:

نظرا لارتفاع كلفة الاستثمارات ودرجة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر فإن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب توفر الخبرة والكفاءة عند اختيار الاداة الاستثمارية المناسبة وإذ كان المستثمر العادي لا يملك مثل هذه الخبرة والامكانية عليه التوجه إلى الاستشاريين الماليين وأصحاب الخبرة لغرض ترشيد قراره الاستثماري.

4-3-3- اعتماد التنويع الاستثماري*:

يقوم هذا المبدأ على نظرية المحفظة الاستثمارية التي تدعوا إلى القيام بتنويع الاستثمارات للمستثمر الواحد من خلال تعدد الأدوات الاستثمارية وكذلك في مجالات الاستثمار سواء أكان التنويع بأدوات ملكية أو أدوات دين أو مشتقات مالية، ويهدف التنويع في الادوات إلى التنويع في العوائد والمخاطر في محفظة المستثمر للوصول إلى هدف تحقيق أعلى عائد مطلوب بدرجة مخاطر مختارة، وبدلك يعد التنويع في الاستثمارات إحدى الوسائل التي تؤدي إلى تخفيض المخاطر في الاستثمارات.

4-3-4- حساب القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمارات:

حتى يتم تحديد العائد على الاستثمار بشكل دقيق ويتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة(العائد المتوقع) من خلال اختيار معدل خصم معين يرتبط بالبيئة المحيطة بالاستثمار لكي يتم احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها، لأن الهدف من الاستثمار ليس الزيادة في العائد النقدي بل ارتفاع العائد الحقيقي والمحافظة على القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر على طول فترة الاستثمار وحتى يتمكن المستثمر من تحقيق العائد المتوقع يجب أن يتحقق من توفر شرطين وهما:

* يمكن الاشارة إلى أن التنويع يبدأ من أصلين مختلفين من حيث تاريخ الاستحقاق أو من حيث الجهة المصدرة أو من حيث نوع الأصل في حد ذاته.

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

5- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب:

تشتمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنو من الوصول إلى الحل الأفضل واتخاذ القرار المناسب ، وهي كما يلي[1]:

5-1- تشخيص واكتشاف المشكلة:

أو ما يسمى بمرحلة البحوث و الدراسات لاكتشاف المشكلة ففي مجال الادارة المالية يتم الاستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال إجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية وكذلك التكاليف والأرباح والأصول والخصوم للكشف عن التغيرات وشكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال وتغيرات القيمة وقد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية عن المشروعات التي تنتمي للصناعة ككل والتي يعتبر المشروع جزء منها و إلى بعض القطاعات الاقتصادية ذات العلاقة بتمويل الشركة و إلى مصادر التمويل المختلفة.

5-2-البحث عن البدائل:

إن البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الادارة لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة واتخاذ القرار المالي المناسب ويجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها.

وتتطلب عملية تحديد البدائل:

- القدرة على الابتكار.
- الاعتماد على التجارب والسجلات السابقة ومعلومات وخبرات الآخرين حتى يمكن الالمام بجميع المعلومات والنواحي المتعلقة بالمشكلة وبالتالي بكل الحلول الممكنة.

[1] محمد الفاتح محمود المغربي، مرجع سابق، ص 61، 63.

فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتـــراض أو طـــرح أسهم المشروع.

أما إذا كان قرارا استثماريا فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل كالاستثمار في الموجودات المتداولة مثل النقد والذمم المالية المدينة والمخزون السلعي أو الاعتماد على الاستثمار الطويل الأجل والمتمثـــل بالاســـتثمار في بالموجودات الثابتة وهو أصعب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ وطول الفترة الزمنية للمشروع وقد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الاستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

5-3- مقارنة البدائل وتقييمها:

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الايجابية والسلبية لكل بديل ووضع معايير محددة تقوم علـــى أســـاس نتائج كل بديل واستبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعة التي لا تحقق مســـتوى الرضـــا، ويقصد بمستوى الرضا مدى تحقيق البدائل للشروط المطلوبة في اتخاذ القرار.

ومن المعايير التي يمكن استخدامها في المقارنة بين البدائل المعايير المالية والتكلفة الفنية و الادارية الـــتي تتعلـــق بالربحية والتكاليف ومعدلات الفائدة ودورات رأس المال.

5-4- اختيار البديل المناسب:

وفي هذه المرحلة يترجم المديرين جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل والذي ينتج أكبر قدر من الفوائد والمزايا المحتملة ويقلص السلبيات والعيوب إلى أقل ما يمكن ويجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار أحد البدائل على ما يلي:

- تحقيق الأهداف الجوهرية الصادر من أجلها.
- توفير الوقت والجهد والتكلفة بالمقارنة مع الخيارات الأخرى.
- الملائمة والامكانات المتاحة.

- تقليل الآثار السلبية عند التطبيق.
- الاهتمام بعنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مسبقا.

5-5- تطبيق القرار:

يعتقد بعض متخذي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل ولكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك لأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين ومتابعة التنفيذ للتأكد من سلامة التنفيذ وصحة القرار.

5-6- متابعة التطبيق والرقابة وتقييم القرار:

تهتم الخطوة الأخيرة في اتخاذ القرار بمتابعة عمليات التطبيق وتقييم النتائج أولا بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار ودوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعيا إلى الدقة والسرعة في معالجة الانحرافات السلبية والتعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم ويصعب مواجهتها.

6- أنواع المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري:

يمكن تصنيف المستثمرين في البورصة إلى العديد من التصنيفات فهناك المستثمر وهناك المتعاملون في السوق سواء من مضاربين أم مغامرين محترفين وهناك تصنيف آخر وهو المستثمر الصغير الذي يمتلك مبلغا متواضعا للاستثمار، والمستثمر الكبير والذي لديه رأس مال كبير للاستثمار سواء كان شخصا أم شخصية معنوية (شركة – بنك- صندوق استثمار – محفظة استثمار)[1] .

6-1- المستثمر التقليدي (المستثمر طويل الأجل والمتوسط الأجل):

وهو ذلك المستثمر الذي يقوم بشراء الأسهم بهدف الاستثمار طويلة الأجل أو المتوسط الأجل، فهذا المستثمر يهتم بالحصول على عوائد سنوية من الأسهم التي يشتريها وأن تحقق أسعار أسهمه نموا رأسماليا متواصلا، وقد يحتفظ

[1] منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2007، ص ص 17-21.

بها لمدة طويلة ما دام مركزها المالي قويا، وقيمة التوزيعات تزداد سنويا، فتلك الأسهم تعد أسهم الدخل، وهذا النوع من المستثمرين يتحوط من المخاطر، بشراء الأسهم القوية والاحتفاظ بها لمدة طويلة، ما دامت تحقق أهدافه من تنمية المال، وقد يبيعها بعد فترة لظهور أسهم شركات أكثر قوة، وتقدم للمستثمر توزيعات أعلى من الأسهم التي بحوزته، عندئذ يتخذ هذا المستثمر قرار التغييرات في محفظة استثماراته، ويصبح مستثمرا متوسط الأجل.

فالمستثمر عندما يمتلك أسهما في شركة ما، فإنه يصبح تلقائيا أحد ملاك الشركة والمستثمر الطويل الأجل يدقق كثيرا قبل شراء السهم، ويقوم بشراء أسهم شركات ممتازة في آدائها، وفي خططها المستقبلية، ومتوقع لها نمو متواصل، ويختار توقيت الشراء ليحصل عليها بأفضل سعر، ويحتفظ بها أطول فترة ممكنة، أو مدى الحياة إن أمكنه.

وهذا ما يسمى الاستثمار الطويل الأجل، ويكون عادة في نوع من الأسهم المستقرة للبنوك أو شركات التأمين، أو الصناعات التقليدية الراسخة كالبترول والحديد وغيره، ويقال عن أسهم تلك الشركات المستقرة إن البورصة لا تحبها وذلك لقلة تذبذبها، فهي مملة بالنسبة للمضاربين حيث تكون المعلومات متاحة والشركات بالمتانة في المركز المالي الذي لا يسمح بمفاجآت في السوق.

6-2- المستثمر القصير الأجل (المضارب و المقامر):

لا يهتم المضاربون على خلاف المستثمرين، بالتوقعات طويلة الأجل لأسهم الشركات التي يشترونها، حيث يتركز هدفهم على انتهاز فرصة التحركات قصيرة الأجل لأحد الأسهم في السوق، وهذا يعني أنهم قد يشترون، ثم يبيعون أحد الاسهم خلال أيام قليلة أو خلال أسبوع أو أسابيع قليلة، كما أن لهم صفات خاصة تختلف عن المستثمر التقليدي وكذا عن المقامر وهي كما يلي:

- القدرة على التنبأ بالمخاطر، والحذر الشديد وعدم الاندفاع وراء الاخبار أو الشائعات.
- القدرة الحقيقية على إدارة الأموال، ووضع الخطط السليمة لها، بناءا على توقعات مدروسة.
- تجميع المعلومات والقدرة على فهمها وتحليلها والقدرة على فهمها وتحليلها، والقدرة على فهم لغة السوق، ومعرفة مصادر الاخبار، ومدى تأثير تلك الاخبار على آداء الأسهم المتداولة.

- القدرة على اتخاذ القرارات من خلال تحليلهم السليم، واتخاذ القرارات بالسرعة والجرأة المناسبة لهم.
- القدرة على تجاوز المشاعر السلبية في حالة الخسارة، والتخطيط بذكاء لتعويض الخسارة بمكسب سريع.

هذا ويمكن الاشارة بأن هناك نوع آخر من المستثمرين يستثمر استثمارا قصيرالأجل وهم المقامرون، الـــذين يدخلون السوق دون أن تكون لديهم فكرة واضحة عن الاستثمار ولا عن مخاطر الاستثمار وإنما يعتمدون على الحظ و التخمين.

خلاصة المحور الاول:

إن الاستثمار في الاوراق المالية استثمار تحيط به مجموعة من المخاطر تعرض المستثمر إلى خسائر تمس حتى رأسماله، ولكي يبتعد هذا المستثمر عن المخاطر لا بد من التركيز على اتخاذ القرار الاستثماري الجيد في بداية الاستثمار وكذا بعد مدة من الاستثمار.

هذا ويمكن الاشارة بأن قرار الاستثمار يختلف بطبيعة المستثمر، فالمستثر المتحفظ يختلف قرار استثماره على مستثمر مضارب يفضل المخاطر والعائد المرتفع، وكذا قرار الاستثمار بالنسبة للمقامر يختلف عن النوعين السابقين.

قائمة مراجع المحور الأول:

1. محمد على سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013، ص 10.
2. عبد المجيد مهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ، مصر، 2004، ص ص12 -14، 34.
3. خيري الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، مطابع الولاء الحديثة، مصر، ص 34، 35.
4. عامر محمد سعيد طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، دار البيروني، عمان، الاردن، 2018، ص 19، 20.
5. شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية – دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر (03) ، الجزائر، 2012، ص 70، 71
6. حياة زيد، دور التحليل الفني في إتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن ، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014- 2015، ص58، 59.
7. خرور الياس، أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في القطاع الصناعي – دراسة حالة ملبنة الأوراس – باتنة خلال الفترة (2011- 2013) ، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباج، ورقلة، 2014، ص 13.
8. محمد الفاتح محمود المغربي، التمويل والاستثمار في الاسلام، دار الجنان، عمان، الاردن، 2016، ص 28.
9. خولة شهاب نجم، أهمية استخدام الأساليب الكمية والرياضية في تقييم القرارات الاستثمارية (دراسة حالة)، مجلة التقني، المجلد السابع والعشرون، العدد الخامس، الموصل، العراق، 2014، ص 70، 71.

المحور الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار

مقدمة المحور الثاني:

تشير المخاطرة بالنسبة للاستثمار معين إلى التقلبات المحتملة في العائد من ذلك الاستثمار وبنفس المنطلق فإن المخاطرة بالنسبة للأوراق المالية تعني التقلبات المحتملة في العائد من تلك الأوراق وترجع المخاطرة في الأوراق المالية إلى التقلبات في العائد والتي تأتي من عدة مصادر تحدد أنواع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة فمثلا قد تحدث تقلبات في العائد من الأوراق المالية نتيجة تغير أسعار الفائدة أو القرارات الخاطئة لإدارة الشركة.

1- عوائد الاستثمار في الأوراق المالية.

2- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

1- عوائد الاستثمار في الأوراق المالية:

العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائما إلى استثمار أمواله وذلك بهدف الحصول على العائد وتنمية ثروته وتعظيم أملاكه، وعرف أيضا بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة ، ويعتبر العائد الهدف الرئيسي من الاستثمار حيث أن الاحتفاظ بالأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في العائد الذي يمكن تحقيقه على هذه الأموال.وبالتالي فإن العائد يعتبر هو الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محاولا تعظيم ثروته بقدر ما يستطيع والتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة للعائد قدر الامكان[1].

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف العائد **بأنه ذلك الربح والفائدة التي يحققها المستثمر نتيجة الاستثمار في الاوراق المالية أو تكوين المحافظ المالية.**

1-1-أهمية العائد:

تكمن أهمية العائد في أهميته للمستثمر لكي يعرف أين يضع أمواله، والذي سيجنيه، فعندما يفكر أي شخص بوضع أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أنه مهم لادارة الشركات والقائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو مقياس ذقيق وسريع لانجازاتهم و مؤشر يوضح لهم ما إذا كانو يسيرون في الطريق الصحيح أو الخاطئ، كذلك يعتبر مهما لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء أكان سياسيا أم اقتصاديا يؤثر في السوق وبالتالي فإن السوق سيعكس للمسؤول صحة قراره، أو مدى تأثيره على حالة الاقتصاد الوطني[2].

1-2- أشكال عوائد الاستثمار المالي:

تأخذ عوائد الاستثمار المالي عدة أشكال نذكر منها ما يلي [3]:

[1]. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الاردن، 2009، ص 48.
[2]. قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 49.
[3]. المرجع السابق، ص 49.

1-2-1- عائد التوزيعات:

هو ذلك العائد التي توزعه الشركات، فإذا كانت الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، وهو من مالكيها، وحقوقه هي الربح، وإذا كانت هذه الأصول تمثل دينا فعائدالتوزيعات المتعلقة بها هو الفوائد.

مثال:

من خلال نشرات البورصة تبين لمستثمر أن شركة صيدال ارتفع سعرها في السوق، وهذا الارتفاع كان نتيجة ارتفاع العوائد الموزعة من طرف الشركة، وبناءا على ذلك قرر هذا المستثمر اتخاذ قرار شراء 1000000 سهم من أسهم هذه الشركة على أمل الحصول على عائد التوزيعات.

عدد الاسهم المصدرة من طرف الشركة هو 1000.000.00 سهم ، سعر شراء السهم هو 200 دج .

المطلوب:

- أحسب عائد التوزيعات لهذا المستثمر إذا علمت بأن الارباح الصافية الكلية لهذه الشركة في نهاية العام قدرت ب 200.000.000.000 دج .

الحل:

1- حساب قيمة عائد التوزيعات للسهم الواحد:

$$\text{عائد التوزيعات للسهم الواحد} = \frac{\text{قيمة الارباح الكلية المحققة من طرف الشركة}}{\text{عدد الاسهم المصدرة من طرف الشركة}}$$

$$\text{عائد التوزيعات للسهم الواحد} = \frac{200.000.000.000}{\quad\quad\quad\quad\quad\quad}$$

100.000.000

عائد التوزيعات للسهم الواحد = 2000 دج.

1-2-2-العائد الرأسمالي:

و هو العائد الناتج عن عملية إعادة بيع الأصل المالي، ويحسب بناءا على الفرق ما بين سعر بيع الاصل، و سعر بيع شراء الاصل المالي.

مثال:

قام مستثمر بشراء 100 سهم بسعر 10000 دج للسهم الواحد في تاريخ 2018/03/02 على أمل أن ترتفع الاسعار في المستقبل و يحقق عائدا من ذلك، أو أن يستفيد من العوائد الموزعة من طرف الشركة المصدرة لهذا السهم.

وفي تاريخ 2018/04/02 أراد المستثمر أن يقوم باستخدام أموال المحفظة المالية في شراء آلات ومعدات، وعلى أساسها اتخذ قرار بيع تلك الاسهم في السوق، حدد سعر السهم السوقي بناءا على أوامر العرض والطلب ب 20000 دج .

المطلوب:

- أحسب العائد الرأسمالي الذي حققه هذا المستثمر من استثماره في هذه الاسهم؟

الحل:

- حساب العائد الرأسمالي المحقق من طرف المستثمر:

العائد الرأسمالي = (سعر بيع الاسهم – سعر شراء الأسهم) × عدد الاسهم

العائد الرأسمالي = (20000 – 10000) × 100

العائد الرأسمالي = 10000 × 100

العائد الرأسمالي = 1000000 دج .

وهذا يعني أن المستثمر حقق عائد رأسمالي مقدر ب 1000000 دج .إذا أراد المستثمر حساب قيمة رأسماله بعد الربح الرأسمالي المحقق فيتم حسابه بالطريقة التالية:

قيمة رأسمال المستثمر بعد تحقيق الربح = قيمة رأسماله القديم + الربح الرأسمالي المحقق

$$= 1000000 + 1000000$$

$$= 2000000 \text{ دج}$$

2- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

جميع الاقتصاديين يجمعون بأنه لا يوجد أي استثمار لا يتعرض للخطر، أي أنه كلما زادت العوائد زادت المخاطر المرتبطة به، هذا ويمكن الاشارة بأن قياس الخطر يبقى غامض وفيه اختلاف، وكلما تم تنويع للمحافظ المالية كلما قلت قيمة الخطر[1].

تعريف الخطر:

يمكن تعريف المخاطرة (RISK) بأنها " **حالة عدم التأكد المتعلقة بحصول الربح أو الخسارة** " كما يمكن تعريفها بأنها " **احتمال أن يكون توقع ما خطأ** " و يقيس الرياضيون و الاحصائيون الخطر بمقدار الانحراف عن المعدل أو العائد المتوقع، وتوصف المخاطرة عادة بأنها عالية، إذا كانت احتمالات عدم حدوث التوقع مرتفعة، وبأنها منخفضة إذا كانت احتمالات عدم حدوث التوقع منخفضة. هذا ويمكن التقليل من المخاطر من خلال التنويع في الانشطة.

- الخطر هو مقياس نسبي لمدى تقلب عائد التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا.

و تنشأ المخاطر أساساً من مصادر معينة وهي:

-نقص التنوع؛

-نقص السيولة؛

[1]. hain levy , stochastic dominance ; investment ; decision ;making under uncertainty ,third edition, springer, ,2016,page 1.2.

-إرادة المؤسسة في التعرض للمخاطر.

إن هذه المصادر الثلاثة متصلة وتؤثر على بعضها البعض، حيث يمكن اعتبار إرادة البنوك في التعرض للمخاطر المبرر الأساسي للفوائد التي تجنيها .فكلما كانت المخاطر المحيطة بمنح القروض كبيرة، كلما كان العائد المتوقع منه كبيرا لذلك من الممكن أن تتعرض البنوك إلى المخاطر بهدف تعظيم العائد.

بناء على ما تقدم، نخلص إلى القول أنه إذا كان مفهوم المخاطرة ملازما للنشاط المالي، فإن الاهتمام الأساسي للأشخاص هو كيفية تحقيق التفوق وتعظيم العوائد من خلال تقبُّل فكرة المخاطرة والاجتهاد في التعامل معها وحسن إدارتها .إلا أن ذلك يتوقف بدوره على إدراك الشخص لمختلف العوامل المؤثرة في المخاطر المالية[1].

3-1المخاطر المنتظمة (غير قابلة للتنويع) :

وهي تلك المخاطر المرتبطة بالسوق ككل و المتعلقة بتقلبات أسعار الأوراق المالية بصفة عامة وتقلبات أسعار الفائدة وانخفاض القوة الشرائية نتيجة التضخم والسياسات المالية والنقدية والخسائر الناشئة عن التغير في قيمة أسعار صرف العملات وتحدث تلك المخاطر المنتظمة عادة عند وقوع حادث كبير يؤثر على السوق كلها ولا توجد وسيلة للحماية من المخاطر الناجمة من تلك الأحداث (التنويع*)إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر تلك الأوراق المالية بتلك المخاطر[2].

3-1-1مخاطر سعر الفائدة:

إن إنخفاض أو ارتفاع سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع أسعار الفائدة السوقي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي سيفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها وإيداعها كوديعة في البنك، حيث تدر عليه عائد أكبر كما أن أي تغير في أسعار الفائدة سيكون له

[1] حياة نجار، مرجع سابق، ص 49،

*. نعني بالتنويع في هذه الحالة تشكيل مجموعة من الأوراق المالية فيما يسمى بالمحافظ المالية، يستخدمها المستثمر لمواجهة المخاطر المالية.

[2]. صفية أحمد أبوا بكر، تكوين محفظة استثمارات مثلى،ب التطبيق على شركة تأمين تعمل في السوق المصري ،مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة،ص7،تاريخ التحميل:
http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm

تأثير على أسعار الأوراق المالية الطويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية القصيرة الأجل [1].

3-1-2مخاطر القوة الشرائة purchasing power risks أو مخـــاطر التضـــخم inflation risks:

يقصد بمخاطر القوة الشرائية فرصة تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثـــروة المســـتثمرة بســـبب التضخم أي أنها عدم التأكد بشأن القوى الشرائية المستقبلية للأموال المستثمرة وتصل هذه المخاطر إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل السندات، فعندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة على هذه الاستثمارات فإن ذلك يعني أن تعاني هذه الاستثمارات هبوطا في القوى الشرائية.

وأحيانا ينظر إلى أن الأسهم العادية تحمي من يقتنيها من هذه المخاطر ولكـــن في الحقيقـــة إن هـــذه الاسهم تتأثر بدرجة أقل لمخاطر القوى الشرائية مقارنة بالسندات للأسباب التالية:

- إن السهم يمثل ملكية حقيقية لأصول حقيقية ترتفع قيمتها في حال التضخم والرواج.
- إن الشركة ستبيع منتجاتها حسب أسعار السوق التي سوف ترتفع بزيادة درجات التضخم و بالتـــالي ستزداد الارباح مع ثبات العوامل الأخرى وهذا يعني زيادة سعر السهم في السوق.
- انخفاض تكلفة التعامل بالأسهم مقارنة بتكلفة التعامل بالاستثمارات الأخرى.
- الاعفاء الضريبي كون أن أرباح الأسهم معفاة من الضريبة في بعض الدول.
- السيولة العالية التي تتمتع بها الأسهم وسهولة تحويلها إلى نقدية وبدون تحمل تكاليف مرتفعة[2].

3-1-3 مخاطر السوق:

تتمثل مخاطر السوق في ذلك الجزء من المخاطر الذي ينتج عنه صعود وهبوط السوق حيث يظهر هذا الصعود أو الهبوط من خلال مؤشرات أسعار الأوراق المالية (مؤشرات السوق) فعند ارتفاع مؤشـــر الســـوق نطلق على ذلك بالسوق الصعودي والعكس يطلق عليه بالسوق الترولي وخلال الفترة التي ينخفض فيها مؤشر

[1]. قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الاسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات) ، دار رسلان، سوريا، 2009، ص 238.
[2]. شقيري نورى موسى ....وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، الاردن، 2016، ص 41.

السوق حتى يصل إلى أدنى مستوى له فإن المستثمر سوف يقوم بشراء الورقة المالية في أجل بيعها عند الارتفاع و في الأسواق المتطورة يرتبط صعود و هبوط السوق بالدورة الاقتصادية من انتعاش إلى كساد و ثم انتعاش.....الخ.

وبناءا على ذلك يتم توقع حالة السوق على أساس ارتباطها بحالات الكساد والانتعاش في اقتصاد الدولة ككل ففي حالات الكساد عادة ما تعمل المصانع بأقل من طاقتها وينخفض مستوى التوظيف ونقل الأرباح والعكس في حالات الانتعاش ويتغير انخفاض أرباح الشركات أثناء فترات الكساد ويكون السبب وراء انخفاض أسعار الأوراق المالية والجدير بالذكر أن الأسهم العادية أكثر الأوراق حساسية لمخاطر السوق نظرا لارتباط الربح الموزع للسهم بمستوى أرباح الشركة أكثر من غيره من الأوراق المالية الأخرى وخاصة السندات[1].

3-1-4- مخاطر الأزمات:

تعتبر مخاطر الازمات من بين المخاطر التي لا يمكن تفاديها عن طريق التنويع أو تكوين المحافظ المالية، وهي عبارة عن انهيار مفاجئ في أسعار الاصول المالية أو يمكن أن تنتج عن مخاطر سعر الصرف أو مخاطر من البنوك في حد ذاتها.

3-1-5-مخاطر سعر الصرف:

يظهر خطر سعر الصرف لدى المؤسسات التي تتعامل بالمعاملات الخارجية والتي تكون معرضة بنسبة كبيرة مقارنة بالمؤسسات التي لا تمتلك المعاملات الخارجية ويحدث خطر سعر الصرف نتيجة ارتفاع وانخفاض سعر الصرف، وينقسم بدوره إلى مخاطر الصفقات والمخاطر المحاسبية ومخاطر الاقراض والاقتراض.

3-2المخاطر غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع:

وهي عبارة عن حالات عدم التأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بشركة معينة أو قطاع معين حيث أنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي وعادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطر غير

[1]. محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، دون طبعة، دون سنة نشر ،ص129،130،131،132.

السوقية أو المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع، ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة عوامل خارجية مثل حدوث اضطراب عمالي في شركة أو قطاع معين، الأخطاء الادارية، ظهور اختراعات جديدة وغيرها.

و مضمون هذا النوع من المخاطر هو قدرة المستثمر على تفاديها عند إجراء عمليات الاستثمار سواء كان المستثمر فرد أو شركة أعمال ويتم ذلك من خلال التنويع فالتنويع الجيد للأصول المالية باختلاف أنواعها سوف يمكن من تجنب التقلب في العوائد المتوقعة المتأتية من تلك الاستثمارات وهذا يعني أن المخاطر غير النظامية تقيس درجة التقلب في عوائد شركة معينة بفعل عوامل خاصة بها.

وتمتاز المخاطر غير النظامية بمجموعة من الخصائص منها:

- تنشأ بفعل عوامل تخص الشركة ذاتها.
- يمكن تجنبها عن طريق التنويع وذلك بالاستثمار في عدة بدائل استثمارية.
- يمكن قياسها من خلال مقاييس التشتت.

هذا ويمكن الاشارة بأن المخاطر غير النظامية تنشأ بفعل مصدرين أساسيين وهما التغير في طبيعة أو مكونات أصول الشركة أو بسبب التغير في صياغة هيكل التمويل وهذان المصدران هما:

- عوامل خاضعة لسيطرة الادارة في اتخاذ القرارات وكفاءة العاملين ونوعيتهم وكيفية تشغيل الأصول و وفرة الموارد المالية فضلا عن قدرتها على التسويق، إن الحوادث العشوائية التي قد تواجه الشركة تؤثر في أعمالها التشغيلية الأمر الذي يتسبب في تقلب عوائدها المستقبلية مما يعني تعرض الشركة إلى نوع من المخاطر غير النظامية هي مخاطر الاعمال.
- بسبب اعتماد الشركة على القروض في هيكلها المالي فأن ذلك يسبب لها تحمل أعباء مالية ثابتة تزيد من إجمالي التكاليف التي تتحملها مما يجعلها تتعرض إلى نوع من المخاطر غير النظامية تسمى بالمخاطر المالية[1].

[1]. شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 43، 44.

3-2-1عدم الاحتياط للأحداث غير المتوقعة:

وتتمثل هذه الإحداث في الكوارث غير المتوقعة مثل الزلزال، الفيضان،....الخ وكذا وفاة أحد العناصر المؤثرة في إدارة الشركة وتتمثل مسئولية الإدارة هنا في الاحتياط لمثل هذه الأحداث حتى يمكن تجنب الخسائر الضخمة التي قد تنتج عنها فإذا لم تقم الإدارة بالاحتياط للكوارث غير المتوقعة فإذا قد تواجه خسائر ضخمة تؤثر سلبا على مركزها المالي وبالتالي يترتب عليها انخفاض أسعار أوراقها المالية في السوق مما يشكل خسائر بالغة للمستثمرين.

3-2-2تقادم المنتجات:

تمر جميع المنتجات تقريبا بنفس المراحل بدءا من مرحلة الظهور إلى النضج وأخيرا مرحلة التقادم ويحدث التقادم بسبب ظهور منتج جديد أكثر تطورا أو أطول عمرا أو أكثر وفرا في تكاليف التشغيل مما يؤدي إلى تقادم المنتج أمام المنتجات المستحدثة ويؤدي إلى تقلص مبيعات الشركة الذي يترتب عليه انخفاض في أسعار الأوراق المالية للشركة.

3-2-3الارتباط بعميل واحد:

إذا كانت الشركة تتعامل في توريد منتجاتها لعميل واحد فإن استمرارية الشركة يتوقف على استمرارية التعامل معه، مثال على ذلك المصانع الصغيرة التي تعتمد في تصريف إنتاجها على شركة كبيرة للإنتاج السيارات فإذا توقفت الشركة المشترية عن التعامل مع الشركة الصغيرة فإن معنى ذلك انهيار هذه الأخيرة و المستثمرين في الأسهم هم الذين يتحملون تبعات ذلك[1].

3-2-4خطر السيولة:

وهي المخاطر الناتجة عن إمكانية تحويل الاستثمار إلى نقود أو تسييله فقدرة الاستثمار على التحول إلى نقود بسهولة وبسرعة عنصر مهم جدا بالنسبة لمخاطر الاستثمار فالأسهم يمكن تسييلها بسهولة فالشركات المعروفة بأدائها المتميز مثلا تكون أسهمها مرغوبة لدى الجميع ولا يجد المستثمرون صعوبة في بيعها في أي وقت و لذلك فدرجة سيولتها عالية ولكنها محاطة بأنواع أخرى من مخاطر السوق[2]. هذا ويمكن الاشارة بأن

[1]. محروس حسن، مرجع سابق،ص127،128،129.
[2]. منى قاسم،دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007 ،ص100.

السيولة بالنسبة للمؤسسات المالية تختلف عن سيولة الاوراق المالية، فسيولة المؤسسات المالية نعني بها قدرة المؤسسة على تلبية سحوبات الودائع وطلبات القروض دون تحمل تكاليف.

3-2-4 خطر الائتمان:

وهو عبارة عن ذلك الخطر الذي ينتج عن عملية الاقراض والاقتراض، فإذا تمت عملية إقراض أموال لطرف معين بتاريخ استحقاق معين وعجز المقترض على رد قيمة القرض أو جزء منه أو قيمة الفوائد أو جزء منها أو قيمة الفوائد مع قيمة رأس المال في هذه الحالة يمكن القول بأن الدائن تعرض لخطر غير منتظم وهو خطر الائتمان.

3-2-5- خطر المنافسة:

يعتبر خطر المنافسة من بين المخاطر غير المنتظمة والتي يمكن مواجهتها عن طريق تكوين المحافظ المالية، ويظهر هذا الخطر عندما تجد نفسها في ظل منافسة في المنتوج المنتج أو الخدمة المقدمة.

3-2-6- الخطر القانوني:

وهو عبارة عن خطر ناتج عن تغير قوانين عمل المؤسسات، مما يؤدي إلى تعرض الشركة إلى خسائر مالية.

3-2-6- خطر العنصر البشري:

يمكن أن تؤدي تصرفات العاملين بالمؤسسات إلى تعرضها للافلاس، وتكمن هذه التعاملات في السرقة، الرشوة ، الاخطاء الادارية، ...الخ، ويعتبر خطر العنصر البشري من بين المخاطر التي تعاني منها كل المؤسسات وفي أي وقت.

4- قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

يمكن قياس مخاطر الاستثمار في الاوراق المالية من خلال معرفة الانحراف المعياري للعوائد عن وسطها الحسابي. وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{التشتت} = \frac{\sum_{i=1}^{n}(x_i - \overline{x_i})^2}{n}$$

$$\delta = \sqrt{\text{التشتت}}$$

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(x_i - \overline{x_i})^2}{n}}$$

كلما زاد الانحراف المعياري كلما دل ذلك على زيادة المخاطر والعكس.

و للتوضيح لنفترض أنه لديك عوائد سهم شركة صيدال ظهرت عوائده كما يلي:

N	R_i
1	0.35
2	0.03
3	0.15
4	0.02
5	0.11
6	0.24

- أحسب مخاطر الاستثمار في سهم شركة صيدال؟

الحل:

$$\overline{R_i} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{N}$$

$$\overline{R_i} = \frac{0.9}{6}$$

N	R_i	$\overline{R_i}$	$(R_i - \overline{R_i})$	$(R_i - \overline{R_i})^2$
1	0.35	0.15	0.2	0.04
2	0.03	0.15	0.12-	0.0144
3	0.15	0.15	0	0
4	0.02	0.15	0.13-	0.0169
5	0.11	0.15	0.04-	0.0016
6	0.24	0.15	0.09	0.0081

$$\text{التشتت} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})^2}{n}$$

ومنه تصبح قيمة التشتت تساوي:

$$\text{التشتت} = \frac{0.0801}{6}$$

التشتت = 0.0135

حساب قيمة الانحراف المعياري Standard Deviation:

$$\delta = \sqrt{\text{التشتت}}$$

$$\delta = \sqrt{0.0135}$$

$$\delta = 0.11618$$

من خلال ما سبق نلاحظ أن عائد سهم هذه الشركة يرتفع بحدود 0.11618 عن المعدل و ينخفض في أوقات أخرى عن المعدل بنفس المقدار، أي تشتت العوائد على المعدل هو بحدود 0.11618 ارتفاعا وانخفاضا.

مثال 02: [1]

لنفترض أن أحد المستثمرين اشترى ورقة مالية، وكان العائد السنوي المتوقع خلال السنوات الخمس كما يلي:

السنة	العائد السنوي
1	0.07
2	0.05
3	0.08
4	0.06
5	0.09

أحسب الانحراف المعياري؟

الحل:

$$\overline{R_i} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{N}$$

$$\overline{R_i} = 0.07$$

N	R_i	$\overline{R_i}$	$(R_i - \overline{R_i})$	$(R_i - \overline{R_i})^2$
1	0.07	0.07	0	-
2	0.05	0.07	-0.02	0.0004
3	0.08	0.07	0.01	0.0001
4	0.06	0.07	-0.01	0.0001
5	0.09	0.07	0.02	0.0004

[1]. حمزة محمود الزبيدي ، ص 64.

$$\text{التشتت} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})^2}{n}$$

ومنه تصبح قيمة التشتت تساوي:

$$\text{التشتت} = \frac{0.0801}{6}$$

$$\text{التشتت} = 0.0002$$

حساب قيمة الانحراف المعياري Standard Deviation:

$$\delta = \sqrt{\text{التشتت}}$$

$$\delta = \sqrt{0.0002}$$

$$\boldsymbol{\delta = 1.4\%}$$

خلاصة المحور الثاني:

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار مالي، فهناك من يفظـــل العائـــد والمخـــاطرة في الاسواق المالية والبعض الآخر يفضل الامان والعائد القليل و البعض الآخر يوازي بين العائد و المخاطر.

تختلف المخاطر باختلاف الاصل المالي، فبالنسبة للأسهم تتعرض لمخاطر أكبر من السندات، هذا مـــا وجب على المستثمين تكوين محافظ مالية تقلل المخاطر غير المنتظمة نتيجة التنويع والذي سوف نتطرق إليها في المحور اللاحق.

قائمة مراجع المحور الثاني:

1- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الاردن، 2009.

2- hain levy , stochastic dominance ; investment ; decision ;making under uncertainty ,third edition, springer, ,2016

3- صفية أحمد أبوا بكر، تكوين محفظة استثمارات مثلى،ب التطبيق على شركة تأمين تعمل في السوق المصري ،مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة،ص7،تاريخ التحميل:

http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm

4- قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الاسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات) ، دار رسلان، سوريا، 2009.

5- شقيري نورى موسى ....وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، الاردن، 2016.

6- محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، دون طبعة، دون سنة نشر .

7- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007 .

المحور الثالث:
بناء و إدارة المحفظة الاستثمارية

مقدمة المحور الثالث:

إن الاستثمار في الاوراق المالية وكما تم التطرق إليه سابقا يتعرض إلى مجموعة من المخاطر منها ما هي مخاطر منتظمة ومنها ماهو مخاطر غير منتظمة وهذه المخاطر في كثير من الاحيان تـــؤدي إلى ضـــياع رأســـال المستثمر مهما كان هذا المستثمر هو من صغار المستثمرين أو من كبار المستثمرين، لذا لا بد على أي مستثمر أن يقوم بتكوين محافظ مالية تنقص من هذه المخاطر، وتجعل المستثمر يبتعد عن الخسارة القصوى.وعلى هـــذا الاساس سوف نتطرقي في هذا المحور إلى ما يلي:

1- مفاهيم عامة حول المحافظ الاستثمارية.

2- المحفظة المالية، تعريفها، أنواعها و أسس تكوينها و إدارتها.

1- مفاهيم عامة حول المحافظ الاستثمارية.

1-1- تعريف المحفظة الاستثمارية:

تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار التي تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لادارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وكذلك تعرف بأنها كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمتها، كما تعرف أيضا بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات والتي تهـــدف إلى اختيار المحفظة المثلى كما وتعرف بأنها كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهـــدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الاجمالية للثروة[1].

مما سبق ترى الباحثة بأن المحفظة الاستثمارية كل ما يملك الفرد من أصول حقيقية وأصول مالية يكون الغرض من تكوينها هو تخفيض المخاطرة وتعظيم العائد المحقق.

1-2- أهداف المحافظ الاستثمارية:

تهدف المحافظ الاستثمارية إلى المحافظة على رأس المال الأصلي من المخاطر، حيث تساعد المحافظ علـــى الحفاظ على رأس المال الأصلي بواسطة تنويع الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة، وكذلك تهدف للحفـــاظ على قدر معين من السيولة وتنمية المحفظة واستقرار الدخل ، وهو كما يلي: [2]

- الحفاظ على رأس المال الاصلي:

هذا الهدف ينبغي أن يكون الهدف الأساسي الأول لجميع المستثمرين بغض النظر عن ثـــرواتهم وطموحـــاتهم الاستثمارية.

فالحفاظ على رأس المال الأصلي ضروري لاستمرار المستثمر بالســـوق، فمهمـــا زادت طموحـــات المستثمر وترائ له ارتفاع فرص الارباح، فإنه يجب أن لا تصل مغامرات إلى تعـــريض رأس مالـــه الأساســـي للخطر.

[1]. توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة فلسطين، 2015، ص 35.

[2] محمد عبد الله شاهين محمد،أسواق المال بين الارباح والخسائر،(العوائد والمخاطر) ،دار حميثرا، دون بلد النشر، 2018، ص 111، 112.

ولا يقتصر رأس المال الأصلي على الأموال التي بدأ بها المستثمر استثماراته، بل يمتد إلى قوته الشـــرائية بحماية هذه الأموال من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم حيث أن عدم تعريض القيمة الشرائية لـــلأوراق المالية بالمحفظة يعني خسارة لرأس المال الأصلي.

تنمية المحفظة:

وذلك بتضخيم قيمتها الرأسمالية، فنمو رأس المال له أهمية خاصة بالنسبة لغالبية المستثمرين، لما يحققـــه من المكاسب الفعلية المؤجلة التي يحققها المستثمر من استثماراته وبالتالي تزويده بضمانات إضافية في المستقبل.

استمرار تدفق الدخل:

ويعتبر هذا الهدف من الأهداف الجديرة باهتمام جميع المستثمرين لما يتيحه للمستثمر من فرصة التمتع ببعض الدخول الاضافية بصفة دورية، وتمكينه من إعداد خطة لاعادة استثمار جزء من هذه الدخول في حالـــة رغبته في ذلك، أو استخدامها لمواجهة مصاريف غير متوقعة.

التأمين ضد المخاطر:

وذلك بتنويع المستثمر لاستثماراته مما يقلل من تعرضه للمخاطر، فكلما زاد عـــدد الأوراق الماليـــة في المحفظة انخفض الانحراف القياسي للمحفظة بأجمعها، ومع هذا فإن زيادة عدد الاوراق المالية بالمحفظ يتطلـــب جهودا إضافية للمتابعة ، والحصول على المعلومات من عدد أكبر من الشركات، وهذا ما يسبب بعض النفقات الاضافية، لذلك يجب على المستثمر أن يوازن بين جميع هذه العوامل ويختار حلا وسطا.

السيولة*:

تشير السيولة إلى قدرة المستثمر على تحويل الأصل المالي إلى نقد دون تحمل تكاليف، وتعطي عائد كامل إذا بيعت بعد ارتفاع سعرها وسهل بيعها. ولا بد أن تتصف أي محفظة مالية بالسيولة لكي تحقق لنا العائد[1].

2- المحفظة المالية، تعريفها، أنواعها و أسس تكوينها و إدارتها.

2-1- تعريف المحفظة المالية:

تعني كلمة محفظة كما ورد في معالم اللغة بأنها كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش تحفظ فيه قطع النقود أو الأوراق الأخرى ومن هنا جاءت تسمية المحافظ الاستثمارية لتدل على نفس المعنى، حيث يمكن أن تكون مجموعة من الأوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات بأنواعها بالاضافة إلى أنه يمكن أن تكون في المحفظة أيضا أصول حقيقية كالعقار والذهب و الفضة[2].

من خلال ما سبق يمكن تعريف المحافظ المالية كما يلي:

يمكن تعريف المحفظة المالية بأنها مجموعة من الأصول المالية (الأسهم ، السندات) التي تعتمد في تكوينها على موقف المستثمر من العلاقة بين العائد والمخاطرة ومدى اسهام كل أصل استثماري مضاف إلى المحفظة أو خارج منها في الحجم الكلي للمخاطر والعائد الاجمالي للمحفظة[3].

وتنقسم خطوات تكوين المحفظة المالية إلى ثلاث خطوات وهي[4]:

- تحديد الاهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها.أي يهدف إلى ربح رأسمالي مرتفع، أو تحقيق عائد مرتفع.

* يمكن الاشارة بأن تعريف السيولة لدى المؤسسات المالية والبنوك خاصة يختلف عن التعريف السيولة بالنسبة للورقة المالية، فالسيولة بالنسبة للورقة المالية هي القدرة على التصريف دون تكبد خسائر، أما بالنسبة للسيولة بالنسبة للبنوك فهي تعني قدرة البنك على تلبية السحوبات مع القدرة على تقديم القدروض في وقت طلب القرض.

[1] Ambika Prasad dash, security analysis and portolio management, IK international bublishing house,PVT.LTD ;new delhi,page 20.

[2] غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 17.

[3] منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية ،مصر، 2007، ص94.

[4] مرجع نفسه، ص 94.

- تحديد نسب الأموال التي يريد استثمارها في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية المتاحة في السوق المالي.
- اختيار الأوراق المالية التي سيقوم بشرائها.

2-2- أنواع المحافظ المالية:

تعددت المعايير المستخدمة في تصنيف المحافظ الاستثمارية وهي كما يلي

بحسب مالك المحفظة: [1]

- المحافظ الخاصة:

و هي المحافظ التي تعود ملكيتها لمستثمر واحد ويتم تشكيلها بناءا رغبته وأهدافه، حيث يحدد المستثمر الأدوات الاستثمارية التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها وأسلوب إدارتها، وفي حال كان مدير المحفظة شخص آخر غير المالك فإن دور هذا المدير ينحصر بتنفيذ رغبات المستثمر أو يترك له حرية التصرف وفق ما تقتضي ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، على أن يجعل المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان والسيولة والربحية حتى تفي المحفظة بأغراضها.

- محافظ المؤسسات:

وهي محافظ مؤسسات استثمارية مشكلة سلفا من أدوات استثمارية متنوعة وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام وتكون لها المحافظ استراتيجيات محددة و تخطيط مسبق وكل قرار استثماري يتخذ يجب ان تتوافر فيه شروط علمية معينة كي لا يتأثر المساهمون أو المستثمرون بأي نتائج سلبية وذلك لأن المستثمر يعتبر مساهما في رأس المال ويكون له دور في إدارة المحفظة بقدر ما يملكه من الأسهم في المحفظة.

[1] بشار العراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الاسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص 36.

بحسب السياسة الاستثمارية[1]:

– محفظة النمو:

وهي المحفظة التي تسعى للمحافظة على وتائر نمو العوائد وفي هذا النوع من المحافظ تكون معـــدلات النمو المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات الاستثمارية (اعتماد الأدوات التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمـــو أموال المحفظة وزيادتها.

– محفظة الدخل:

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواءا كان مصدرها توزيعـــات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، حيث أن غالبية الأشخاص الذين يفضلون محافظ الدخل، إما أن يكونو من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.

– المحفظة المتوازنة:

وهي محفظة تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها وهو ما يمكن انجازه مـــن خلال ربط التوازنين، قصير الأجل في مجال الدورات التي تتصف بالتحول السريع إلى سيولة والطويل الأجل في مجال البحث عن التدفقات النقدية الثابتة مع التوافق الدقيق بين العائد و المخاطرة، وبما يتجاوز حالات الافراط في التحوط والمخاطرة[2].

بحسب مكونات المحفظة:

تنقسم المحافظ بحسب مكونات المحفظة إلى ما يلي:

[1] زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة ماستر، تخصص اقتصاديات المالية و البنوك، جامعة البويرة، الجزائر، 2014-2015،ص 103.
[2] زيان سعاد، مرجع سابق، ص 104.

– محافظ السندات:

وهي تلك المحافظ التي تكون مكونة بنسبة كبيرة من السندات، يكونها المستثمر الذي يكون يخاف من المخاطر ويفظل الامان.

– محافظ الاسهم:

وهي تلك المحافظ التي تكون مكونة بنسبة كبيرة من الاسهم، يمتاز مكونها بتقبل المخاطرة من أجل تحقيق العائد المرتفع.

– محافظ السوق النقدية:

وهي تلك المحافظ التي تكون مشكلة من أدوات السوق النقدية فقط، وهي الكمبالة، السند لأمر، السفتجة، أذونات الخزينة.....الخ.

– محافظ المشتقات المالية:

وهي تلك المحافظ المكونة من أنواع المشتقات المالية، وهي عقود الخيار، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، وعقود المبادلة وهي عقود آجلة تمتاز بتحقيق العائد دزن تسليم الاصل محل التعاقد، وسوف نتطرق إليها بالتفصيل في محور لاحق.

– محافظ العملات:

وهي عبارة عن محافظ مالية مكونة من عملات فقط ، يشكلها المستثمر الذي يفظل الاستثمار في سوق العملات أو سوق الفوركس.

2-3- أسس إدارة المحفظة الاستثمارية:

تتطلب عملية إدارة المحفظة أربع أسس وهي كما يلي[1]:

[1] مرجع نفسه، ص 105

– التخطيط:

يتطلب تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة وتهيئة قائمة بالاوراق المالية كبدائل متاحة تنسجم وأهداف المستثمر.

– التوقيت :

على المستثمر دراسة السوق واحتمالات نشاطه، وهذا لمساعدته بتوقيت الدخول إلى السوق والخروج منه، وتجنب التقلبات غير المبررة في الأسعار.

– التحفظ والتعقل:

:أن يكون سلوك المستثمر متزن عند بناء وإعداد المحفظة الاستثمارية طبقا لمبدأ المنفعة.

– الاشراف والمتابعة :

تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الثبات النسبي لها يدعو مدير المحفظة إلى القيام بمراجعة دورية، إشراف مباشر لمكونات المحفظة.

2-4- السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الاستثمارية هي[1] :

2-4-1-السياسة الهجومية: *

هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان ومنه فإن اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكلة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ" محافظ رأس المال"، أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي % 80 إلى % 90 من قيمة المحفظة.

[1] شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا، دون مكان النشر، 2018، ص 155، 156.
* تسمى المحافظ التي تتبنه السياسة الخجومية بمحافظ النمو.

2-4-2-السياسة الدفاعية:

في هذه السياسة المستثمر يكون جد متحفظ اتجاه عنصر المخاطرة، الأمر الـــذي يدفعـــه إلى إعطـــاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ" محفظة الدخل"، حيث تتكون كقاعـــدة أساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين % 60 إلى % 80 من رأس مال المحفظة .

2-4-3- السياسة المتوازنة:

تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، وتتكون القاعدة الأساســـية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية مـــن السيولة، إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية و الممتازة و السندات الطويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى

خلاصة المحور الثالث:

يعد متابعة أداء المحفظة الاستثمارية أمراً مهماً لأنه يساعد على القيام بالتغييرات الضرورية على المحفظة. فلو تسببت –على سبيل المثال– أسهم محددة في خفض أداء محفظة المستثمر أو تسببت بمخاطر إضافية للمحفظة أكبر مما يتحمله المستثمر، فيمكنه حينها التخلص منها والاستثمار في غيرها. كذلك إذا لم تحقق المحفظة الاستثمارية الحد الأدنى من العائد الذي أراده المستثمر فبإمكانه حينها إعادة توزيع أصوله الاستثمارية بشكل جزئي أو كامل، أو حتى زيادة رأسمال محفظته. وجرت العادة أن يقوم معظم المستثمرين بإجراء مراجعة لمحافظهم الاستثمارية مرة كل عام.

قائمة مراجع المحور الثالث:

1- توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة فلسطين.

2- محمد عبد الله شاهين محمد،أسواق المال بين الارباح والخسائر،(العوائد والمخاطر) ،دار حميثرا، دون بلد النشر، 2018.

3-Ambika Prasad dash, security analysis and portolio management, IK international bublishing house,PVT.LTD ;new delhi

4- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.

5- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية ،مصر، 2007.

6- بشار العراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الاسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا، 2015.

7- زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة ماستر، تخصص اقتصاديات المالية و البنوك، جامعة البويرة، الجزائر، 2014-2015.

8- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا، دون مكان النشر، 2018.

المحور الرابع:
نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

مقدمة المحور الرابع:

تطورت نظرية المحفظة خلال عقد الستينات، بظهور بعض الاسهامات الرئيسية لها ويعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية capital assets pricing model أهم تطور حصل في إطار النظرية ويعرف بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة، فهو يمثل الاطار العملي لموازنة العائد المتوقع بالمخاطرة المصاحبة له، يسمى بأسماء عديدة وهي نموذج Beta، نموذج السوق، نموذج المؤشر الواحد، نموذج العامل العام.وسوف نتطرق في هذا المحور إلى ما يلي:

1- أساسيات النموذج.

2- الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

1- أساسيات النموذج:

تبرز أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في أنه يجمع سوية ما بين المخاطرة والعائد المطلوب في آن واحد، أي بين المخاطرة المنتظمة ومعدل العائد المطلوب في آن واحد[1].

طور النموذج من طرف SHARPE سنة 1964، و LINTNER سنة 1965 . و MOSSIN سنة 1966، وقد منحوا نموذج توازني لتسعير الاصول ذات المخاطر[2].

بني نموذج تسعير الأصول المالية الرأسمالية على عدة افتراضات وهي [3]:

- تباع الأصول و تشترى بدون تكلفة على عملية الشراء والبيع كالعمولة أو الرسوم، إذا أردنا أن نأخذ بعين الاعتبار كلفة الشراء أو البيع في هذا النموذج يكون تحديد السعر معقد أو هذا يعتمد على مقدار حجم التكلفة لأنها تؤثر على العائد.
- يستطيع أي مستثمر شراء أو بيع بقيمة دينار واحد في السوق أي أن أي مستثمر مهما كان حجم رأسماله يستطيع أن يبيع أو يشتري في السوق.
- لا يوجد ضريبة على الدخل الناتج من الاستثمار في الأصول الرأسمالية المقيمة على أساس هذا النموذج مهما كان العائد من توزيع الأرباح أو من الأرباح الرأسمالية.
- لا يوجد سيطرة على السوق من قبل المستثمر مهما كان حجم مبيعاته أو مشترياته أي أن هناك منافسة كاملة في السوق ولا يوجد فرد أو مجموعة من الأفراد تستطيع السيطرة على الأسعار في السوق.
- المستثمر يعتمد في قراره الاستثماري على مقدار العائد الأصل و أيضا على مقدار المخاطرة المحققة على هذا الأصل .
- البيع السريع أو البيع على المكشوف مسموح به، ويستطيع أي مستثمر بيع أي كمية مهما كان حجم هذه الكمية بطريقة البيع السريع أو البيع على المكشوف.
- المستثمر يستطيع أن يفترض أو يفرض أي مقدار من المال على أساس أن معدل الفائدة يكون مساويا لمعدل العائد وعلى السندات السائدة أو على أساس معدل العائد الخالي من المخاطرة.

---

[1]. محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 72- 74.

[2]. mohamed sharif zadeh, an empirical and theoretical analysis of capitals asset ,pricing model, boca raton, florida, usa, 2010, page10.

[3]. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2013، ص 195.

- توقعات المستثمرين يجب أن تكون متجانسة وتعتمد على نفس الأسس من خلال المعلومات المتوفرة لهم من خلال فترة محددة، وتعتمد التوقعات على العائد والمخاطرة، معامل الارتباط،...الخ.

بالرغم من أن هذه الافتراضات غير واقعية فقد خضع معظمها لتغيرات طفيفة من دون التأثير على الخواص الأصلية للنموذج.

أي أن النموذج افترض كفاءة السوق المالية مع استبعاد القيود وهي الضرائب، التكاليف المالية، ثبات معدل العائد الخالي من المخاطر لعمليات الاقراض والاقتراض.

2- الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية هي كما يلي:

$$RR= RF +(ERm – RF) Bj$$

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + علاوة المخاطرة

يتبين من هذه المعادلة أن حساب معدل العائد المطلوب على اي استثمار أو سهم عادي يتطلب جزئين مهمين هما: معدل العائد الخالي من المخاطرة (RF) وهو معدل الفائدة على حوالات الخزينة أو السندات الحكومية التي مدتها خمس سنوات وعلاوة المخاطرة RP (risk premium) وهي (ERm- RF) Bj.

إن علاوة المخاطرة تساوي الفرق بين متوسط العائد المتوقع للسوق ومعدل العائد الخالي من المخاطرة مضروبا في معامل المخاطرة للسهم معامل بيتا ، كذلك فهي تعبر عن الفرق بين معدل العائد المطلوب على الاستثمار أو السهم أو الموجود ذي المخاطرة ومعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وبنفس المقياس كذلك يمكن أن يعبر عنها بأنها العائد الاضافي لمحفظة السوق (فرق معدل العائد الخالي من المخاطرة).
و يمثل الجزء (ERm- RF) علاوة مخاطرة السوق ويسمى أيضا بسعر المخاطرة (risk price) أما معامل بيتا (Bj) فهو معامل المخاطرة النظامية للسهم[1].

[1]. محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 73، 74.

خلاصة المحور الرابع:

يتعلق نموذج تسعير الأوراق المالية باختيار المحافظ المالية للمستثمر في السوقين، افترض مجموعة من الفرضيات من بينها أنه لا يوجد تكاليف متعلقة بالصفقات، هذا ويمكن الاشارة بأن هذا النموذج لم يكن النموذج الاخير المتعلق بالمحافظ المالية بل تبعه مجموعة من النماذج.

قائمة مراجع المحور الرابع:

1- محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، دار إثراء، الأردن، 2013.

2- mohamed sharif zadeh, an empirical and theoretical analysis of capitals asset ,pricing model, boca raton, florida, usa, 2010, page10.

3- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2013، ص 195.

المحور الخامس: المشتقات المالية

مقدمة المحور الخامس:

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقود الأخيرة سواء من ناحية حجم التعامل لهذه الأدوات، إذ تشير الاحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على إختلاف أنواعها والذي ساعد على ذلك ظاهرة عالمية الأسواق وهو ما يعرف بعصر العولمة التي نجمت إلى حد كبير عن التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية، وانتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات العالمية المتطورة فضلا عن التنافس المحموم بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها وما ترتب عليه من تسابق بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وما صاحبها من عوامل لإغراء المستثمرين والمتعاملين للاقبال عليها[1].

- **مفهوم المشتقات المالية.**
- **منافع استخدام المشتقات المالية.**
- **المتعاملون بالمشتقات المالية.**
- **مخاطر التعامل بالمشتقات المالية.**
- **أنواع المشتقات المالية.**

[1]. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الاكادمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2002، ص 03.

1- مفهوم المشتقات المالية:

هناك مجموعة من التعاريف التي سيقت لبيان المشتقات المالية، من بين هذه التعاريف ما يلي[1]:

- تعرف المشتقات المالية بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية *وتتحدد قيمتها بقيم واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.
- تعرف بأنها عقود فرعية أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، ...الخ)، لينشأ عن ذلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.

2- منافع استخدام المشتقات المالية:

تستخدم المشتقات المالية في مجموعة من العمليات و هي كما يلي[2]:

2-1- أداة لاستكشاف السعر:

من أكثر وظائف المشتقات بروزا هو تزويد المتعاملين بالمعلومات عما سوف يكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم لهذا السبب تعتبر أداة جيدة لاستكشاف السعر أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

2-2- التغطية ضد المخاطر:

تمثل وظيفة التغطية واحدة من بين الوظائف المهمة التي تمتاز بها المشتقات المالية فمثلا نفترض وجود مستثمر يريد أن يتخذ مركز طويل في السوق الحاضر لسهم ما، والذي عمل على شراء سهم من سوق الأوراق المالية وبسعر 50 دج، وكان المستثمر متخوف من انخفاض قيمته في حال بيعه وقد تحققت توقعات ذلك المستثمر، إذ انخفض سعر ذلك السهم إلى 30درجة وهذا أدى إلى تحقق خسائر قدرها 20دج، ولنفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار البيع في وقت شرائه للسهم يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر تنفيذ 50دج وبتاريخ تنفيذ هو ذاته المقرر أن يباع فيه السهم مقابل مكافأة قدرها مثلا 03دج وهنا يصبح المستثمر يمتلك محفظة تتكون من سهم وعقد خيار بيع، يتم تصفية كل منهما في سوق

[1]. عبد الحميد محمود البعلي، مرجع سابق، ص 03.
* أي عمليات لا تدون في الميزانية لأنها مرتبطة بالوعد.
[2]. جليل كاظم مدلول العارضي...وآخرون، إدارة المشتقات المالية، مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الدار المنهجية، الأردن، 2016، ص 28-30.

مستقبلي، وعليه في حالة افتراض سعر بيع السهم قد ارتفع عندئذ سوف تقتصر خسائر المستثمر على قيمة المكافأة فقط.

2-3- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

مثلا نفترض أن مستثمر قام ببيع أوراق مالية بعقود مستقبلية، وقد أبرم عقدا بسعر 25دج للورقة، يكون التسليم في شهر نوفمبر اللاحق (مركز قصير) ولو أن سعر الورقة انخفض في تاريخ التسليم إلى 20دج للورقة بذلك سيقوم المستثمر ببيع الورقة لمن يرغب في الشراء، أيا كان وذلك بسعر سوقي 20 دج للورقة، ولكن ماذا عن العقد المستقبلي الذي سوف يترتب على تسويته تحقيق أرباح تعوض البائع عن الانخفاض في حصيلة بيع الورقة.

2-4- إتاحة فرصة إستثمارية للمضاربين:

إن استخدام المشتقات المالية يساعد المضاربين على تحقيق الربح فمثلا يتوقع مضارب ارتفاع سعر سهم ما في المستقبل غير أنه ليس على دراية كافية بذلك في هذه الحالة يمكن شراء عقد خيار شراء على الأسهم بدل من شراء الأسهم ذاته ونفترض أن سعر السهم في السوق كان 40 دج وقام ذلك المضارب بإيداع عقد شراء عليه بسعر تنفيذ يعادل السعر الذي يباع به السهم أي 40دج، في مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات، فإذا ما ارتفع سعر السهم في تاريخ التنفيذ إلى 50دج ستتم تسوية العقد على أساس نقدي وذلك بأن يحصل المضارب (مشتري العقد) على 10 دولارات من العقد ولما كان قد سبق له أن دفع 03 دولار مكافأة مثلا غير قابلة للرد فإنه يكون قد ربح 07دج أي أكثر من ضعفي قيمة المبلغ المستثمر، أما إذا كان قد اشترى السهم من السوق الحاضر بدلا من شراءه بعقد خيار شراء فإن أرباحه تصبح 10دج.

هذا ويمكن الاشارة بأن المضاربة لا تقتصر على التعامل في سوق محدد بل هي متاحة في أسواق المشتقات الأخرى.

2-5- تيسير وتنشيط التعامل على الأصل محل التعاقد:

يمتاز التعامل في سوق المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى درجة يمكن للأسواق الحاضرة أن تتنافس فيه فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 5.51% من قيمة العقد، ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لابرام الصفقة في سعر قريب من السعر العادل ويسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة قليلة من قيمة الصفقة وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بايداعه لدى الوسطاء في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

2-6- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

من بين مميزات العقود المشتقة سرعة تنفيذ الاستراتيجية الاستثمارية نظرا لمرونتها فضلا عن سيولتها المميزة، فلو أن مستثمرا ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنويع فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقت طويل وينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات يقابل ذلك بديل آخر يقيد المستثمر من تلك المشكلات هو الاستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات.

2-7- تحقيق سمة الكمال للسوق:

يتحقق الكمال للسوق في حالة توفير للمتعاملين الأصول المالية الكافية التي تتناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو هو أمر يستحيل تحقيقه، فإنه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها تتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أية ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضر.

3- المتعاملون بالمشتقات المالية:

يوجد هناك ثلاثة أطراف من الذين يستعملون أسواق المشتقات المالية وهم[1]:

3-1- المتحوطون:

ويستعملون التحوط من خلال الدخول في صفقات لغرض حماية أعمالهم من خطر التقلب في الأسعار أو حماية أعمالهم من خطر التقلب في الأسعار، أو حماية موجوداتهم ضد التغيير في بعض الموجودات الأساسية، إذ يتم شراء الأدوات المالية المشتقة واستعمالها كتحوط ولضمان امتلاك قيمة موجبة في التحركات التي تحصل على الموجودات الأساسية.

3-2- المضاربون*:

وهم المتعاملون الدين يقومون بمراقبة تقلب الأسعار من أجل الحصول على أرباح ومكاسب ويتخذون موقع في الأدوات المالية والموجودات الأخرى مع اعتبارات الحصول على أرباح من التغيرات الحاصلة على قيمة الموجود إذ يقبلون بمستوى عال من المخاطر مع توقع لمكافأة عالية.

3-3- المراجحون:

وهم المتعاملون الذين يحاولون الاستفادة من تغيرات أسعار مختلف الأدوات المالية المتداولة في مختلف الأسواق المشتقة إذ أن المراجح يشترى بالسعر المنخفض ثم يقوم بالبيع مباشرة في حال ارتفاع الأسعار، في مجموعة من الاسواق، والمراجحون يساعدون على التأكد من الكفاءة السعرية لأن نشاطهم بالشراء والبيع السريع تزيل تناقضات التسعير.

4- مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

إن العمليات التجارية تنطوي على سلسلة من الوظائف التي لها مستويات مختلفة من المخاطر، فليس هناك مشروع خال من المخاطر، وتتمثل الوظيفة الأساسية للإدارة في تحديد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها

[1]. جليل كاظم مدلول، زيد متعب عباس العباسي، مرجع سابق، ص 36، 37.

* يمكن الاشارة بأن المضارب هو نوع من أنواع المستثمرين، يتميز بخاصية عدم الاحتفاظ بالورقة المالية لوقت طويل مع إمكانية تحمل المخاطر المرتفعة في سبيل تحقيق عائد مرتفع.

العمل التجاري وذلك من أجل فهم مستوى المخاطر التي ترغب المؤسسة في تحملها وتقرير طبيعة ومدى المخاطر التي تكون المنشأة على استعداد لمواجهتها، وعلى الرغم من أن المشتقات تستعمل كأدوات للتحوط من المخاطر إلا أن الاستثمار فيها قد يؤدي إلى مخاطر عديدة منها المخاطر الائتمانية، السوقية، والتنظيمية.

5- أنواع المشتقات المالية:

توجد هناك أربعة أنواع رئيسية للمشتقات المالية وهي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار، وعقود المبادلات.

5-1- عقود الخيار:

5-1-1- نشأة عقود الخيار:

بدأت عقود الخيار أولا في السلع سنة 1630م، ثم توسع التعامل بها لتشمل العقارات ومعاملات الأوراق المالية في الأسواق خارج البورصة، حيث تم التعامل بعقود الخيارات في الاسهم في سوق لندن في الأوراق المالية بداية سنة 1820م، وخلال سنة 1860م أنشأت سوق الخيارات والأوراق المالية في أمريكا، وكانت فيها العقود غير نمطية، وأما النمو الحقيقي والمتطور للتعامل بالخيارات بدأ بفعل التقدم الصناعي والتكنولوجي بين سنة 1970 وسنة 1980، حيث ظهرت أول سوق منظمة للخيارات في أمريكا في مدينة شيكاغو سنة 1973 ، حيث أنشأ مجلس شيكاغو سوقا متخصصة للخيارات، صممت فيها العقود بشكل نمطي مكن من تداولها والتعامل بها بوصفها أداة مالية، ثم انتشر التعامل بهذه العقود النمطية في الأسواق الأخرى داخل الولايات المتحدة، حيث وصلت عقود الخيارات إلى أكثر من مليون عقد يومي.

و لم يبدأ التعامل بها بالشكل النمطي في الأسواق الأخرى إلا في عقد الثمانينات من القرن العشرين، ففي سنة 1977 تم التعامل بالخيارات المنمطة في سوق لندن للأوراق المالية، ثم زاد عدد الأسواق التي تتعامل بهذه العقود إلى أكثر من 40 سوقا على مستوى العالم، كانت الخيارات في بادئ الأمر على السلع وخاصة المحاصيل الزراعية، ثم تطورت وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، ولا سيما بعد إنشاء سوق شيكاغو، وتنميط عقود الخيارات و في بداية الثمانينات تم ادراج أنواع جديدة من الخيارات شملت الأسهم، وسندات الخزينة (الامريكية والأجنبية)، والسلع والبضائع، والعملات والمؤشرات...الخ.

5-1-2-تعريف عقد الخيار:

هو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ لاحق وبسعر يحدد وقت التعاقد على أن يكون لمشتري الخيار الحق في التنفيذ أو عدمه، وذلك في مقابل مكافأة يدفعها للبائع (عقد الخيار) والذي يطلق عليه محرر عقد الخيار، ويوجد نوعان أساسيان من عقد الخيار وهما خيار يعطي الحق في الشراء وخيار يعطي الحق في البيع، هذا وتقوم عقود الخيار على فكرة الرفع. تتحدد المكافأة التي يطلبها المحرر من الحامل في ضوء عدد من المتغيرات وهي القيمة السوقية للأصل أو سعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ ودرجة تقلب سعر الأصل محل التعاقد ومستوى أسعار الفائدة في السوق والتوزيعات النقدية التي تجريها المنشأة المصدرة للسهم، هذا ويمكن الاشارة بأن في الولايات المتحدة الأمريكية تنشر يوميا قيمة العلاوة أي سعر التعامل على الخيار في صحف المال والأعمال.

5-1-3-خصائص عقد الخيار:

تتميز عقود الخيار بجملة من الخصائص نجملها فيما يلي[1]:

- يستمد عقد الخيار قيمته من قيمة الاصل محل التعاقد.
- توقعات طرفي العقد مختلفة، أحدهما يتوقع ارتفاع سعر الورقة السوقي عن سعر التنفيذ والاخر يتوقع انخفاض سعر الورقة السوقي عن سعر التنفيذ.
- عقد الخيار غير ملزم لحامله وإنما يعطيه الخيار في تنفيذ الصفقة أو عد تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن الخيار.
- ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت عقد الخيار، وتكون ملزمة بتنفيذه عندما يرغب مشتريه ممارسة الحق الذي اشتراه.
- عقود الخيار قابلة للتداولة، بمعنى أن صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما.
- خسائر مشتري الخيار محدودة وهي قيمة المكافأة، وأرباحه غير محدودة فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للأصل، ومغلقة لمشتري خيار البيع تزيد بانخفاض القيمة السوقية للأصل إلى أن تصل إلى الصفر.

[1]. محمود فهد مهيدات، عقود الخيارات ودورها في الأزمة المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي،أمواج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن،2012، ص 37، 38.

- تمكن عقود الخيارأصحابها من الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.
- إمتلاك الاصل المالي ليس هدفا في عقد الخيار، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق السعري.

5-1-4-أسواق عقد الخيار:

يوجد نوعان من أسواق الخيار وهما السوق غير المنظمة والأسواق المنظمة، والسوق المنظم هو سوق مركزي يحتوي على مكان محدد يجري التعامل فيه من خلال الوسطاء المعتمدين.

الأسواق غير المنظمة:

يمكن تداول عقد الخيار في الأسواق غير المنظمة مثال على ذلك قبل إنشاء بورصة شيكاغو لعقود الخيار وفي عام 1973 كان التعامل على عقود الخيار يتم في السوق غير المنظم أو ما يطلق عليه سوق التعامل على المنضدة من خلال مكاتب التجار وبيوت الوساطة، وكان السوق يشتمل على عدد محدود من التجار ووسطاء، يعمل كل منهما على التقريب ما بين البائع والمشتري وكذا التفاوض على تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ ومقدار العلاوة أي كان العقد وشروطه يتحددان على أساس القوة التفاوضية للطرفين بوجود الوسيط والتاجر.

هذا ويمكن القول بأن عقود الخيار المبرمة في الأسواق غير المنظمة عن طريق التفاوض، يصعب تنميطها، فعقود الخيار على ورقة مالية قد تختلف عن ورقة أخرى من حيث شروط العقد لاختلاف طرفي التعاقد وبنود العقد تحدد وفقا لما يلائم ظروف الطرفين فهي في هذه الحالة عقود شخصية، هذا ويمكن الاشارة بأن عملية التداول لعقود الخيار تصبح صعبة في هذا السوق وهذا ما لوحظ أن تعاملات السوق غير المنظم في أمريكا لأسواق الخيار لا يتجاوز 10% من إجمالي حجم التعامل في عقود الخيار في السوق المنظم.

السوق المنظمة:

أنشئ أول سوق منظم للتعامل بعقود الخيار في مدينة شيكاغو في شهر أفريل 1973 وأطلق عليه حينذاك ببورصة شيكاغو لعقود الخيار، وعملت تلك السوق منذ الانشاء على إدخال تعديلات على عقود الخيار

وتسهيل التعامل به بالإضافة إلى تركيزها على التعامل على أسهم الشركات المعروفة مما جعل العقود لها سيولة عالية[1].

5-1-5-عناصر عقد الخيار:

تشتمل عقود الخيار على العناصر التالية[2]:

- الأطراف (البائع للأصل ، ومشتري الأصل).
- نوع الأصل محل التعاقد.
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.
- **سعر التنفيذ:**

وهو السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، ويسمى أيضا بسعر التعاقد وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن السعر السوقي الذي تباع به الورقة المالية لحظة إبرام العقد.

- **تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق:**

وهو التاريخ المحدد لتنفيذ الخيار فإذا كان الخيار هو أمريكيا فإن تنفيذه يكون خلال فترة عقد الخيار، وإذا كان الخيار أوربي فإن التنفيذ يكون في فترة التنفيذ فقط، هذا ويمكن الاشارة بأن العلاوة المقدمة في عقد الخيار الأمريكي تكون أكبر من العلاوة المقدمة في عقد الخيار الاوربي.

- **العلاوة:**

وهي المكافأة التي يحصل عليها محرر عقد الخيار، وتتوقف عادة على عدة عوامل مثل القيمة السوقية للأصل، وسعر التنفيذ ومدة الاستحقاق حيث كما تم الاشارة سابقا فإنه كلما طالت المدة كان السعر أعلى، وأسعار الفائدة السائدة والعرض والطلب على شراء وبيع عقود الخيار، تقلبات الأسعار.

هذا ويمكن الاشارة أن قيمة العلاوة لا تدخل في قيمة الصفقة وتقدم عند إبرام العقد ولا تسترجع في كل الحالات.

[1]. منير ابراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، سلسلة الأسواق المالية، الاكادمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 1988، ص 226-229.

[2]. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الاكادمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2002، ص ص 15، 16.

5-1-6- أنواع عقود الخيار:

هناك مجموعة من الأنواع المختلفة لعقود الخيار والتي يمكن تقسيمها بناء لعدة معايير وهي كما يلي:

من حيث مدة العقد:

ينقسم عقد الخيار من حيث مدة العقد إلى ما يلي[1]:

عقد الخيار الأمريكي:

بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية ، عملة ...الخ ، بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من ابرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه.

عقد الخيار الاوربي:

بموجب هذا الاسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار في شراء أوراق مالية بالسعر المتفق عليه إلا أن التنفيذ لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

أنواع الخيارات باعتبار ملكية محرر الخيار للأصل محل التعاقد والمبلغ:

ينقسم عقد الخيار باعتبار ملكية محرر الخيار للأصل محل التعاقد والمبلغ إلى نوعين وهما[2]:

الخيار المغطى:

وهو الذي يكون فيه محرر عقد الخيار مالكا للأصل محل التعاقد و المبلغ المالي أثناء ابرام عقد الخيار.

الخيارغير المغطى:

وهو الذي يكون فيه محرر عقد الخيار غير مالك للأصل محل التعاقد و المبلغ المالي أثناء ابرام عقد الخيار.

من حيث نوع الصفقة:

تنقسم عقود الخيار من حيث نوع الصفقة إلى:

- خيار الشراء :

[1]. زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، مصر، دون سنة نشر، ص 229.
[2]. عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص 121.

يعرف خيار الشراء بأنه عقد يمنح حاملة الحق في شراء موجود معين (أصل مالي) بسعر محدد ويطلق عليه سعر التنفيذ أو سعر الصفقة و ذلك في/ أو خلال فترة زمنية يطلق عليها تاريخ الاستحقاق.

وبما أن الخيار هو حق فإن حصول المستثمر على هذا الحق ليس من دون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغا من المال يطلق عليه سعر الخيار أو العلاوة وهذا المبلغ ثابت ويتم تحديده في بداية التعاقد وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الخيارات.

إن شراء هذا النوع من الخيارات يضمن الحق للمستثمر بشراء الموجود الأساسي بسعر محدد وثابت والذي هو سعر التنفيذ مهما ارتفعت الاسعار السوقية أما إذا كان سعر السهم في تاريخ استحقاق الخيار أدنى من سعر التنفيذ فإن المستثمر لن ينفذ خياره وأن كل ما يخسره هو سعر الخيار أو العلاوة التي دفعها في بداية التعاقد[1] والذي يظهر لنا من خلال المثال التالي:

مثال:

أبرم مستثمر عقد خيار شراء على أسهم إحدى الشركات بسعر تنفيذ 60 دج للسهم الواحد، قيمة العلاوة المدفوعة هي 04 دج للسهم.

المطلوب:

أحسب ربحية أو خسارة المستثمر مقدم العلاوة وكذا التنفيذ وعدم التنفيذ إذا كانت الأسعار السوقية أثناء التنفيذ كما يلي:

45، 50، 55، 60، 64، 70، 75، 80.

[1]. أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، دار وائل ، الاردن، 2005، ص 18.

الحل:

بالنسبة لحامل عقد خيار الشراء أي شراء خيار شراء.

السعر الوقي	سعر التنفيذ	التنفيذ/ عدم التنفيذ	العلاوة	الربح/ الخسارة
45	60	لا ينفذ	4	4-
50	60	لا ينفذ	4	4-
55	60	لا ينفذ	4	4-
60	60	لا ينفذ / ينفذ	4	4-
64	60	ينفذ	4	0
70	60	ينفذ	4	6
75	60	ينفذ	4	11
80	60	ينفذ	4	16
85	60	ينفذ	4	21

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن حامل عقد خيار الشراء يحقق خسارة قصوى بقيمة العلاوة إذا انخفضت الأسعار السوقية عن سعر التنفيذ وله أرباح طائلة عند العكس.

بائع خيار الشراء:

تسلك ربحية البائع هنا اتجاها معاكسا لربحية الحامل (مشتري خيار الشراء)، إذ يربح فقط قيمة العلاوة وهي 4 دج و عندما يكون السعر السوقي أقل أيساوي سعر التنفيذ.

بينما سيحقق خسارة بعد ان يرتفع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ وتكون قيمتها مساوية للفرق بين السعرين مطروحا منها قيمة العلاوة .

و بالعودة للمثال السابق فإنه يمكن إظهار قيمة الخسارة والربح والتنفيذ وعدم التنفيذ وفق الجدول التالي:

السعر السوقي	سعر التنفيذ	العلاوة	التنفيذ/ عد التنفيذ	الربح/ الخسارة
45	60	04	لا ينفذ	04
50	60	04	لا ينفذ	04
55	60	04	لا ينفذ	04
60	60	04	ينفذ/لا ينفذ	04
64	60	04	ينفذ	0
70	60	04	ينفذ	6-
75	60	04	ينفذ	11-
80	60	04	ينفذ	16-
85	60	04	ينفذ	21-

من خلال الجدول نلاحظ أن محرر عقد خيار الشراء يحقق أرباح قصوى تقدر بقيمة العلاوة عند انخفاض الاسعار السوقية عن سعر التنفيذ أو يساويه، وفي حالة ارتفاعه عن سعر التنفيذ فسوف يحقق محرر عقد الخيار خسائر قصوى[1].

خيار البيع:

يعرف خيار البيع بأنه عقد يمنح حامله الحق في بيع أصل معين، بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ وذلك من خلال فترة زمنية معينة يطلق عليها تاريخ الاستحقاق، وحصول المستثمر على خيار البيع يكون عن طريق دفع علاوة للطرف الآخر(المحرر)، وفي حالة انخفاض الأسعار السوقية عن سعر التنفيذ فإن الحامل ينفذ العقد، وفي حالة ارتفاعها لا ينفذه وتكون قيمة خسارته القصوى هي قيمة العلاوة[2].

[1]. محمد مطر، المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، الاردن، 2016، 279، 280.
[2]. أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سابق، ص 19.

مثال:

أبرم مستثمر عقد خيار بيع على أسهم إحدى الشركات بسعر تنفيذ 60 دج للسهم الواحد، قيمة العلاوة المدفوعة هي 04 دج للسهم.

المطلوب:

أحسب ربحية أو خسارة المستثمر مقدم العلاوة وكذا التنفيذ وعدم التنفيذ إذا كانت الأسعار السوقية أثناء التنفيذ كما يلي:

45، 50، 55، 60، 64، 70، 75، 80.

الحل:

بالنسبة لحامل عقد خيار البيع أي شراء خيار البيع

السعر الوقي	سعر التنفيذ	التنفيذ/ عدم التنفيذ	العلاوة	الربح/ الخسارة
45	60	ينفذ	4	11
50	60	ينفذ	4	6
55	60	ينفذ	4	0
60	60	لا ينفذ / ينفذ	4	4-
64	60	لا ينفذ	4	4-
70	60	لا ينفذ	4	4-
75	60	لا ينفذ	4	4-
80	60	لا ينفذ	4	4-
85	60	لا ينفذ	4	4-

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن حامل عقد خيار البيع يحقق خسارة قصوى بقيمة العلاوة إذا ارتفعت الأسعار السوقية عن سعر التنفيذ وله أرباح طائلة عند العكس.

بائع خيار البيع:

تسلك ربحية بائع العقد هنا اتجاها معاكسا لربحية الحامل (مشتري خيار البيع)، إذ يربح فقط قيمة العلاوة وهي 4 دج و عندما يكون السعر السوقي أكبر أو يساوي سعر التنفيذ.

بينما سيحقق خسارة بعد ان ينخفض السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ وتكون قيمتها مساوية للفرق بين السعرين مطروحا منها قيمة العلاوة .

و بالعودة للمثال السابق فإنه يمكن إظهار قيمة الخسارة والربح والتنفيذ وعدم التنفيذ وفق الجدول التالي:

السعر السوقي	سعر التنفيذ	العلاوة	التنفيذ/ عد التنفيذ	الربح/ الخسارة
45	60	04	ينفذ	11-
50	60	04	ينفذ	06-
55	60	04	ينفذ	0
60	60	04	ينفذ/لا ينفذ	4-
64	60	04	لا ينفذ	4-
70	60	04	لا ينفذ	4-
75	60	04	لا ينفذ	4-
80	60	04	لا ينفذ	4-
85	60	04	لا ينفذ	4-

من خلال الجدول نلاحظ أن محرر عقد خيار الشراء يحقق أرباح قصوى تقدر بقيمة العلاوة عند انخفاض الاسعار السوقية عن سعر التنفيذ أو يساويه، وفي حالة ارتفاعه عن سعر التنفيذ فسوف يحقق محرر عقد الخيار خسائر قصوى.

5-2- العقود الآجلة:

تعتبر العقود الاجلة نوع من العقود المشتقة وفيما يلي يتم عرض تعريفها وخصائصها ومختلف استخداماتها.

5-2-1-تعريف العقد الآجل:

هي عقود ما بين طرفين من أجل شراء وبيع أصل معين و في تاريخ معين في المستقبل و يستخدم المستثمرون و البنوك و هذه العقود لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات الاصل وكذا سعر الصرف في مجال الاستثمارات الدولية.

5-2-2-خصائص العقود الاجلة:

تتميز العقود الاجلة بمجموعة من الخصائص نذكر منها[1]:

- هي عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة للتغيرات في المركز المالي المرتبط بتلك العقود.
- العقود الاجلة لا تتداول في سوق ثانوية منظمة.
- العقود الاجلة هي عقود خطية بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغيرفي قيمة الاصول المتعاقد عليها قد تؤدي إلى تحقيق مكاسب لطرف تعادل الخسائر للطرف الآخر.
- العقد الآجل عقد شخصي* يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة.
- تمتاز العقود الآجلة بأنها عقود شخصية وغير نمطية يتفاوض كل من الطرفين على شروطها.
- يتعرض أحد أطراف العقد الآجل إلى مخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته.

[1]. عادل رزق، إدارة الأزمات المالية العالمية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر،2010 ، ص 63، 64.

* العقد المشتق الشخصي ، هو كل عقد يتفاوض الطرفان على شروطه، أما بالنسبة للعقود النمطية فإن شروط العقد تحدده الاسواق المالية وليس لطفري العقد أي دخل في ذلك.

مثال:

قام مستثمر بإبرام عقد آجل مع مستثمر آخر من أجل شراء 100 سهم، حدد سعر التنفيذ ب 50دج، ويكون التنفيذ بعد شهر.

المطلوب:

حدد الربح والخسارة للطرفين إذا كانت الاسعار السوقية أثناء التنفيذ 44، 46، 48، 50، 52، 54، 65، 68.

الحل:

بالنسبة للمشتري:

السعر السوقي	سعر التنفيذ	الربح/ الخسارة
44	50	600-
46	50	400-
48	50	200-
50	50	0
52	50	200
54	50	400
56	50	600
58	50	800

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن المشتري في حالة حدوث توقعه(ارتفاع الاسعار) يحقق ارباح طائلة واذا كان توقعه العكس يحقق خسائر طائلة.

بالنسبة للبائع:

السعر السوقي	سعر التنفيذ	الربح/ الخسارة
44	50	600
46	50	400
48	50	200
50	50	0
52	50	200-
54	50	400-
56	50	600-
58	50	800-

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن البائع في حالة حدوث توقعه (انخفاض الاسعار) يحقق ارباح طائلة واذا كان توقعه العكس يحقق خسائر طائلة.

5-3- العقود المستقبلية:

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أوراق مالية معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد، والعقود المستقبلية لا تختلف في جوهرها عن العقود الآجلة إلا في أمور تنظيمية و تعد امتداد وتطور طبيعيا لها بل يمكن القول بأنها عقود آجلة تم تنميطها[1].

5-3-1- المتعاملون في العقود المستقبلية:

تتمثل الاطراف الرئيسية للعقود المستقبلية في المشتري والبائع والمضارب والمستثمر الراغب في التغطية وبيت التسوية وبيوت الوساطة وفيما يلي عرض لكل هذه الاطراف[2]:

[1]. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية، دراسة تطبيقية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010، ص 95.
[2]. سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 84، 85.

– المشتري والبائع:

يطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزا طويلا بمعنى أنه يشتري العقد ويحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته السوقية فيقوم ببيعه بسعر مرتفع محققا بعض الارباح.

أما بائع العقد فهو المستثمر الذي يأخذ مركز قصير على العقد بمعنى أنه يبيع العقد في الوقت الذي قد لا يملك فيه الاصل محل التعاقد ومن غير المعتاد أن يقوم البائع والمشتري بتسليم الاصل محل التعاقد ويرجع السبب في ندرة التسليم في العقود المستقبلية على الاوراق المالية إلى أن الهدف من العملية إما المضاربة أو تغطية مراكز استثمارية في السوق الحاضر.

– المستثمر بغرض التغطية والمضارب:

وهو الذي يتعرض لمخاطر التغيرات السعرية للأصول محل التعاقد ويرغب في تغطيتها فالمستثمر يكون عرضة لتلك المخاطر إذا كان يمتلك الاصل أو ينتجه أو يتوقع أن يحصل عليه بشكل أو اخر ويمثل المضارب الجانب الاكبر من المتعاملين في سوق العقود وأن وجودهم في تلك الاسواق يسهم في المحافظة على كفاءتها.

– بيت التسوية:

يوجد بكل بورصة مستقبليات مؤسسة تسوية أو مقاص تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة بما يحافظ على المصداقية المالية للبورصة ويقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة ويكون سعر المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المستثمرين رؤية كل البائعين على كل سعر وتتغير الاسعار عادة وفقا لعوامل العرض والطلب ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات وذلك من خلال أحد الوسطاء والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبليات ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.

– الوسطاء:

لا يمكن للمستثمرين أن يتعاملوا في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال الوساطة إذ تقوم الوحدة المختصة بالعقود المستقبلية بفتح حساب للعميل يطلق عليه حساب السلعة أو حساب المتاجرة حيث يفتح حساب مستقل لكل سلعة يتعامل فيها العميل.

5-3-2-شروط التعاقد في العقود المستقبلية:

هناك مجموعة من الشروط التي تستلزم توافرها عند ابرام العقد المستقبلي وهي كما يلي[1]:

- وحدة التعامل وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم ابرام العقد.
- شروط التسليم والتي تتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.
- حدوث تقلبا الأسعار حيث تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية حيث تفرض حد أدنى وحد أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود و هي العقود المستقبلية على المؤشرات.
- نظام الهوامش ، فنظرا لما ترتب على التعاقدات من مخاطر منها مخاطر عدم القدرة على السداد، تم فرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت التسوية الذي يتعاملون معه، ويكون في شكل صورة نقدية أو في شكل أوراق مالية كسندات الخزينة، أو أسهم لشركات قوية...الخ.
- التسوية السعرية اليومية وهو ما يميز العقود المستقبلية عن باقي العقود المشتقة الأخرى، والذي نعني به إجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر الأصل في سوق المال المنظم.

5-3-3-أنواع العقود المستقبلية:

هناك مجموعة من الأنواع للعقود المستقبلية، تتنوع هذه الانواع بتنوع الاصل وهي كما يلي[2]:

[1]. محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات- مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 413.
[2]. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 234، 235.

عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:

وهي عقود تتم بين بائع ومشتري العقد، على أسعار الفائدة، أغلبها يتم تسويتها قبل تاريخ استحقاقها وذلك بصفة عكسية ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

عقود مستقبلية على مؤشرات السوق:

وهي عقود تتم على مؤشرات السوق المالي و بالخصوص في البورصة تتم عن طريق تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبا في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس إقفال آخر يوم يتعامل فيه العقد وسعر شراء العقد.

عقود مستقبلية على السلع:

و هي بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد. و الطرف الآخر يلتزم بتقديم ثمن السلعة.

عقود مستقبلية و على الأوراق المالية:

وهي عقد ما بين طرفين على شراء وبيع أوراق مالية في تاريخ لاحق، يكونان ملتزمين بتنفيذ العقد ومع توفر كل شروط العقد.

5-4- عقود المبادلة:

هو عقد ما بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية في المستقبل[1]، تعد عقود المبادلة أحد أدوات التحوط ضد المخاطر، وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة بما يعرف بمبادلة أسعار الفائدة (مبادلة تغير سعر الفائدة الثابت بمعدل الفائدة المتغيرة ...الخ).

وهي من أقدم العمليات التجارية، ترجع نشأتها إلى عام 1970 وذلك عندما طور تجار العملة مقايضة العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على حركة العملات الأجنبية لتجنب الرقابة البريطانية على حركات

[1]. fletcher j .sturm ,strading ,natural Gas,cash futures options and swaps,tulsa ok lahom,usa,1997,page 42

العملة الأجنبية ويعتبر أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة تم في عام 1981، وذلك كوسيلة توفير في تكاليف إصدار الدين أو المضاربة بهدف تحقيق أرباح نتيجة الفرق في التعامل بين مختلف الأسواق ولقذ ظهرت هذه المقايضات نتيجة إتفاق بين شركة IBM مع WORLD BANK وتنامت هذه الاسواق بسرعة كبيرة منذ الثمانينات حيث أصبحت أداة فعالة من خلال السيطرة على صرف العملات الاجنبية، ويمثل كل من مبادلات العملة ومبادلات الفائدة النوعان الأساسيان والأكثر أهمية للمبادلات.

وعقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ مستقبلي لاحق أو أنه عبارة عن عقد يتفق من خلاله طرفان على تبادل التدفقات النقدية بغرض نقل المخاطرة من طرف لآخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب مضاربة.

من خلال ما سبق يمكن تعريف عقد المبادلة بأنه صفقة بين طرفين يوافق كل منهما على دفع سلسلة من التدفقات النقدية للطرف الآخر خلال مدة مستقبلية محددة من الزمن والاتفاقية هنا تشمل التواريخ التي تدفع بها التدفقات النقدية والطريقة التي تحسب بها هذه الصفقة.

ويتم تداول عقد المبادلة في الاسواق غير المنظمة، وهي عقود ملزمة للطرفين على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن الارباح والخسائر لا يتم تسويتها بشكل يومي كما في العقود المستقبلية[1].

5-4-1-استخدامات المبادلات:

توجد عدة استخدامات للمبادلات وتتمثل فيما يلي[2]:

- يستخدم المتعاملون المبادلة بغرض الحصول على الفرق بين معدلات الاقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين.
- تعتبر عقود المبادلة أداة لإدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر الائتمانية والسوقية وذلك بالدخول أو الاشتراك في عدة صفقات متنوعة من هذه العقود.

[1]. فاطمة سيد عبد القادر حسين، المشتقات المالية والازمات المالية، دار حميثرا، 2017، ص ص 105-107.
[2]. مرجع نفسه، ص ص 105-107.

- تستخدم في تخفيض تكلفة التمويل.
- تمتعها بالمرونة جعلها مهيئة لملائمة احتياجات أطراف العقد أكثر من غيرها من الأدوات المتاجر بها في البورصات، فهناك منشآت تستطيع أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاها تراجعيا و اذا استشعرت العكس فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

5-4-2- عناصر عقد المبادلة:

لعقد المبدلة عناصر وهي كما يلي:

- طرفي العقد.
- مدة سريان العقد.
- السعر الآجل لمبادلة الأصل المتفق عليه.
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات.
- الأصل أو الالتزام بعقد المبادلة.

5-4-3- أنواع عقد المبادلة:

هناك أربعة أنواع شائعة للمبادلة وهي [1]:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة.
- عقود مبادلة العملات.
- عقود مبادلة البضائع.
- حق الخيار على عقود المبادلة.

[1].حاكم الربيعي ...وآخرون، المشتقات المالية، عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري،عمان، الاردن، 2011، ص ص 36-50.

– عقود مبادلة أسعار الفائدة:

ان مبادلة أسعار الفائدة تتضمن عملية تبادل في مدفوعات الفائدة وهي عادة تحدث عندما يحتاج شخص أو مؤسسة إلى التحويل بفائدة ثابتة وهو قادر على الحصول على فائدة معومة ، فيحاول ايجاد طرف آخر يحتاج للفائدة المعومة ويكون قادر على الحصول على فائدة ثابتة والاثنان يدعون بطرفي المبادلة ، يتم التعامل بهذا النوع في الاسواق المالية المحلية والدولية وذلك بسبب اختلاف الملائمة ما بين المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين من جهة أخرى حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة في السوق.

وتتركز فائدة طرفي التعاقد في تخفيض تكلفة الاقتراض للأموال من السوق، وإتاحة المجال أمام الشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني للحصول على الأموال بسعر فائدة ثابت ومتغير و لآجال أطول من آجال الاقتراض التي يمنحها السوق لذلك التصنيف الائتماني. هذا وتستعمل كذلك للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة، و لعقود مبادلة أسعار الفائدة أنواع مختلفة من أشهرها و أكثرها معاملة مبادلة أسعار الفائدة المعومة بأسعار فائدة ثابتة.

من بين خصائص مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة ما يلي:

- الاساس الافتراضي للمبلغ ثابت ولا يتغير أبدا.
- المبلغ الاساسي لا يمكن تبادله أبدا و إنما لحساب مبلغ الدفعات .
- أحد الاطراف يوافق على دفع معدلات فائدة ثابتة والآخر يدفع معدلات فائدة متغير LIBOR.

مبادلة حق الملكية:

وهي اتفاقية بين طرفين على مبادلة دفعات نقدية بفترات منظمة خلال مدة من الزمن متفق عليها، عندما يكون أحد الدفعات – على الأقل – يعتمد على قيمة سهم أو سلة من الأسهم أو مؤشر لسهم، وهذه الاتفاقية تكون لمبادلة مقسوم الارباح أو العائدات الراسمالية المحررة من مؤشر حق الملكية، إما بسعر فائدة ثابت أو متغير، ويمكن لمبادلة حق الملكية أن تحل محل المتاجلة بالاسهم المفردة أو محفظة الاسهم أو مؤشرات الاسهم، وتستعمل مبادلات حق الملكية عندما يكون العائد من الاستثمارات على حق الملكية متذبذبا جدا.

مبادلات البضائع (السلع):

رغم أن أسواق السلع لم تعرف سابقا سوى العقود المستقبلية، غير أن أحـــد أهـــم التوســـعات في تقنيات المبادلات حصل في أسواق السلع، وأغلب عقود المبادلات المستعملة في السلع هو في سلعة البتـــرول والمنتجات المرتبطة به، ولكنها استعملت أخيرا في أسواق الذهب والنحاس ويمكن أن تطبق مســـتقبلا في اي سلعة. وعقود مبادلة السلع هي ترتيبات منظمة لمبادلة الاسعار الثابتة بالمتغيرة.

خلاصة المحور الخامس:

تعتبر المشتقات المالية أداة للتحوط وإدارة الخطر، يمكن استخدامها في الاصول المالية وغـــير الماليـــة، تنقسم بدورها إلى أربعة أنواع وهي عقد الخيار، العقود الاجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلة.

جميع عقود الخيار تكون الزامية للطرفين ما عدى عقد الخيار الذي فيه خيار التنفيذ لمقدم العـــلاوة، من حيث الاستخدامات في الاسواق المالية الدولية فيعتبر عقد الخيار أكثر استخداما يليه عقد المبادلة، ولكـــن بالرغم من ايجابيات العقود المشتقة إلا أننا لا يمكن أن نغفل عن آثارها السلبية وما حدث في الازمة العالميـــة 2008 دليل على ذلك.

قائمة مراجع المحور الخامس:

1- جليل كاظم مدلول العارضي...وآخرون، إداة المشتقات المالية، مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الدار المنهجية، الأردن، .2016

2- محمود فهد مهيدات، عقود الخيارات ودورها في الأزمة المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي،أمواج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن،2012.

3- منير ابراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، سلسلة الأسواق المالية، الاكادمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 1988.

4- عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الاكادمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2002.

5- زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، مصر، دون سنة نشر.

6- أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، دار وائل ، الاردن، 2005، ص 18.

7- محمد مطر، المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، الاردن، 2016، 279، 280.

عادل رزق، إدارة الأزمات المالية العالمية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر،2010 .

8- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية، دراسة تطبيقية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010.

9- محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات- مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1998.

10- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 234، 235.

11-fletcher j .sturm ,strading ,natural Gas,cash futures options and swaps,tulsa ok lahom,usa,1997,page 42

12- فاطمة سيد عبد القادر حسين، المشتقات المالية والازمات المالية، دار حميثرا، 2017.

13- حاكم الربيعي ...وآخرون، المشتقات المالية، عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري،عمان، الاردن، 2011.

قـــــائمة المـــــراجع

أولا– مراجع باللغة العربية:

أ – الكتب:

1. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 234، 235.
2. أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، دار وائل ، الاردن، 2005، ص 18.
3. جليل كاظم مدلول العارضي...وآخرون، إدارة المشتقات المالية، مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الدار المنهجية، الأردن، 2016.
4. خيري الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، مطابع الولاء الحديثة، مصر، ص 34، 35.
5. زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، مصر، دون سنة نشر.
6. شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا، دون مكان النشر، 2018.
7. شقيري نورى موسى ....وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، الاردن، 2016.
8. عادل رزق، إدارة الأزمات المالية العالمية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر،2010 .
9. عامر محمد سعيد طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، دار البيروني، عمان، الاردن، 2018، ص 19، 20.
10. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2002.
11. عبد المجيد مهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ، مصر، 2004، ص ص12 -14، 34.
12. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
13. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الاردن، 2009.

14. قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الاسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات) ، دار رسلان، سوريا، 2009.

15. محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، دون طبعة، دون سنة نشر.

16. محمد الفاتح محمود المغربي، التمويل والاستثمار في الاسلام، دار الجنان، عمان، الاردن، **2016**، ص 28.

17. محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات- مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1998.

18. محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الارباح والخسائر،(العوائد والمخاطر) ،دار حميثرا، دون بلد النشر، 2018.

19. محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، دار إثراء، الأردن، 2013.

20. محمد على سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013، ص 10.

21. محمد مطر، المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، الاردن، 2016، 279، 280.

22. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية، دراسة تطبيقية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010.

23. محمود فهد مهيدات، عقود الخيارات ودورها في الأزمة المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، أمواج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن،2012.

24. منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007.

25. منير ابراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، سلسلة الأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 1988.

ب- رسائل و أطروحات جامعية:

1. بشار العراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في الاسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا، 2015.

2. حياة زيد، دور التحليل الفني في إتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن ، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014- 2015، ص58، 59.

3. خرور الياس، أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في القطاع الصناعي – دراسة حالة ملبنة الأوراس – باتنة خلال الفترة (2011- 2013) ، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباج، ورقلة، 2014، ص 13.

4. زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة ماستر، تخصص اقتصاديات المالية و البنوك، جامعة البويرة، الجزائر، 2014-2015.

5. شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية – دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر (03) ، الجزائر، 2012، ص 70، 71

6. وفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة فلسطين.

ج- المجلات و دوريات:

1. خولة شهاب نجم، أهمية استخدام الأساليب الكمية والرياضية في تقييم القرارات الاستثمارية (دراسة حالة)، مجلة التقني، المجلد السابع والعشرون، العدد الخامس، الموصل، العراق، 2014، ص 70، 71.

د- المواقع الالكترونية:

http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm

ثانيا – مراجع باللغة الأجنبية:

أ- الكتب:

1- hain levy , stochastic dominance ; investment ;
decision ;making under uncertainty ,third edition, springer, 2016
2-Ambika Prasad dash, security analysis and portolio management, IK international bublishing house,PVT.LTD ;new delhi
3- mohamed sharif zadeh, an empirical and theoretical analysis of capitals asset ,pricing model, boca raton, florida, usa, 2010, page10.
4-fletcher j .sturm ,strading ,natural Gas,cash futures options and swaps,tulsa ok lahom,usa,1997,page 42.