جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التّجارية وعلوم التّسيير

مطبوعة مقدمة من طرف:

الدكتورة

بن يحـــــي نسيـــــمة

محاضرات في

المحافـــــــظ الاستـــــثمارية

مقدمـــــة لطلبـــــــــة السّـــــــنة الثالثة ليـــــــسانس

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

السّنة الجامعية: 2024-2025

فهرس المحتويات

العنوان		الصفحة
قائمة المحتويات.....		
قائمة الجداول والأشكال.....		
شرح المصطلحات.....		
مقدمة.....		
المحور الأوّل: مفاهيم أساسية حول قرار الاستثمار		
أولا	**ماهية الاستثمار**	04
1	مفهوم الاستثمار	04
2	التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة	05
3	خصائص الاستثمار	06
4	أهمية وأهداف الاستثمار	07
5	مجالات الاستثمار	08
6	محددات الاستثمار	10
7	أدوات الاستثمار	13
ثانيا	**قرار الاستثمار**	15
1	مفهوم القرار الاستثماري	15
2	مراحل اتخاذ القرار الاستثماري	15
3	خصائص القرار الاستثماري	16
4	أنواع القرارات الاستثمارية	16
5	مقومات القرار الاستثماري	18
6	مبادئ القرار الاستثماري	18
7	مشاكل عملية اتخاذ القرار الاستثماري	19
أسئلة المحور الأول		20
المحور الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار		
أولا	**عوائد الاستثمار في الأوراق المالية**	**23**
1	مفهوم العائد	**23**

2	أنواع العائد	23
ثانيا	**مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية**	36
1	مفهوم المخاطر	36
2	تصنيف المخاطر الاستثمارية	36
3	قياس مخاطر الاستثمار	40
أسئلة المحور الثاني		47
المحور الثّالث: بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية		
أولا	**ماهية المحافظ الاستثمارية**	50
1	مفهوم المحفظة الاستثمارية، المحفظة المالية، صناديق الاستثمار	50
2	أهداف المحفظة المالية	51
3	أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار	52
4	أنواع المحافظ المالية	53
5	محددات تكوين المحفظة المالية	55
ثانيا	**السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية**	56
ثالثا	**مؤشرات تقييم أداء المحفظة المالية**	57
1	الأسلوب البسيط	57
2	الأسلوب المزدوج	59
أسئلة المحور الثالث		63
المحور الرّابع: تسعير الأصول الرأسمالية		
أولا	**ماهية تسعير الأصول الرأسمالية**	66
1	مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	66
2	فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM	66
3	القواعد التي يقوم عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM	67
4	الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية	68
5	انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	69
ثانيا	**أهم الإصدارات التي جاءت بعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية**	70
1	تقديم لنظرية التسعير بالمراجحة	70

2	نموذج (Fama-French)	72
ثالثا	**نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المعدل RCAPM**	73
أسئلة المحور الرابع		75
المحور الخامس: المشتقات المالية		
أولا	**ماهية المشتقات المالية**	78
1	مفهوم المشتقات المالية	78
2	خصائص المشتقات المالية	78
3	أسواق المشتقات المالية	79
4	المشاركون في أسواق المشتقات المالية	79
5	استخدامات المشتقات المالية	80
6	مخاطر المشتقات المالية	81
7	الفرق بين تداول الأسهم وتداول المشتقات المالية	82
ثانيا	**أنواع المشتقات المالية**	83
1	عقود الخيار	83
2	العقود الآجلة	91
3	العقود المستقبلية	96
4	عقود المبادلة	105
أسئلة المحور الخامس		110
قائمة المراجع		112

قائمة الجداول والأشكال

1. قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الفرق بين تداول الأسهم وتداول عقود المشتقات المالية	82
02	المقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع	85
03	حالات الربح والخسارة في موعد التنفيذ	85
04	مزايا وعيوب عقود المبادلة	109

2. قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مكونات المحفظة الاستثمارية	50
02	أنواع المشتقات المالية	83
03	أرباح وخسائر المستثمرين في اختيار الشراء	86
04	أرباح وخسائر المستثمرين في اختيار البيع	87

شرح المصطلحات

المصطلح	المعنى
التمويل	انتقال رؤوس الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي بغرض تطوير مشروع عام أو خاص أو التوسع في استثمارات جديدة
نظام التمويل المباشر	يعتمد هذا النظام على تحويل الموارد من الأعوان ذوي الفائض إلى الاعوان ذوي الحاجة إلى التمويل، ويتم ذلك بشكل مباشر، من خلال إصدار الأعوان ذوي الحاجة أوراقا مالية، يتم شرائها من قبل الاعوان ذوي الفائض، وتتم هذه الآلية عبر السوق المالي، وتعرف الاقتصاديات التي تلجأ إلى هذا النمط باقتصاديات الأسواق المالية
نظام التمويل غير المباشر	يحتوي على وسطاء متمثلين في المصارف التجارية، شركات التأمين، شركات التمويل...وتساعد هذه المؤسسات على الالتقاء بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، من خلال اصدار الوسيط أصول مالية غير مباشرة لأصحاب الفائض المالي وقبول الأصول المالية المباشرة من أصحاب العجز
الأسواق المالية	هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل
الاستثمار	هو الإضافة إلى الطاقة الانتاجية أو الإضافة إلى رأس المال
القرار	عملية تمر بعدة مراحل أولها تحديد المشكلة واستيعابها ثم البدء بتحليلها وتقييمها
اتخاذ القرار	هو مرحلة نهائية لعملية صنع القرار، حيث أنّ عملية اتخاذ القرار هي اختيار الحل الأمثل من بين مجموعة من القرارات
قرار الاستثمار	اختيار البديل الأمثل من بين عدة بدائل
العائد	هو ذلك الربح والفائدة التي يحققها المستثمر نتيجة الاستثمار في الأوراق المالية أو تكوين المحافظ المالية
الخطر	هو مقياس نسبي لمدى تقلب عائد التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا
المحفظة المالية	هي مزيجا متجانسا من الأوراق المالية، تشمل (أسهم، سندات، صكوك...)، تختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها.
سعر التنفيذ	وهو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الخيار أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد

مقدمة

يعد الاستثمار مصدر مهم من مصادر التمويل خاصة مع تعاظم الابتكارات في الاستثمارات المالية، وفي ظل تزايد المخاطر المالية المرتبطة به، بات من الضروري تنويع المحفظة الاستثمارية لتقليل تلك المخاطر أو تفاديها، وهو الأمر الذي نتج عنه الاهتمام بما يعرف بإدارة المحفظة الاستثمارية، والتي برزت أهميتها من تنوع الأوراق المالية وتعدد الأسواق المالية.

وعليه فإنّ هذه المطبوعة مُوجهة لطلبة السّنة الثالثة ليسانس، تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي، تهدف إلى تعريف الطّلبة بالمواضيع الرئيسية التي تناولها برنامج مقياس المحافظ الاستثمارية في المحتوى المقرّر، مُرتبة ومُرتبطة بطريقة منطقية، لتكون أداة في يد الطّلبة تُساعدهم على استيعاب أكثر لهذه المادة، والتي تُمثل إحدى أساسيات التّكوين القاعدي للتّخصص. وبناء على ما سبق تمّ تقسيم هذه المطبوعة إلى **خمسة محاور**:

المحور الأوّل: مفاهيم أساسية حول قرار الاستثمار

المحور الثّاني: عوائد ومخاطر الاستثمار

المحور الثّالث: بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية

المحور الرّابع: تسعير الأصول الرأسمالية

المحور الخامس: المشتقات المالية

المكتسبات القبلية

يتطلب استيعاب وفهم محاور هذا المقياس، أن يكون للطالب معارف مسبقة في:

- ✓ أدوات الاستثمار في سوق رأس المال؛
- ✓ مبادئ تقييم الأسهم والسندات.

الأهداف التعليمية

بعد دراسة الطالب لمحتويات هذه المحاور، سيتمكن من اكتساب المعارف والمهارات وذلك من خلال التّعرف على الأدوات المختلفة المتاحة للاستثمار، لاستيعاب المبادئ الأساسية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية.

المحور الأوّل: مفاهيم أساسية حول قرار الاستثمار

الأهداف التّعليمية للمحور:

- التعرف على مفهوم الاستثمار والفرق بينه وبين المضاربة والمقامرة؛
- إدراك أهم مجالات ومحددات الاستثمار، وأهم أدواته؛
- التعرف على مفهوم القرار الاستثماري ومراحل اتخاذه؛
- التعرف على أنواع ومقومات القرار الاستثماري، وأهم مبادئه وأسسه، فضلا عن مشاكل عملية اتخاذ القرار .

ملخص المحور الأول

مفاهيم أساسية حول قرار الاستثمار

الاستثمار

- **تعريف الاستثمار**
  - **الاستثمار** هو: التضحية باستهلاك حالي على أمل توظيف تلك الأموال للحصول على أرباح في المستقبل، وينطوي على عدة أنواع، وله أبعاد اقتصادية ومحاسبية ومالية
- **خصائص وأهداف**
  - **خصائص الاستثمار:**
    - –عنصر الزمن؛
    - – عنصر الربحية؛
    - –عنصر المخاطرة
  - **أهداف الاستثمار:**
    - –الربح؛
    - –الحفاظ على الأصول المادية؛
    - –الرغبة في استمرار السيولة؛
    - –الرغبة في اشباع الطلب المحتمل؛
- **أنــواع ومحددات**
  - **محددات الاستثمار:** الربح، التوقعات، سعر الفائدة، التقدم التقني.
  - من حيث التركيب: استثمار اجمالي واستثمار صافي؛
  - من حيث الزمن: استثمارات قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل؛
  - من حيث الموقع الجغرافي: استثمار محلي واستثمار خارجي؛
  - من حيث النوع: استثمارات مالية وأخرى حقيقية؛
  - من حيث الجهة القائمة: استثمارات عامة وأخرى خاصة ومختلطة.

قرار الاستثمار

- **تعريف قرار الاستثمار**
  - **قرار الاستثمار:** هو القرار الذي يقوم على اختيار البديل الملائم من البدائل الحالية
- **أنواع القرارات**
  1. **قرار الاستثمار حسب سعر الأداة:** يشمل قرار الشراء والبيع وقرار عدم التداول؛
  2. **قرار الاستثمار حسب ارتباطه بنشاط المؤسسة:** يشمل القرارات الاستراتيجية، التكتيكية، التشغيلية؛
  3. **قرار الاستثمار حسب الزمن:** يشمل قرارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل؛
  4. **قرار الاستثمار حسب تكرار الموقف الاداري:** يشمل قرارات متكررة وأخرى غير
  5. **قرارات الاستثمار حسب ظروف اتخاذ القرار:** تشمل قرارات في ظل ظروف التأكد، قرارات في ظل المخاطرة وقرارات في ظل ظروف عدم التأكد.
- **مبادئ القرار**
  - مبدأ الاختيار
  - مبدأ المقارنة
  - مبدأ الملائمة
  - مبدأ التوزيع

تمهيد:

لقد أصبح الاستثمار منذ نهاية الحرب العالمية الثانية الشغل الشاغل لكثير من رجال الاقتصاد وأصبح من بين القضايا الأساسية المتداولة على مستوى المحلي والدولي، والاستثمار كغيره من العمليات الأخرى يحتاج إلى اتخاذ قرار، يقوم على اختيار البديل الاستثماري الأمثل من بين البدائل المتاحة، فماذا نقصد بالاستثمار وقرار الاستثمار؟ وما هي أنواعهم وخصائصهم؟

أولا: ماهية الاستثمار

يحتوي مفهوم الاستثمار على العديد من التعريفات المختلفة، ويختلف باختلاف الجهات الدارسة له سواء كانت وجهة نظر مالية أو محاسبية أو اقتصادية...إلخ، نقدم بعضها فيما يلي:

1. مفهوم الاستثمار

يمكن تعريف الاستثمار لغة واصطلاحا كما يلي:

1.1. الاستثمار لغة: مشتق من كلمة استثمر، يستثمر، معناها ينمي أي يزيد والنّماء غالبا يكون في الأموال، سواء كان في صورتها النّقدية أو المالية أو التّجارية أو أي صورة أخرى من الصور التي عرفها الإنسان عبر التّاريخ، سواء في شكل عقارات أو منقولات بالإضافة إلى الصور المعنوية الأخرى كحقوق الملكية الفكرية والأدبية وغيرهما.

2.1. الاستثمار اصطلاحا: نجد عدة تعاريف قدمها اقتصاديون نذكر منها:

- ✓ الاستثمار يقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاك حاضرة، وذلك أملا في الحصول على إشباع في المستقبل.[1]
- ✓ توظيف الأموال المدخرة للحصول على دخل[2].
- ✓ هو مجموع الأموال المنفقة لشراء سلع رأسمالية جديدة (الأبنية، المعدات والآلات...) قصد الحصول على تدفقات مستقبلية تسهم زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع.[3]

---

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، ط2، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص7.

[2] فلاح حسن الحسني، **إدارة البنوك**، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص 159.

[3] أحمد الأشقر، **الاقتصاد الكلي**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان 2007، ص 119.

- ✓ هو توظيف الأموال الفائضة عن حاجة المستثمر، أي الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية قصد تحقيق الأهداف المنوطة للمستثمر.[4]

كما يمكن تعريف الاستثمار أيضا من عدة وجهات:

- ✓ **وجهة النّظر المالية:** الاستثمار عبارة عن توظيف رأس مال في وقت معين وانتظار التدفقات الناتجة عنه.
- ✓ **وجهة النظر المحاسبية:** هو الزيادة في أصول المؤسسة كشراء التّجهيزات والمعدات والعقارات والأسهم فهو أصل ثابت.
- ✓ **وجهة النّظر الاقتصادية:** إن مفهوم الاستثمار يستمد جذوره من علم الاقتصاد، وله علاقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها: الاستهلاك، الدخل، الادخار والاقتراض.[5]

وكتعريف شامل يمكن القول **أنّ الاستثمار هو:** "التضحية باستهلاك حالي على أمل توظيف تلك الأموال للحصول على أرباح في المستقبل، وينطوي على عدة أنواع، وله أبعاد اقتصادية ومحاسبية ومالية".

2. التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة

تكمن عملية تسليط الضوء على مفهوم الاستثمار ومفرداته بالتمييز بينه وبين المقامرة والمضاربة[6]:

- ✓ **الاستثمار:**

يستند إلى أسس ودراسات سابقة، طابعها العام الدقة، تبين فرص النّجاح وطبيعة المخاطر التي قد تصادف النّشاط الاستثماري محل الدراسة، وهذه الصفة للاستثمار تجعل درجة المخاطر التي قد تصادف النّشاط الاستثماري منخفضة بالمقارنة مع المضاربة والمقامرة؛

---

[4] طلال كداوي، **تقييم القرارات الاستثمارية**، دون طبعة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008، ص13.

[5] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 13.

[6] خالد غسان، **مفهوم الاستثمار وواقعه التشريعي في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية: دراسة تحليلية نقدية**، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 22، العدد 4، 2008، ص ص 1166،1167.

✓ **المضاربة:**

هي تكثيف في الاستثمار معتمدة على معلومات تكاد تكون موثوقة لمن لهم صلة بالمحللين الماليين وقدرة على التنبؤ بمعلومات عنها، قد لا تتوافر لغيرهم فيبادر المضارب باستغلال الفرصة فيبيع كل ما لديه من اوراق مالية بسعر أقل من سعر السوق إذا كان يتوقع هبوط الأسعار؛

✓ **المقامرة:**

هي المبالغة في المضاربة على أسس غير علمية، فهي مراهن على شيء غير مؤكد الحصول، وتكون فيها درجة الخطورة عالية، ولكن ارباحها إن تحققت تكون مرتفعة جدا.

3. خصائص الاستثمار

للاستثمار خصائص عدة تميزه عن غيره نلخصها في النقاط التالية[7]:

✓ **عنصر الزمن:**

يؤثر عنصر الزمن في معدل التغير في رأس المال، كونه من العناصر المهمة في الاستثمار، وعليه يمكن تقسيم الاستثمارات حسب عنصر الزمن إلى استثمارات طويلة الأجل مثل الاستثمار العقاري واستصلاح الأراضي البور، واستثمارات متوسطة الأجل واستثمارات قصيرة الأجل مثل عملية المضاربة في الأوراق المالية؛

✓ **عنصر الربحية:**

يُعد هذا العنصر من العناصر الهامة التي تؤثر في القرار الاستثماري، لأنّ المستثمر عندما يتوقع ربح من وراء القيام ببعض العمليات الاستثمارية يقدم على الاستثمار، ويُؤثر معدل الربح وطريقة تحققه في اختيار المستثمر للمجال الاستثماري والمكان أو الإقليم الذي يقوم باستثمار رأس ماله فيه؛

[7] محمد علي سويلم، **أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)**، دار المطبوعات الجامعية، مصر 2013، ص18.

✓ **عنصر المخاطرة:**

يكتنف الاستثمار مجموعة من المخاطر تشمل المخاطر المنتظمة والتي لا يمكن تفاديها عن طريق التنويع، والمخاطر المنتظمة التي يمكن تفاديها عن طريق التنويع.

4. أهمية وأهداف الاستثمار

إنّ تطور الدول اليوم يُقاس بحجم عائدات استثماراتها التي هي من أهم العوامل المالية لرفع الدخل الوطني، ورفع المستوى المعيشي وذلك لماله من أهمية اقتصادية واجتماعية واستراتيجية، ويمُكن تلخيصها في النّقاط التالية[8]:

1.4. أهمية الاستثمار: تكمن أهمية الاستثمار فيما يلي:

✓ **نمو الثروة:**

ويتجلى ذلك من خلال استثمار المال بشكل صحيح، يمكن من تحقيق عوائد مالية عالية تؤدي إلى زيادة القيمة الصافية؛

✓ **مواجهة التضخم:**

إذ يعتبر الاستثمار بمثابة وسيلة فعالة لتأثير التضخم على القوة الشرائية للنقود، وعندما تكون نسب العائد على الاستثمار أعلى من معدل التضخم، سيسمح ذلك بزيادة قيمة المال على المدى الطويل؛

✓ **التنويع وتقليل المخاطر:**

ويتجلى ذلك من خلال التنويع في أدوات الاستثمار.

✓ **خلق فرص عمل والتقليل من معدلات البطالة:**

الأمر الذي ينعكس على تحسن المستوى المعيشي من خلال زيادة الإنتاج والإنتاجية وزيادة الدخل الوطني، وبالتالي متوسط الفرد منه؛

[8] أهمية الاستثمار وعوائقه، متاح على: https://www.deal-tr.com، تاريخ الاطلاع: 2024/09/30، (08:43).

2.4. أهداف الاستثمار

للاستثمار عدة أهداف ودوافع تختلف من مستثمر إلى آخر ومن أداة إلى أخرى نلخصها في النقاط التالية:

✓ **تحيق الربح:**

يعد الربح الدافع الأساسي لاتخاذ قرار الاستثمار، سواء عن طريق التداول في الأسواق المالية أو الاستثمار في العقارات أو الاعمال التجارية؛

✓ **توسيع وتطوير الأعمال التجارية:**

وذلك من خلال استثمار الأموال في فتح فروع جديدة وبالتالي توسيع الإنتاج، فضلا عن شراء واعتماد تكنولوجيا حديثة، تحقق نمو في استثماراتها مما ينعكس على زيادة حجم عائداتها؛

✓ **تحقيقي الأهداف الشخصية للأفراد:**

ويتجلى ذلك من خلال تنمية الثروة حتى يتسنى للفرد شراء مثلا منزل أو السفر حول العالم...؛

✓ **التنويع وتقليل المخاطر:**

يعمل التنويع على تقليل المخاطر من خلال تنويع مصادر الدخل وتوزيع الاستثمارات على مجموعة متنوعة من الأصول سواء كانت مالية أو حقيقية.

5. مجالات الاستثمار

إن مجالات الاستثمار متعددة منها العقاري والصناعي والزراعي والسياحي... وهذه المجالات تختلف حسب طبيعة النّشاط الاقتصادي الذي يرغب المستثمر أن يوظف فيه أمواله، وفيما يلي نعرض بعض التصنيفات كالتالي:

✓ **من حيث التركيب:**

- **الاستثمار الإجمالي:** وهو القيمة الحقيقية للاستثمار، مضاف إليه الاهتلاك.
- **الاستثمار الصافي:** يمثل الاستثمار الإجمالي محذوفا منه الاهتلاك.

✓ **من حيث الموقع الجغرافي:**

- **الاستثمار المحلي**: هي تلك الاستثمارات التي تتكون داخل السوق المحلي في البلد المعني أي داخل الحدود الإقليمية للبلد.
- **الاستثمار الخارجي**: هو استخدام الأموال الفائضة في الأدوات الاستثمارية والفرص المتاحة في الأسواق الأجنبية أي الاستثمار خارج الحدود الإقليمية.[9]

✓ **من حيث النوع:**

- **الاستثمارات الحقيقية أو الاقتصادية:**

هو الاستثمار في الأصول الحقيقة (المباني، والمشروعات والهياكل والأراضي) هذا النوع يساهم بشكل كبير في زيادة الدخل الوطني

- **الاستثمارات المالية:**

وتشمل الاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع ....[10]

✓ **من حيث الزمن:**

- **استثمارات طويلة الأجل**: تشمل الاستثمارات في الأسهم والسندات، والتي تفوق مدتها السنة يطلق عليها اسم استثمار رأس المال.
- **استثمارات قصيرة الأجل**: وتشمل الاستثمار في شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة، وتكون مدتها عادة أقل من سنة، يطلق عليها اسم الاستثمار النقدي؛

✓ **من حيث الجهة القائمة بالاستثمار:**

- **استثمارات خاصة**: وهي الاستثمارات التي يستثمرها الأفراد والكيانات الخاصة بغرض تحقيق الربح، والتي يتم تمويلها من المدخرات أو الاقتراض أو أي مصادر أخرى.

---

[9] دريد كامل آل شيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، بدون طبعة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص 47، 48.

[10] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، ط4، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص ص 77، 78.

- **استثمارات حكومية**: تتعلق بالأموال التي تستثمرها الحكومة في مختلف قطاعات الاقتصاد، ويكون الغرض منها الرفع من معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي تسريع وتيرة التنمية الاجتماعية والاقتصادية، وعادة يتم تمويل هذه الاستثمارات عن طريق الضرائب؛
- **الاستثمارات المختلطة**: تقوم على المزج بين مشاركة كل من القطاعين، القطاع الخاص والقطاع العام في مشروعات استثمارية معينة[11].

6. محددات الاستثمار

للاستثمار محددات عديدة ومتشابكة نذكر أهمها[12]:

✓ **الربح:**

يُعتبر أحد المحددات الهامة للاستثمار بالنّسبة للمشروع الواحد خلال أي فترة من الزمن، فالربح المتحقق للمشروع في فترة من الزمن يُعد مؤشرا له قيمته في تقدير حالة الطلب على منتجات المشروع وارتفاعه يثير الرغبة في زيادة حجم الطاقة الإنتاجية للمشروع، فيؤدي ذلك إلى اتخاذ قرار الاستثمار، والعكس في حالة انخفاض الربح، قد يتسبب في كثير من الحالات في تأجيل القيام بالاستثمارات الجديدة وربما الاكتفاء باستبدال القدر الهالك من رأس مال المشروع، ومن جهة أخرى فإن الربح في حد ذاته يزيد من مقدرة المشروع على الاستثمار من حيث إمكانية استخدامه بدرجة أو بأخرى في تمويل الاستثمار ففي فترات الرواج حيث تزداد أرباح غالبية المشروعات يُلاحظ زيادة الاستثمار على المستوى الكلي والعكس صحيح.

فالربح عند الكلاسيك يعتبر من أهم العوامل المحددة للاستثمار الكلي، فيمثل الحافز الأساسي لجميع المشروعات الخاصة، كما أنه هو مصدر الادخار الذي يستثمر، أما بالنّسبة للمدارس الحديثة فالاستثمار يتأثر طرديا بالربح على المستوى الكلي، حيث يعتبر من مكونات الدخل الوطني، كلما زاد هذا الأخير بالضرورة يعني زيادة نصيب الربح والعكس.

---

[11] محمد عدنان بن ضيف، **الاستثمار في سوق الأوراق المالية –دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية–**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر – بسكرة–2007-2008، ص ص 7،8.

[12] عبد الرحمن يسري أحمد، **النّظرية الاقتصادية الكلية**، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997، ص ص 108-110.

✓ **التوقعات:**

تُعتبر من أهم العوامل المحددة للطلب على الاستثمار، فالدراسات أظهرت أنّ التّوقعات بالنّسبة للمستقبل تلعب دورا هاما وكبيرا في تحديد استثمار المشروع كما تدل الدراسات أيضا أنّ التّجربة الماضية للمشروع لها دور في بناء توقعات المستقبل، سواء كانت توقعات متفائلة أو متشائمة، فالمشروعات التي تمر بحالة من الرواج تكون في العادة أكثر تفاؤلا في المستقبل على عكس المشروعات التي تمر بحالة من الكساد والركود، فالربح المتوقع من مختلف المشاريع يُعتبر محدد للاستثمار وبنفس الطريقة توقعات الطلب في المستقبل. فالربح المتوقع في فترات قادمة ليس سوى جزء لا يتجزأ من الدخل الوطني المتوقع في هذه الفترات.

ومن ناحية أخرى فإنّ الدخل الوطني يعكس حالة الطلب الكلي ولذلك يُمكن القول عموما أنّ الاستثمار يتحدد بالتّوقعات الخاصة بالطلب الكلي أو بالتّوقعات الخاصة بنصيب الأرباح على المستوى الكلي أو أنّه إجمالا يتحدد بالتّوقعات الخاصة بالدخل الوطني والتغيرات المتوقعة.

✓ **سعر الفائدة:**

هناك اعتقادات مختلفة حول سعر الفائدة، فحسب الاعتقاد الكلاسيكي كل إدخار يتحول إلى استثمار، أي أنّ أصحاب الأعمال يدخرون جانبا من دخولهم لكي يستثمروا في المستقبل، مع فرض التّشغيل الكامل الذي هو أساس التحليل، واستبعاد فرض اكتناز النقود أي بقاءها عاطلة، لذلك فإنّ كل زيادة في الادخار على المستوى الكلي يصاحبها زيادة في الاستثمار وتعتمد ميكانيكية التوازن بين الادخار والاستثمار على سعر الفائدة، فالادخار هو دالة طردية لسعر الفائدة أما الاستثمار فهو دالة عكسية لسعر الفائدة فيعتبر الاستثمار بمثابة الطلب على النقود المدخرة من أجل استثمارها عند كل سعر من أسعار الفائدة، حيث كل انخفاض في هذه الأخيرة يؤدي إلى زيادة الاستثمار والعكس.

وجاء الاعتقاد الثاني الذي رفض الاعتقاد والتحليل السابق، والمتمثل في التحليل الكينزي الذي قام على فرض أنّ الادخار إنما يتحدد بالدخل الكلي مع إمكانية بقاء النّقود عاطلة وعدم تحقق التشغيل الكامل، حيث أنّ كينز ناقش في نظريته كيف أنّ سعر الفائدة يتحدد بالطلب على النّقود السائلة وعرضها، واعتقد أنّ قرار الاستثمار على مستوى المشروع الواحد يتأثر بسعر الفائدة، فالمشروع يعمل على تقدير معدل الربحية المتوقعة من الأصل الإنتاجي خلال فترة العمر الإنتاجي له ويقارن هذا بسعر الفائدة قبل أن يتخذ قرار الاستثمار بالنّسبة لهذا الأصل، وعُرفت هذه النّظرية بنظرية الكفاءة الحدية لرأس المال، ثم باسم الكفاءة الحدية للاستثمار، وقد استخدم كينز نتيجة التحليل الجزئي وعممها

على المستوى الكلي فقرر أنّ مستوى الاستثمار يتحدد بالتغيرات في سعر الفائدة، فكلما ارتفع هذا الأخير انكمش الاستثمار والعكس صحيح.[13]

✓ **التقدم التقني:**

إنّ أي مشروع يسعى لتحقيق وإثبات مركزه التنافسي وذلك من خلال مسايرة التّقدم التكنولوجي والتقني الذي يُعتبر عامل مهم لمشاريع مختلفة فالنّاتج أو الحصيلة لأي مشروع من عملية التّقدم التّكنولوجي أو بالأحرى التّقني تتمثل في رفع مستوى كفاءته الإنتاجية، وهي مسألة تتمثل عمليا في تحقيق نفس الحجم من النّاتج ولكن بنفقات أقل أو تحقيق مستوى أكبر من النّاتج عند نفس مستوى النّفقات، فالتّقدم التقني يُتيح خفض لمتوسط النّفقة والقدرة على تحقيق مستوى أعلى من الأرباح، كما يُتيح القدرة على الصمود أمام منافسة المشروعات التي تتقدم تقنيا، ولذلك فإن غالبية المشروعات في المدى الطويل من الزمن لا تدخر جهدا في سبيل الاستثمار في آلات ومعدات رأسمالية ذات تصاميم أحدث من النّاحية الفنية، فعملية الاستثمار إذن لا تتضمن دائما مجرد تكرار للنمط التقني القائم داخل المشروع بل هي بالضرورة ترتبط في المالي الطويل بعملية التقدم التقني، فهذا العامل يلعب دورا هاما في استثمار المشروع الذي ينمو خلال المدح الطويل من الزمن، له تأثيره الواضح أيضا على الاستثمار داخل الاقتصاد الذي ينمو خلال المدى الطويل، كما يوجد بعض أنماط التّقدم التّقني تقترن بظهور صناعات جديدة ومن ثم إنتاج سلع جديدة ومع نشأة الطلب عليها يتم الاستثمار فيها.

✓ **عوامل أخرى:**

هناك مجموعة أخرى من العوامل التي تحدد مستوى الاستثمار منها التّغيرات في الطلب الخارجي على السلع المصدرة، سواء كانت هذه التغيرات الخارجية تخص حجم أو هيكل الصادرات، ومن هذه العوامل التّغيرات في الأذواق، التي تقترن في غالب الأحيان بالعادات وكذا التّغيرات التقنية، التي تؤدي إلى تلاشي بعض الصناعات ومن ثم انكماش تيار الاستثمار فيها بصفة مستمرة كما تُؤدي أيضا إلى نشأة بعض الصناعات الجديدة ومن ثم نمو الاستثمار فيها بصفة مضطردة.

[13] عبد الرحمن يسري أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 111-113.

ومن محددات الاستثمار أيضا السّياسات الحكومية التي تستهدف إنشاء مرافق عامة أو تنمية بعض الأنشطة أو الصناعات لأهداف اجتماعية أو لأهداف إنمائية بغض النّظر عن مبدأ الربحية، وكذلك أيضا نجد أنّ الظروف الطارئة مثل الحروب والنزاعات الاستقلالية لدى كثير من البلدان النامية والرغبة في الإسراع بعملية التنمية الاقتصادية كل هذه لها تأثيرها في معدلات الاستثمار.[14]

7. أدوات الاستثمار

الأدوات الاستثمارية هي عبارة عن الأصول الحقيقية والمالية التي يستطيع امتلاكها المستثمر مقابل مبلغ من المال وتسمى وسائط الاستثمار، وتقسم هذه الأدوات إلى[15]:

✓ **أدوات الاستثمار الحقيقي:**

- **العقارات:**

تعد العقارات من أدوات الاستثمار الحقيقي، ومن خصائص الاستثمار فيها أّها توفر درجة أمان اعلى من الأوراق المالية، بعض المزايا الضريبية مثل إعفاء فوائد السندات العقارية، عوائدها مرتفعة وليس لها سوق ثانوية منظمة؛

- **السلع:**

يتم الاستثمار فيها من خلال عقود خاصة تسمى المستقبليات أو التعهدات المستقبلية التي تكون بين منتج السلعة والوكيل أو السمسار، بحيث يتعهد المنتج للوكيل بتسليم كمية محددة من سلعة ما في تاريخ معين مقابل حصوله على تأمين يحدد بنسبة معينة من قيمة العقد، ومن خصائص الاستثمار فيها ارتفاع تكلفة تخزينها، مرونة الطلب عليها مرتفعة، تكاليف مرتفعة بسبب وجود الوسيط، أفقها الزمني قليل جدا حيث أنّ أقصى حد للعقود المستقبلية سنتان من تاريخ العقد ولها سوق منظمة؛

---

[14] عبد الرحمن يسري أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 113-115.

[15] داليا عنان حلمي عبد العزيز، **التنويع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، جامعة النّجاح الوطنية، 2018، ص ص 18،19.

- **المشروعات الاقتصادية:**

أكثر الأدوات الاستثمارية الحقيقية انتشارا، وتكون متنوعة فمنها الصناعية والتجارية والزراعية، وبعضها يتخصص بإنتاج السلع وبعضها بتجارة السلع وبعضها بتقديم الخدمات، ومن خصائص الاستثمار فيها أنّها تحقق دخل معقول بشكل مستمر، توفر درجة عالية من الأمان، مخاطرتها قليلة، تنتج سلع وخدمات تشبع حاجات المجتمع، وترفع من مستوى العمالة في البلد؛

- **المعادن الثمينة:**

تمتلك هذه المعادن كالذهب والفضة، أسواقا منظمة كما للأوراق المالية، أهمها سوق لندن وهونغ كونغ، ومن صور هذا الاستثمار الشراء والبيع المباشر، ودائع الذهب في البنوك والمقايضة بالذهب.

✓ **أدوات الاستثمار المالي:**

وتشمل: أذونات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع، الأسهم العادية والممتازة

- **الأدوات المشتقة:**

تعتبر من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي ظهرت بسبب التطور التكنولوجي والحاجة لتقليل المخاطر وزيادة السيولة، حيث يعتبرها البعض عقود مشتقة من الأوراق المالية والعملات الأجنبية لأنّها تصدر تدفقات نقدية بسيطة، ومن هذه الأدوات اتفاقيات إعادة الشراء التي تكون عبارة عن شراء أوراق مالية من بائع يتعهد بإعادة شرائها بعد مدة زمنية قد تكون ليلة واحدة أو أطول، والعقود المستقبلية التي تكون مبنية على أدوات ترتبط أسعارها بسعر الفائدة وتكون التزاما أكيدا ببيع أو شراء الأداة المالية خلال مدة معينة؛

- **صناديق الاستثمار:**

عبارة عن أداة تستخدمها شركات الاستثمار لتجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار في عدة مجالات لتحقيق عائد معين مقابل مستوى معين من المخاطر.

ثانيا: القرار الاستثماري

يُعبر القرار الاستثماري عن الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بحيث يوظف تلك الموارد في المشروع أحسن توظيف لتعطي أكبر عائد ومردود على الاستثمار، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة. ويرجع ذلك إلى أن القرار الاستثماري يقوم على مفهوم الرشادة الاقتصادية التي يستند إليها علم الاقتصاد.

1. مفهوم القرار الاستثماري

هو اختيار البديل الأمثل من بين مجموعة من البدائل المتاحة، لتحقيق عائد خلال فترة زمنية معينة[16].

كما يمكن **تعريفه** بأنّه: قرار تحويل الموارد المالية إلى سلع ومنتجات خلال زمن معين. ويُعتبر من أصعب القرارات:

- ✓ لاعتماده كليا على التنبؤات؛
- ✓ مراعاته لأن يكون الاستثمار الجديد متماشيا مع أنشطة المؤسسة وأهدافها وسياستها[17].

2. مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

للوصول إلى القرار الاستثماري الملائم لابد من الوقوف على المراحل التالية [18]:

- ✓ تعريف المشكلة وأسبابها؛
- ✓ تحديد الاهداف المرغوب في تحقيقها؛
- ✓ البحث عن البدائل المتاحة؛
- ✓ تحديد معايير التقييم أو المفاضلة بين البدائل الممكنة؛
- ✓ تقييم البدائل على أساس المعايير المحددة؛
- ✓ اختيار أفضل البدائل وتوقع الآثار السلبية؛
- ✓ الاستعداد لمواجهة الآثار السلبية للبديل المختار؛
- ✓ اتخاذ القرار بالبدء في التنفيذ.

---

[16] أماني أحمد وهبه يوسف، **واقع الإفصاح عن تقرير إدارة مخاطر الأمن السيبراني وأثره على قرارات الاستثمار ومنح الائتمان في البورصة: دراسة تطبيقية**، المجلد 13، العدد 2، 2022، ص54.

[17] سعيدة بورديمة، **القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه**، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 11، جوان 2015، ص362.

[18] محمد فريد الصحن، سعيد محمد المصري، **إدارة الأعمال**، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص30.

3. خصائص القرار الاستثماري

للقرار الاستثماري خصائص تميزه عن غيره من القرارات نوجزها فيما يلي:[19]

- ✓ غير متكرر حيث أنّ كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة، وهو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل؛
- ✓ يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية ويرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة؛
- ✓ يترتب على القرارات الاستثمارية تكاليف ثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها.

4. أنواع القرارات الاستثمارية

تُصنف القرارات الاستثمارية وفق المعايير الآتية[20]:

- ✓ **قرار الاستثمار حسب سعر الأداة الاستثمارية:** في هذه الحالة المستثمر أمام ثلاثة مواقف،
  - **قرار الشراء:** يتخذه المستثمر عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية
  - **قرار عدم التداول:** يتخذ المستثمر هذا القرار عندما يتساوى السعر السوقي لأداة الاستثمار مع قيمتها، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حافز الشراء التوقف عن الشراء، ومن كان لديهم حافز البيع التوقف عن البيع لانّ المستثمر في هذه النقطة ليس لديه أمل في تحقيق مكاسب رأسمالية؛
  - **قرار البيع:** يتخذه المستثمر عندما يكون سعر السوق أكبر من سعر الأداة الاستثمارية.
- ✓ **قرار الاستثمار حسب صفة الاستثمار:**

وفق هذا المعيار يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من القرارات هي:

- **قرارات تحديد أولويات الاستثمار:** في هذه الحالة يكون المستثمر أمام عدد معين من البدائل الاستثمارية المحتملة والممكنة لتحقيق نفس الأهداف، فإذا اعتبر أنّ عائد الاستثمار هو الذي يحكم تفضيلاته فإنه سيقوم بترتيب البدائل الاستثمارية طبقا لهذا المدخل؛

---

[19] سعيدة بورديمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 363،364.

[20] عبد الحكيم سليماني، **دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي والمالي الجديد دراسة حالة مؤسسة اقتصادية –الجزائر**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكر، 2019-2020، ص ص 48،49.

- **قرارات قبول أو رفض الاستثمار:** في هذه الحالة المستثمر عليه أن يقبل البديل الاستثماري الذي تمت دراسته بصورة تفصيلية أو يرفضه لعم إمكانية تنفيذه؛
- **قرارات الاستثمار المانعة تبادليا:** توجد في هذا النوع من القرارات العديد من فرص الاستثمار، وعليه في هذه الحالة لابد من الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة نتيجة عدم تنفيذ البديل الآخر.

✓ **قرار الاستثمار حسب ارتباطه بنشاط المؤسسة:**

ويشمل المستويات الثلاثة التالية

- **القرارات الاستراتيجية:** وتقوم على أساس منحنى التفضيل الاستثماري.
- **القرارات التكتيكية:** تتخذها الإدارة العليا ويكون لها تأثير طويل الأجل مثل القرارات المتعلقة بموقع المصنع وحجم الإنتاج وقنوات التوزيع؛
- **القرارات التشغيلية:** تتعلق بالأداء اليومي للشركة، ويتخذها المديرون من المستويات المتوسطة والأدنى كقرار منح مكافأة للموظفين هو قرار تكتيكي، بينما حساب المكافأة التي يحصل عليها الموظف هو قرار تشغيلي.

✓ **قرار الاستثمار حسب الزمن:**

وفق عامل الزمن تقسم القرارات إلى:

- **قرارات قصيرة الأجل:** وتنحصر في النقد، الاستثمارات المؤقتة والذمم المدينة والمخزون السلعي
- **قرارات طويلة الأجل:** تعتبر من أخطر وأصعب القرارات المالية وذلك راجع للمبالغ الكبيرة المنفقة في هذه الاستثمارات، والعوائد المنتظرة تتجاوز سنوات عديدة؛

✓ **القرار الاستثماري حسب ظروف اتخاذ القرار:**

يتم تبويبها في ضوء احتمالات الأحداث إلى:

- **قرارات في ظل ظروف التأكد:** أي ان القرار يتم في ظل انعدام المخاطرة أو وصولها إلى أدنى درجة ممكنة، ويتم ذلك في وجود كل المعلومات والبيانات المطلوبة وبالتالي يكون المستثمر على دراية بكل الأوضاع على الطبيعة المحتمل حدوثها مستقبلا؛
- **قرارات في ظل المخاطرة؛**

- **قرارات في ظل ظروف عدم التأكد:** وهذا يعني أن القرار يكون في درجة معينة من المخاطرة كبيرة أو صغيرة[21].

5. مقومات القرار الاستثماري

حتى ينجح القرار الاستثماري لابد وأن يرتكز على ثلاث مقومات أساسية وهي[22]:

اعتماد الاستراتيجية الملائمة للاستثمار، والتي تختلف حسب أولويات المستثمر وفق ميوله اتجاه العناصر الثلاثة: الربحية والسيولة والأمان، إضافة إلى الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار، ومراعة العلاقة بين العائد والمخاطرة والتي يعتمد مجال الاستثمار فيها على مدى الموازنة أو التوفيق بينهما.

كما ينبغي الأخذ في الحسبان عند اتخاذ قرار الاستثمار ما يلي:

- ✓ التدفقات النقدية الداخلة والخارجة ويدخل فيها ثمن شراء الأصول الثابتة مثل: إقامة مبنى أو إنشاء مصنع؛
- ✓ الأخذ في الحسبان التدفقات النقدية الخارجة مثل الضرائب.

6. مبادئ القرار الاستثماري

يقوم القرار الاستثماري على مجموعة من المبادئ نلخصها في النقاط التالية[23]:

- ✓ **مبدأ الاختيار:** في هذه الحالة يختار المستثمر الاستثمار المناسب من بين مجموعة من الاستثمارات المتاحة، بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له؛
- ✓ **مبدأ المقارنة:** إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها التي تكون متفاوتة من حيث العوائد والمخاطرة؛
- ✓ **مبدأ الملائمة:** كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر، الدخل، والرغبات هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر؛
- ✓ **مبدأ التوزيع:** تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد التي تدرها، وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنويع من هذه الأصول، وذلك من أجل الحد من المخاطرة وزيادة العوائد.

---

[21] سعيدة بورديمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 364،365.

[22] محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، ص19.

[23] يسر فائق عباس، علاء عبد الكريم هادي، **مؤشرات التحليل المالي وأثرها في اتخاذ قرار الاستثمار لشركة التأمين الوطنية (بحث تطبيقي)**، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 15، العدد 53، 2020، ص89.

7. مشاكل عملية اتخاذ القرار الاستثماري

من بين المشاكل التي يعاني منها متخذ القرار على مستوى المؤسسة ما يلي:

- ✓ صعوبة تحديد المشكلة تحديدا واضحا بسبب تعدد وتنوع الأعراض الظاهرة وتشابكها؛
- ✓ احتمال عدم الدقة والوضوح في تعريف الأهداف المستخدمة كأساس لوضع معايير تقييم القرار الرشيد؛
- ✓ وجود درجات مختلفة من عدم التأكد غير ممكن استعابها أو حسابها لكون أنّ نتائج القرار تكون في المستقبل ويحاول متخذ القرار التنبؤ بهذه النّتائج؛
- ✓ وجود نقص في المعلومات دائما، الشيئ الذي يُؤدي دوما إلى عدم الدقة في عمليتي التحليل والاختيار؛
- ✓ الاثر السلبي للعامل الزمني على مستوى الرشادة في اتخاذ القرار؛
- ✓ صعوبة الاتفاق على الأهداف، والبدائل في عملية اتخاذ القرارات الجماعية نظرا لاختلاف وجهات النّظر بين الأشخاص[24].

خلاصة:

نخلص مما سبق أنّ الاستثمار يحتل مكانة هامة في الدراسات الاقتصادية، ويقوم على نقاط أساسية هي التضحية والزمن والمخاطرة، مما يدفع بالمستمر الى اتخاذ القرار المناسب للاستثمار، غير أنّ هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في قرارات الاستثمار التي يتخذها المتعاملون في السوق، وتتفاوت من مستثمر إلى آخر، منها ما هو داخلي خاص بالمستثمر نفسه، ومنها ما هو خارجي يقع خارج سيطرة المستثمر.

[24] سعيدة بورديمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 366،367.

أسئلة المحور الأول

1. ما المقصود بالاستثمار من النّاحية الاقتصادية؟
2. ما الفرق بين الاستثمار، المضاربة والمقامرة من حيث: الاستعداد لتحمل المخاطر ونوع الربح؟
3. ما المقصود بمنحى التفضيل الاستثماري مع الرسم؟
4. كيف يساهم الاستثمار في دفع عجلة التنمية الاقتصادية؟
5. اشرح كيف يحافظ الاستثمار على الأصول المادية.
6. يعتبر الربح أحد المحددات الرئيسية للاستثمار. كيف ذلك؟
7. أذكر أهم الأدوات التي يشملها الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.
8. ما الفرق بين القرار واتخاذ القرار؟
9. من بين مراحل اتخاذ القرار الاستثماري تعريف المشكلة وأسبابها، اشرح ذلك.
10. ما الفرق بين ظروف التأكد وعدم التأكد؟
11. يقوم القرار الاستثماري على مجموعة من المبادئ، منها مبدأ التوزيع اشرح ذلك؟
12. لماذا يُعتبر القرار الاستثماري من أصعب القرارات؟

المحور الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار

الأهداف التعليمية للمحور:

- التعرف على مفهوم العائد وأنواعه مع الاستدلال بأمثلة توضيحية؛
- ادراك العلاقة بين العائد والمخاطرة؛
- التعرف على مفهوم المخاطر وتصنيفاتها وطرق قياسها، مع الاستدلال بأمثلة توضيحية.

ملخص المحور الثاني

عوائد ومخاطر الاستثمار

عوائد الاستثمار

تعريف العائد

هو المقابل الذي يحققه المستثمر من استثماره في الأصول المختلفة.

أنواع العائد

العائد المتحقق (الفعلي):

- العائد الجاري؛
- العائد الرأسمالي؛

العائد المتوقع

معدل العائد المطلوب

مخاطر الاستثمار

تعريف المخاطر

المخاطر: عبارة عن احتمال وقوع حدث والأخذ في الاعتبار مواجهة الآثار المترتبة على حدوثه.

أنواع المخاطر

المخاطر المنتظمة:

- مخاطر السوق؛
- مخاطر التضخم؛
- مخاطر سعر الصرف؛
- مخاطر سياسية.

المخاطر غير المنتظمة:

- مخاطر الإدارة؛
- مخاطر السيولة؛
- مخاطر الصناعة؛
- مخاطر الإئتمان؛
- المخاطر القانونية.

قياس المخاطر

أساليب قياس المخاطر الكلية وتشمل:

المدى، الانحراف المعياري، التباين، معامل الاختلاف.

أسلوب قياس المخاطر المنتظمة: ويستخدم معامل بيتا.

تمهيد:

يسعى أي مستثمر من خلال توظيف أمواله للحصول على عوائد مرتفعة، مقابل مخاطر منخفضة، ويشكل ذلك أمر بالغ الأهمية لكل مستثمر، ويرجع ذلك إلى أنّ عوائد الاستثمار مرتبطة مباشرة بمخاطره، وفي هذا المحور سيتم التعرف على فهم وطبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة باعتبارها أمرا مهما وأساسيا لتطوير الاستراتيجية الاستثمارية للمستثمر.

أولا: عوائد الاستثمار في الأوراق المالية

يُعد العائد من أهم المرتكزات والأسس التي يستند إليها القرار الاستثماري، وهو أهم محصل للإستثمار، كما أنه يحدد معدل الزيادة والنمو في رأس المال المستثمر حتى يبلغ الثروة التي يطمح لتحقيقها.

1. مفهوم العائد

هو المقابل الذي يتحصل عليه المستثمر في المستقبل نتيجة تخليه عن إشباع حالي على أمل تحقيقه في المستقبل، ويتأثر العائد بجملة من العوامل منها: توزيعات الأرباح، أداء الاستثمار، التغيرات في أسعار الأصول، العائد والمخاطرة...إلخ[1].

2. أنواع العائد

يُمكن التمييز بين الأنواع التّالية للعوائد:

1.2. العائد المتحقق: وهو العائد الفعلي للاستثمار، وقد يكون جاري أو رأسمالي، ويتأثر بالعديد من العوامل كالفترة الزمنية اللازمة للاستثمار، واستراتيجية الاستثمار، وظروف السوق، الضرائب والرسوم، كما أنه يساعد المستثمرين على مقارنة الفرس الاستثمارية المختلفة واختيار الأكثر ربحية.سعر بيع وشراء الأصل المالي[2].

1.1.2. عائد التوزيعات: هو المقدار الذي تدفعه الشركة للمساهمين من الأرباح السنوية مقارنة مع سعر سهمها، وذلك بعد أن تسدد الشركة جميع الدائنين، وإذا كانت هذه الأصول تمثل دينا فعائد التوزيعات المتعلقة بها هو الفوائد.

[1] مفلح هزاع، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، جامعة حماه، كلية الاقتصاد، 2018-2019، ص17.

[2] العائد المحقق مقابل العائد المتوقع: تقييم نتاج الاستثمار، 10 جانفي 2024، متاح على : https://www.fastercapital.com تاريخ الاطلاع: 2024/10/01، (14:52).

- **عوائد السندات:**

تقاس عوائد السندات بمجموعة من المقاييس نوردها فيما يلي[3]:

- **معدل العائد الجاري:** يتم حسابه كما يلي:

$$\textbf{معدل العائد الجاري للسند} = \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوي}}{\text{سعر السند في السوق}} \times 100$$

مثال:

سند قيمته الإسمية 1000 دينار بفائدة سنوية 10% تحسب مرتين في السنة، وسعر بيعه في السوق 950 دينار.

المطلوب:

حساب معدل العائد الجاري للسند

الحل:

مبلغ الفائدة السنوي هو:

0.1÷2= 0.05 دينار معدل الفائدة في كل سداسي

1000×0.05=50 دينار مبلغ الفائدة في كل سداسي

50×2= 100 دينار مبلغ الفائدة السنوي

وبالتعويض بقيمة مبلغ الفائدة السنوي في المعادلة نجد:

معدل العائد الجاري للسند=$\frac{\mathbf{100}}{\mathbf{950}} \times 100$

$$=10.53\%$$

[3] رمضان زياد، مرجع سبق ذكره، ص ص 298-307.

- **معدل العائد لفترة الإقتناء:** ويتحقق ذلك عند بسع السند قبل موعد الاستحقاق، وبناء على ذلك يحسب العائد بالطريقة التالية:

$$\textbf{معدل العائد لفترة الاقتناء} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \text{الفوائد}}{\text{سعر الشراء}} \times \mathbf{100}$$

مثال:

اشترى مستثمر سندات قيمتها الاسمية 1500 دينار بفائدة 12% تدفع كل ستة أشهر مرة بمبلغ 1600 دينار، واقتناها لمدة سنة كاملة، قبض خلالها فوائد مرتين ثم باعها بعد ذلك بمبلغ 1550 دينار.

المطلوب:

- علل لماذا دفع المستثمر مبلغ 1600 دينار للحصول على سندات قيمتها الاسمية 1500 دينار، ولماذا باعتقادك استطاع أن يبيعها بأقل من قيمتها الاسمية؟
- حساب العائد لفترة الاقتناء مبرزين حجم أرباحه (خسائره) الرأسمالية في هذه الصفقة.

الحل:

- إذا أصبح سعر الفائدة السائد في الاستثمارات المتشابهة أقل من سعر الفائدة التي يحملها السند فإنّ سعر الفائدة في السوق يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه إذا أصبح سعر الفائدة في الاستثمارات المتشابهة أكبر من سعر الفائدة التي يحملها السند فإن سعر السند في السوق ينخفض.
- **استخراج العائد لفترة الاقتناء:**

الفوائد التي تم قبضها = $\frac{0.12}{2} \times 1500 = 90$ دينار في المرة الواحدة

$90 \times 2 = 180$ دينار في المرتين

العائد لفترة الاقتناء= $\frac{180+1600-1550}{1600} \times 100 = 8.125\%$

الربح (الخسارة) الرأسمالية الذي حققه من الصفقة= 1550-1600

= 50 سالب دينار (خسارة)

$$= \frac{50}{1600} \times 100 = 3.125\%$$

- **معدل العائد لموعد الاستحقاق:**

هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر الذي يشتري السند بسعر السوق ويحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، كما أنه يساعد المستثمرين على تقيم العوائد المحتملة لاستثمار السندات، وعليه فإن الصيغة الأساسية لحسابه هي:

$$\textbf{معدل العائد لموعد الاستحقاق} = \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوي} + \frac{\text{القيمة الاسمية للسند} + \text{سعر الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستحقاق}}}{\frac{\text{القيمة الاسمية للسند} + \text{سعر الشراء}}{2}} \times 100$$

مثال:

اشترى مستثمر سندات تستحق بعد عشر سنوات وتحمل فائدة معدلها 8% تدفع مرة كل سنة وقيمتها الاسمية 1000 دينار، بسعر 950 دينار.

المطلوب:

احسب معدل العائد لموعد الاستحقاق.

الحل:

مبلغ الفائدة السنوي= $1000 \times 0.08 = 80$ دينار

$$\frac{\frac{950+1000}{10} + 80}{\frac{950+1000}{2}} \times 100 = 28.205\ \%$$

- **معدل العائد لموعد الاستدعاء:** هو العائد الذي سيحققه حامل السند من موعد شرائه له إلى أقرب موعد استدعاء منصوص عليه في عقد إصداره.

ويحسب رياضيا باستخدام نفس معادلة العائد لموعد الاستحقاق وهي:

$$\text{معدل العائد لموعد الاستدعاء} = \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوي} + \frac{\text{سعر الاستدعاء} + \text{سعر الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}}}{\frac{\text{سعر الاستدعاء للسند} + \text{سعر الشراء}}{2}} \times 100$$

مثال:

سند قيمته الاسمية 1000 دينار قابل للإستدعاء خلال السنوات الخمسة الأخيرة بسعر 105 دينار، ويحمل فائدة سعرها 12% تدفع مرة كل 6 أشهر ويستحق بعد 15 سنة، اشتراه مستثمر بسعر 900 دينار.

المطلوب:

أوجد معدل العائد لموعد الاستحقاق.

الحل:

بما أنّ الفائدة تدفع كل 6 أشهر، فيتم حسابها كالآتي:

0.12÷ 2 = 0.06 دينار معدل الفائدة في كل سداسي

1000×0.06=60 دينار مبلغ الفائدة في كل سداسي

عدد السنوات المتبقية لموعد الاستدعاء= 15-5=10 سنوات، وبما أنّ معدل الفائدة يُحتسب على أساس 6 أشهر، فتصبح الفترة 10×2= 20 سداسي

سعر الاستدعاء= القيمة الاسمية للسند ×علاوة الاستدعاء (السعر المعلن للإستدعاء%)

سعر الاستدعاء= 1000× 105% = 1050 دينار

$$\text{معدل العائد لموعد الاستدعاء} = \frac{\frac{900+1050}{20}+60}{\frac{900+1050}{2}} \times 100 = 16.15\%$$

- **عوائد الأسهم العادية:**

تقاس عوائد الأسهم العادية بعدة مقاييس نوجز بعضها فيما يلي[4]:

- **معدل عائد فترة الاحتفاظ:** هو العائد الإجمالي المتحقق للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية، يُعتبر هذا المقياس من أفضل المقاييس التي تهم المستثمر، ويعبر عنه وفق العلاقة التالية:

$$\textbf{معدل عائد فترة الاحتفاظ} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{تكلفة الشراء}) + \text{التدفقات النقدية الجارية}}{\text{تكلفة الشراء}} \times \textbf{100\%}$$

مثال:

إشترى أحد المستثمرين سهما من شركة معينة بسعر 8.5 دينار، وقد وزعت الشركة أرباحا معدلها 10%، وبعدها باع المستثمر سهمه بسعر 9 دينار.

المطلوب:

احسب معدل العائد على فترة الاحتفاظ بالسهم، إذا علمت أنّ القيمة الاسمية للسهم هي 6 دينار.

الحل:

مقدار ربح السهم الواحد= $0.1 \times 6 = 0.6$ دينار

معدل عائد فترة الاحتفاظ= $\frac{0.6 + (8.5 - 9)}{8.5} \times 100\% = 12.94\%$

- **نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:** يُعطي هذا المقياس مؤشرا على عائد السهم بشكل عام، ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة باستخدام المعادلة التالية:

$$\textbf{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \times \textbf{100\%}$$

[4] رمضان زياد، مرجع سبق ذكره، ص ص 309-314.

مثال:

لنفترض أنّ احدى الشركات حققت صافي أرباح لهذه السنة بلغ 50 ألف دينار، في حين كانت أرباح الأسهم الممتازة 5000 دينار وعدد الأسهم العادية هو 100 ألف سهم.

المطلوب:

استخراج نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة.

الحل:

الأرباح الخاصة بحملة الأسهم العادية= 50000-5000=45000دينار

نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة= $\frac{45000}{100000} \times 100\% = 45\%$

- **نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:** يقيس هذا المقياس ما سوف يحصل عليه المستثمر من أرباح لقاء وجود هذا السهم في محفظته، ويمكن استخراجه كما يلي:

$$\textbf{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \times \textbf{100\%}$$

مثال:

إذا أرادت الشركة في المثال السابق أن توزع 20 %من أرباحها الخاصة بحملة الأسهم العادية.

المطلوب:

أحسب نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة.

الحل:

مقدار الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية= 20% ×الأرباح المحققة

مقدار الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية= 20% ×45000= 9000دينار

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة= $\frac{9000}{100000} \times 100\% = 9\%$

- **الربح الجاري للسهم:** يعبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم السهم، حيث يقيس قدرة الدينار الواحد الذي سيدفعه المستثمر ثمنا للسهم على توليد الأرباح، يمكن قياسه كما يلي:

$$\textbf{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} \times \textbf{100\%}$$

مثال:

إذا كان نصيب السهم من الأرباح الموزعة 30 %ويباع في السوق بسعر 3 دينار.

المطلوب:

إيجاد الربح الجاري

الحل:

الربح الجاري للسهم $= \frac{0.3}{3} \times 100\% = 10\%$

2.1.2. العائد الرأسمالي: هو العائد الناتج عن عملية إعادة بيع الأصل المالي، ويحسب بناء على الفرق ما بين سعر بيع الأصل، وسعر شراء الأصل المالي.

مثال:

قام مستثمر بشراء 100 سهم بسعر 10000 دج للسهم الواحد بتاريخ 2020/04/11 على أمل أن ترتفع الأسعار في المستقبل ويحقق عائد من ذلك، أو أن يستفيد من العوائد الموزعة من طرف الشركة المصدرة لهذا السهم.

وفي تاريخ 2020 /05/05 أراد المستثمر أن يقوم باستخدام أموال المحفظة المالية في شراء آلات ومعدات، وعلى أساسها اتخذ قرار بيع تلك الأسهم في السوق، حدد سعر السهم السوقي بناء على أوامر العرض والطلب بـ 20000 دج.

المطلوب:

احسب العائد الرأسمالي الذي حققه هذا المستثمر من استثماره في هذه الأسهم.

الحل:

حساب العائد الرأسمالي المحقق من طرف المستثمر:

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

العائد الرأسمالي = (20000–10000) × 100

العائد الرأسمالي = 10000×100

العائد الرأسمالي = 1000000 دج.

وهذا يعني أنّ المستثمر حقق عائد رأسمالي مقدر بـ 1000000 دج، إذا اراد المستثمر حساب قيمة رأسماله بعد الربح الرأسمالي المحقق فيتم حسابه بالطريقة التالية[5]:

قيمة رأس المال المستثمر بعد تحقيق الربح = قيمة رأسماله القديم + الربح الرأسمالي المحقق

= 1000000+1000000

=2000000 دج.

2.2. العائد المتوقع:

هو مقدار الأموال التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من استثماره، وينطوي على عدة عوامل كالمخاطر المرتبطة بالاستثمار، نوع الاستثمار، الضرائب والرسوم، ويستخدم عادة لتقييم فرص الاستثمار واتخاذ القرارات الاستثمارية، في هذه الحالة لابد من توضيح حالة العائد المتوقع لكل أصل والعائد المتوقع للمحفظة.

- **حالة محفظة مكونة من أصلين:**

في هذه الحالة نقدم الصيغة الرياضية التالية:

$$R_P=R_1W_1+R_2\ (1-W_1)$$

[5] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص 49،48.

حيث: R_P: عائد المحفظة، R_1: العائد المتوقع للأصل الأول، R_2: العائد المتوقع للأصل الثاني، W_1: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الأول، $(1-W_1)$: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الثاني.

- **حالة المحفظة مكونة من n أصل مالي:**

تقدم المعادلة كما يلي:

$$R_p = \sum W_i R_i$$

حيث:

R_P: عائد المحفظة،

R_i: العائد المتوقع للأصل i،

W_i: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل i.

مثال1:

محفظة استثمارية رأسمالها 50000 دينار موزعة على 5 أوراق مالية كما يلي:

الورقة المالية	A	B	C	D	E
القيمة في رأس مال المحفظة	5000	20000	7500	7500	10000
معدل العائد للورقة المالية R_i	0,02	0,01	0,15	0,15	0,3

المطلوب:

ايجاد معدل العائد على المحفظة أعلاه.

الحل:

1. **حساب الوزن النسبي لكل ورقة مالية ضمن المحفظة:**

$$W_A = \frac{5000}{50000} = 10\ \%$$

$$W_B = \frac{20000}{50000} = 40\ \%$$

$$W_C = \frac{7500}{50000} = 15\ \%$$

$$W_D = \frac{7500}{50000} = 15\ \%$$

$$W_E = \frac{10000}{50000} = 20\ \%$$

2. حساب العائد:

$$R_p = \sum W_i R_i$$

$$= (0,1\times0,02) + (0,4\times0,01) + (0,15\times0,15) + (0,15\times0,15) + (0,2\times0,3)$$

$$=11.1\%$$

مثال 2[6]:

إليك المعلومات المقدمة في الجدول أدناه واحتمالات تحققها من استثمار مبلغ 10 مليون دج في واحدة من الشركتين Aأو B.

الوضع الاقتصادي	احتمال حدوث الحالة	Aمعدل العائد في الشركة	Bمعدل العائد في الشركة
ازدهار	0,30	1	0,2
عادي	0,40	0,15	0,15
كساد	0,30	(0,7-)	0,10

المطلوب: حساب معدل العائد المتوقع في الشركتين.

يتوقع للشركة A أن تحقق الأموال المستثمرة فيها عائدا مقداره 100% باحتمال 0,30، كما يتوقع أن تحقق خسارة تجعل العائد على استثماراتها سالبا بمعدل 0,7 وبنفس درجة الاحتمال، كما يتوقع للاستثمار في هذه الشركة أن يحقق عائدا بمعدل 0,15 باحتمال 0,40.

[6] مفلح هزاع، مرجع سبق ذكره، ص ص 19،20.

وبالنسبة للشركة B يتوقع لها الحصول على عائد للأموال المستثمرة فيها مقداره 0,2 وبدرجة احتمال 0,3، كما يمكن بدرجة احتمال نفسها أن ينخفض هذا المعدل ليصل إلى 10% . كما يمكن أيضا باحتمال 0,40 أن يصل العائد المحقق فيها إلى 0,15، وباستخدام البيانات السابقة يمكن ايجاد ما يسمى بمعدل العائد المتوقع أو المرجح على الاستثمار في كل شركة، ومعدل العائد المتوقع أو المرجح هو عبارة عن مجموع حاصل ضرب كل معدل عائد في احتمال تحققه.

معدل العائد المتوقع للشركة A:

$= (0,3\times1) + (0,4\times0,15) + (0,3\times-0,7)$

$= 0,3 + 0,06 + (-0,21)$

$= 15\%$

معدل العائد المتوقع للشركة B

$= (0,3\times0,2) + (0,4\times0,15) + (0,3\times0,1)$

$= 0,06 + 0,06 + 0,03$

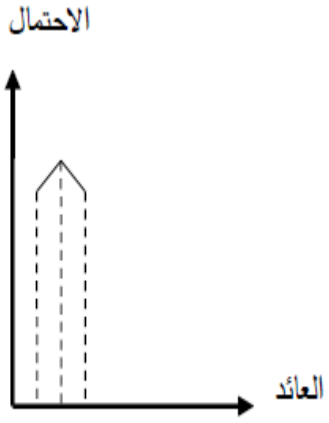
$= 15\%$

وعليه يمكن اشتقاق منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع في كلا الشركتين للإستفادة من البيانات السابقة كما هو مبين في الشكل أدناه

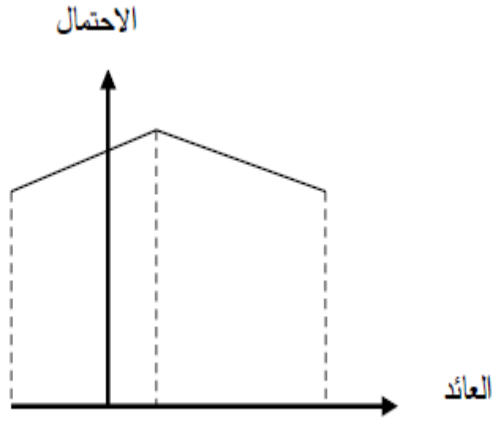
وتكمن الاستفادة من هذا المنحنى في إيضاح درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في مشروع معين، فكلما كان المنحنى ضيقا كلما قلت درجة المخاطرة، في هذه الحالة سيكون هناك تقارب بين معدل العائد المتوقع مع معدل العائد الفعلي، وكلما كان المنحنى أكثر اتساعا دل على زيادة درجة المخاطرة في الاستثمار.

منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في الشركتين A وB

منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في الشركة A



منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في الشركة B



يتضح من خلال الشكل أعلاه:

أن الاستثمار في الشركة (B) يتميز بالأمان مقارنة بالاستثمار في أسهم الشركة A، ويرجع ذلك لأنّ منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في الشركة (B) ضيق أي أقل اتساعا من منحنى التوزيع الاحتمالي في الشركة (A) وذلك بالرغم من تساوي معدل العائد المتوقع للشركتين وهو 0,15، كما يمكن التعبير عنها أيضا، أنّ الاستثمار في الشركة (B) أقل مخاطرة من الاستثمار في الشركة (A) ويرجع ذلك لتشتت المعدلات عن وسطها الحسابي في الشركتين [7].

[7] مفلح هزاع، مرجع سبق ذكره، ص ص 20،19.

ثانيا: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

هناك علاقة وثيقة بين العائد على الاستثمار ودرجة المخاطرة، حيث كلما كان طموح المستثمر بالحصول على عائد أكبر، كلما ارتفعت درجة المخاطرة، كما توجد هناك علاقة وثيقة بين البعد الزمني للاستثمار (طول فترة الاستثمار) ودرجة المخاطرة، وهذا يعني أنّه كلما طالت الفترة الزمنية اللازمة لاسترجاع رأس المال المستثمر في مشروع معين، كلما زادت درجة المخاطرة والعكس صحيح. وعادة فإنّ العلاقة بين العائد ودرجة المخاطرة تختلف باختلاف طبيعة وحجم الاستثمار، وهذا يعني أنّ الاستثمار في المشروعات يختلف من حيث العائد ودرجة المخاطرة عن الاستثمار في الأوراق المالية، كما أنّ الاستثمار في الأوراق المالية يختلف باختلاف طبيعة تلك الأوراق، حيث انّ الاستثمار في الأسهم يختلف من حيث العائد ودرجة المخاطرة عن الاستثمار بأذونات الخزينة أو في السندات، وعلى هذا الأساس، يمكن القول أنّ لكل نوع من الاستثمار مستوى معين من العائد ودرجة معينة من المخاطرة، ويعتمد مجال الاستثمار على مدى الموازنة أو التوفيق بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة[8].

1. مفهوم المخاطر:

تُعرف المخاطر بأنّها صورة من التهديد الوشيك الحدوث الذي قد يتعرض له الانسان في نفسه أو ما يملك، فالمخاطر عبارة عن احتمال وقوع حدث والأخذ في الاعتبار مواجهة الآثار المترتبة على حدوثه، ويرتبط مفهوم المخاطر بشكل عام بدرجة عدم التّأكد فكلما كان عدم التّأكد أكبر ازدادت احتمالية حدوث تلك الأخطاء[9].

2. تصنيف المخاطر الاستثمارية

المخاطر الكلية المرتبطة بالاستثمار تتكون من عنصرين هما:

[8] كاظم جاسم العيساوي، **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي**، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص ص 25،26.

[9] محمد غياث شيحة، **الاستثمار المبادئ–الأدوات–المخاطر والتقييم**، متاح على: https://books.google.dz/books?id، تاريخ الاطلاع: 27-09-2023 (10:37)، ص240.

1.2. المخاطر المنتظمة: هي التي تُؤثر على السوق ككل دون استثناء، أي بمعنى هي مخاطر عامة شاملة ولا تنحصر آثارها في قطاع معين أو عدة قطاعات فقط، وقد تنجم عن تغير سعر الفائدة أو حروب، ويتم التعامل معها من خلال اتباع استراتيجيات مدروسة، ويمكن تحديد أنواع المخاطر المنتظمة فيما يلي[10]:

✓ **أنواع المخاطر المنتظمة:**

تختلف المخاطر المنتظمة بتعدد أنواعها نوجز بعضها فيما يلي[11]:

- **مخاطر سعر الفائدة:**

تؤثر بشكل سلبي على معدل العائد الذي يحققه المستثمر، وفي هذه الحالة يميل المستثمر إلى بيع الأوراق المالية ووضع ودائعه في البنوك للحصول على عائد أعلى، ومن الجدير بالذكر أنّ تأثير مخاطرة سعر الفائدة على الأسهم العادية يكون أقل منها على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت؛

- **مخاطر السوق:**

ترتبط بالنمو، بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وذلك جراء تغيرات غير متوقعة في القيمة السوقية للأدوات المالية، لا يمكن تفاديها عن طريق التنويع؛

- **مخاطر التضخم:**

هي مخاطرة تدهور القوة الشرائية للنقود، وانخفاض مردودية الأدوات المالية، وتعتبر الأسهم العادية أحد وسائل التحوط من هذه المخاطر، لأنّ العائد عليها غير ثابت وارتفاع هذا العائد يُؤدي لتعويض انخفاض القيمة الحقيقية للاستثمارات؛

- **المخاطر السياسية:**

من الاستحالة بمكان التنبؤ بالأحداث، والاضطرابات السياسية في المستقبل ومدى تأثيرها على الوضع الاقتصادي بشكل عام وبالتّالي على أسعار الأوراق المالية، لذلك يكون هناك صعوبة في تجنب هذه المخاطر؛

---

[10] فلاح المومني غازي، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن، 2013، ص71.

[11] بشار الشعراني، **التّنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالي)**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الأسواق المالية، الجمهورية العربية السورية، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2015، ص ص 28،30.

- **مخاطر سعر الصرف:**

ترتفع هذه المخاطر بشكل كبير عند قيام المستثمر بالاستثمار في الأوراق المالية العالمية لأن العوائد المتحققة في هذه الاستثمارات تتأثر بشكل كبير ومباشر بسعر الصرف.

2.2. المخاطر غير المنتظمة:

هي التي لا تُؤثر على السوق بشكل عام، وإنما تؤثر على شركة أو صناعة واحدة فقط، ويمكن تجنبها والتقليل منها باعتماد استراتيجية التنويع، وهذه المخاطر لا تتأثر بها السوق المالية عموما مما يسهل عملية تجنبها وإدارة توزيعها أفضل من المخاطر التي يتعرض لها السوق برمته، وتنشأ نتيجة لعدم كفاءة الإدارة، أو مشاكل في السيولة....[12].

✓ **أنواع المخاطر غير المنتظمة:**

هناك العديد من المخاطر غير المنتظمة نوضحها فيما يلي:

- **مخاطر الإدارة:**

إنّ من الأخطاء الممكن أن تقع بها الإدارة قد تُؤدي لانخفاض معدل العائد عن معدل العائد المتوقع أو أن تُؤدي إلى منع تداول أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية لفترة محددة أو بشكل نهائي في حالات التعثر المالي الكبير أو مخالفة القواعد العامة للسوق المالية، وفي بعض الأحيان يمكن لهذه الاخطاء أن تُؤدي إلى الاقتراب من الإفلاس (مخاطر الفشل المالي)، ومن الأخطاء الإدارية الشائعة: اضرابات العمال، فقدان ممولين أساسيين للشركة...إلخ؛

- **مخاطر السيولة:**

ترتبط بإمكانية استرداد أو تسييل الاستثمار دون خسارة كبيرة في القيمة وهناك بعض الاستثمارات أكثر سيولة من غيرها، وعلى المستثمر لاستيعاب مدى تأثير هذه المخاطر على استثماره أن يحاول الإجابة على سؤالين عند تقييم مخاطر السيولة هما:

- كم من الوقت يلزم لتحويل الاستثمار إلى نقد أو العكس؟
- وما هي الخسارة المحتملة في حال تسييل الورقة بشكل مستعجل أو ما الثمن الذي يجب دفعه عند الشراء بسرعة؟

[12] نجلاء بنت محمد البقمي، **مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة**، متاح على: https://books.google.dz، تاريخ الاطلاع: 27-09-2023 (11:00).

- **مخاطر الصناعة:**

ويُقصد بها المخاطر المتعلقة بصناعة معينة أو قطاع معين ومن الامثلة عن هذه المخاطر: عدم توافر المواد الخام، تغير أذواق المستهلكين؛

- **مخاطر الائتمان:**

هي المخاطر التي تنتج عن عملية الاقراض والاقتراض، فإذا تمت عملية إقراض أموال لطرف ما بتاريخ استحقاق معين وعجز المقترض على رد قيمة القرض أو جزء منه، أو قيمة الفوائد أو جزء منها مع قيمة رأس المال يمكن القول أنّ الدائن تعرض لخطر غير منتظم وهو خطر الائتمان؛

- **المخاطر القانونية:**

تعد من أشد أنواع المخاطر، وهي عبارة عن مخاطر ناتجة عن تغير قوانين عمل المؤسسات، مما يترك أثرا سلبيا عليها؛

- **المخاطر المختلطة:**

وهي عبارة عن مزيج بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، ويعتبر كل من مخاطر الرفع المالي والتشغيلي من المخاطر المختلطة:

- **مخاطر الرفع المالي:**

هناك نوعين من التمويل في كل شركة: تمويل داخلي أو حقوق الملكية، وتمويل خارجي عن طريق الاقتراض، وتزيد نسبة الرفع المالي مع زيادة استخدام الشركة للتمويل عن طريق الاقتراض مقابل ما تستخدمه من تمويل عن طريق حقوق الملكية، ومن المعلوم قابلية عوائد حملة الأسهم للتقلب تزيد بشكل كبير كلما زادت نسبة الرفع المالي في الهيكل التمويلي للشركة[13]؛

- **مخاطر الرفع التشغيلي:**

الشركات التي تعتمد بشكل كبير على الرفع التشغيلي يجب أن لا تعتمد بالمقابل على نسبة كبيرة من الديون لتمويل استثماراتها، حيث كلما ارتفعت درجات الرفع التشغيلي أدى ذلك الى ارتفاع نسبة التذبذب في قدرة المؤسسة

[13] بشار الشعراني، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-32.

على خدمة ديونها، ومن ثم زيادة المخاطر المتعلقة بالقدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه دائنيها، وهذا ما سيؤثر بالسلب على قدرتها الإئتمانية وعلى سمعتها في المستقبل[14].

3. قياس مخاطر الاستثمار

يمكن تحديد معايير قياس المخاطر بشكل عام كالآتي[15]:

1.3. أساليب قياس المخاطر الكلية:

يعد كل من المدى، والتباين، والانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف أهم الأدوات الاحصائية التي تقيس المخاطر الكلية. وفيما يلي عرض مختصر لكل أسلوب من هذه الأساليب[16]:

- **المدى:**

يمثل المدى الفرق بين أكبر قيمة وأصغر قيمة، ويتسم بالبساطة وسهولة حسابه ووضوح معناه مقارنة بمقاييس التشتت الأخرى، ويستخدم في العديد من التطبيقات، كلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين كلما كان ذلك إشارة إلى زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي.

المدى = أكبر قيمة – أقل قيمة

مثال:

إليك المعلومات التالية عن المشروعين:

السنة	التدفقات النقدية للمشروع الأول	التدفقات النقدية للمشروع الثاني
1	150	90
2	100	100
3	50	110

[14] Steven E.Bolten, Robert L Conn, **Essentials of managerial finance :Principles and practice**, Hardcover- January 1, 1981, p89.

[15] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار (بين النّظرية والتطبيق)**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص68.

[16] موسى شقيري توري، محمود ابراهيم نور، **إدارة المخاطر**، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص 60،61.

فإذا علمت أنّ التكلفة المبدئية للمشروعين متساوية فمن خلال فهمك للمدى كمقياس للمخاطر في أي من المشروعين تضع أموالك؟

الحل:

يلاحظ أنّ مجموع التدفقات النقدية للمشروع الأول تساوي 300 دج، ومجموع التدفقات النقدية للمشروع الثاني تساوي 300 دج، كما أنّ الوسط الحسابي للتدفقات النقدية للمشروعين متساوية وتساوي 100 دج، وعليه فإنه يمكن حساب المدى لكل مشروع والحكم على المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية.

المدى للمشروع الأول: 150-50=100

المدى للمشروع الثاني=110-90= 20

يلاحظ أنّ المدى للمشروع الأول >من المدى للمشروع الثاني مما يعني أنّ المشروع الأول أكثر مخاطرة.

- **الانحراف المعياري:**

هو الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم (مفردات التدفقات النقدية) عن وسطها الحسابي، كما هو موضح في المعادلة أدناه:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \frac{(R_n - \bar{R})^2}{n}}$$

حيث أنّ:

δ : الانحراف المعياري

R_n: التدفق النقدي (العائد) في الزمن n

$\bar{R}$: الوسط الحسابي للتدفقات النقدية (العوائد)

n : عدد التدفقات النقدية خلال الفترة الزمنية

أما في حالة التدفقات النقدية (العوائد) مستقبلية أي متوقعة الحدوث فيمكن احتساب الانحراف المعياري من المعادلة التالية: $\delta=\sqrt{\sum_{i=1}^{n}(R_n-\bar{R})^2\times p}$

حيث أنّ P: احتمال تحقق العائد

مثال: بالجدول أدناه أمامك فرصة للاستثمار في أحد السهمين (A, B):

عائد السهم A	**عائد السهم B**
10%	30%
15%	5%
20%	10%

المطلوب: أي من السهمين (A, B) أقل مخاطرة.

الحل:

✓ **حساب المدى:**

المدى للسهم A: 20%-10%=10%

المدى للسهم B: 30%-5% =25%

من الواضح أنه عند حساب المدى لكل سهم نجد أنّ السهم **B** مخاطره أعلى من السهم **A**.

✓ **حساب الانحراف المعياري:**

- **حساب الوسط الحسابي للسهم A:**

$$\bar{R}(A)=\frac{0.10+0.15+0.20}{3}=\frac{45\%}{3}=15\%$$

- **حساب الوسط الحسابي للسهمB :**

$$\bar{R}(B)=\frac{0.3+0.05+0.10}{3}=\frac{45\%}{3}=15\%$$

يلاحظ أنّ الوسط الحسابي لعوائد السهم **A =** الوسط الحسابي لعوائد السهم **B** ويساوي **15%**، **إلا أنّ هذا لا يعني أنّ** مخاطر السهم **A =** مخاطر السهم **B**

- **الانحراف المعياري للسهم A**

$$\delta_A=\sqrt{\frac{(0.10-0.15)^2+(0.15-0.15)^2+(0.20-0.15)^2}{3}}$$

$$\delta_A=\sqrt{\frac{0.0025+0+0.0025}{3}}=\sqrt{\frac{0.0050}{3}}=\sqrt{0.001666}$$

$$\delta_A= 0.0408 = 4.08\%$$

- **الانحراف المعياري للسهم B**

$$\delta_B=\sqrt{\frac{(0.30-0.15)^2+(0.05-0.15)^2+(0.10-0.15)^2}{3}}$$

$$\delta_B=\sqrt{\frac{0.0225+0.01+0.0025}{3}}=\sqrt{\frac{0.035}{3}}=\sqrt{0.01166}$$

$$\delta_B= 0.108 = 10.8\%$$

مما سبق نجد أنّ:

السهم **A** انحرافه المعياري **= 4.08%**، بينما السهم **B** انحرافه المعياري **=10.8%**

أي أنّ السهم **B** أكثر مخاطرة من السهم **A**.

- **التباين:**

هو مقياس من مقاييس التشتت، ويعبر عن متوسط مربعات انحرافات القيم عن وسطها الحسابي، ولحساب التباين من واقع بيانات تاريخية نستخدم المعادلة التالية:

$$\mathbf{V(x)=\delta^2=}\sum_{i=1}^{n}\frac{(R-\bar{R})^2}{n}$$

أما لحساب التباين لبيانات متوقعة الحدوث فإننا نستخدم المعادلة التالية:

$$\mathbf{V(x)=\delta^2= \sum_{i=1}^{n}(R_n - \bar{R})^2 \times P}$$

- **معامل الاختلاف:**

هو مقياس نسبي يستخدم عادة لمقارنة تشتت البيانات، وفي حال تساوي التدفقات النقدية لمشروعين استثماريين، يراد المفاضلة بينهما فإنّ المقياس المناسب هو معامل الاختلاف، ويُستخدم في الحالات التالية:

- عند وجود مجموعة من البدائل الاستثمارية تختلف فيما بينها من حيث تكلفة الاستثمار؛
- عند وجود مجموعة من البدائل الاستثمارية يختلف مجموع التدفقات النقدية (العائد) بين بديل وآخر؛
- عند اختلاف الوسط الحسابي للتدفقات النقدية للمشاريع التي يراد المفاضلة بينها.

ونحسب معامل الاختلاف من المعادلة التّالية: $C.V= \frac{\delta}{\bar{R}}$

حيث أنّ:

δ : الانحراف المعياري للتدفقات النقدية (العوائد)

$\bar{R}$: الوسط الحسابي للتدفقات النقدية (العوائد)

مثال:

لتكن لدينا المعلومات التالية عن المشروعين والموضحة في الجدول أدناه:

Aالتدفقات النقدية للمشروع	**Bالتدفقات النقدية للمشروع**
250	200
200	800
400	200

المطلوب:

حساب معامل الاختلاف لكل مشروع:

✓ **أولا لابد من تحديد مجموع التدفقات النقدية لكل مشروع:**

- المشروع A = 250+200+400=850 دينار
- المشروع B =200+200+800= 1200 دينار

✓ **نحسب الوسط الحسابي للمشروعين:**

$$\bar{R}_{(A)}=\frac{850}{3}=283.33$$

$$\bar{R}_{(B)}=\frac{1200}{3}=400$$

✓ **حساب الانحراف المعياري للمشروعين:**

المشروع A:

$$\delta_A=\sqrt{\frac{(250-283.33)^2+(200-283.33)^2+(400-283.33)^2}{3}}$$

$$\delta_A=\sqrt{\frac{1111.088+6943.3888+13611.888}{3}}=\sqrt{7222.288}$$

$$\delta_A=84.98$$

المشروع B:

$$\delta_B=\sqrt{\frac{(200-400)^2+(800-400)^2+(200-400)^2}{3}}$$

$$\delta_B=282.84$$

✓ **حساب معامل الاختلاف:**

$$\mathbf{C.V.A}=\frac{\delta_A}{\bar{R}_A}=\frac{84.984}{283.33}=\mathbf{29.99\%}$$

$$\mathbf{C.V.B}=\frac{\delta_B}{\bar{R}_B}=\frac{282.84}{400}=\mathbf{70.71\%}$$

يلاحظ أنّ مخاطر المشروع **B** أكبر من مخاطر المشروع **A**

2.3. أسلوب قياس المخاطر النظامية (العامة):

إنّ الأسلوب الملائم لقياس المخاطر النظامية هو معامل بيتا، ويعطى من خلال المعادلة التالية:

$$\beta=\frac{COV(R_m-R_i)}{\delta^2 m}$$

β: معامل بيتا والتي تعني درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للسهم مع التقلب الحاصل في محفظة السوق

R_m: عائد محفظة السوق

Ri: عائد السهم i

δm: الانحراف المعياري للسوق

COV: التغاير

كما أن $COV,m=\delta_i \delta_m$ Rim

وبالتالي فإنّ β تساوي

$$\beta= \frac{\delta_i \delta_m Rim}{\delta^2 m}$$

حيث أن Rimتساوي معامل الارتباط بين السهم والسوق.

$$\beta= \frac{\delta_i Rim}{\delta m}$$

خلاصة:

يسعى المستثمر الرشيد دائما إلى تعظيم العائد وتدنيه للمخاطرة باعتبارهما أساس تقييم المحفظة الاستثمارية، ويتوقف ذلك على نوعية وطبيعة المستثمر، ومقدار الاشباع الذي يرغب في تحقيقه، فضلا عن حسن اتخاذ قراراته عند اختيار البديل المناسب من بين مجموعة البدائل المتاحة، وهو ما سنراه في المحور الثالث.

أسئلة المحور الثاني

1. ما المقصود بمعدل العائد المتوقع؟
2. لماذا نستخدم منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد؟
3. اشرح طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة؟
4. ما الفرق بيمن المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة؟

تمرين 1:

اشترى مستثمر 45 سهم بقيمة 110 دينار للسهم من أحد البنوك التجارية، بتاريخ 2020/01/01 قرر البنك توزيع أرباح سنوية بقيمة 05 دينار في نهاية السنة للسهم.

المطلوب:

- ✓ حساب معدل العائد على الاستثمار في حالة ارتفاع قيمة السهم إلى 115
- ✓ حساب معدل العائد على الاستثمار في حالة انخفاض قيمة السهم إلى 95.

تمرين 1:

في الجدول التالي العوائد المتوقعة للمشروعين A وB كما يلي:

الحالات	الاحتمال	القيم الممكنة للمشروع A	القيم المكنة للمشروع B
كساد	%30	8500	2000
ظروف عادية	%40	9500	10000
رواج	%30	7500	15000

المطلوب: - أحسب العائد المتوقع للمشروعين A وB.

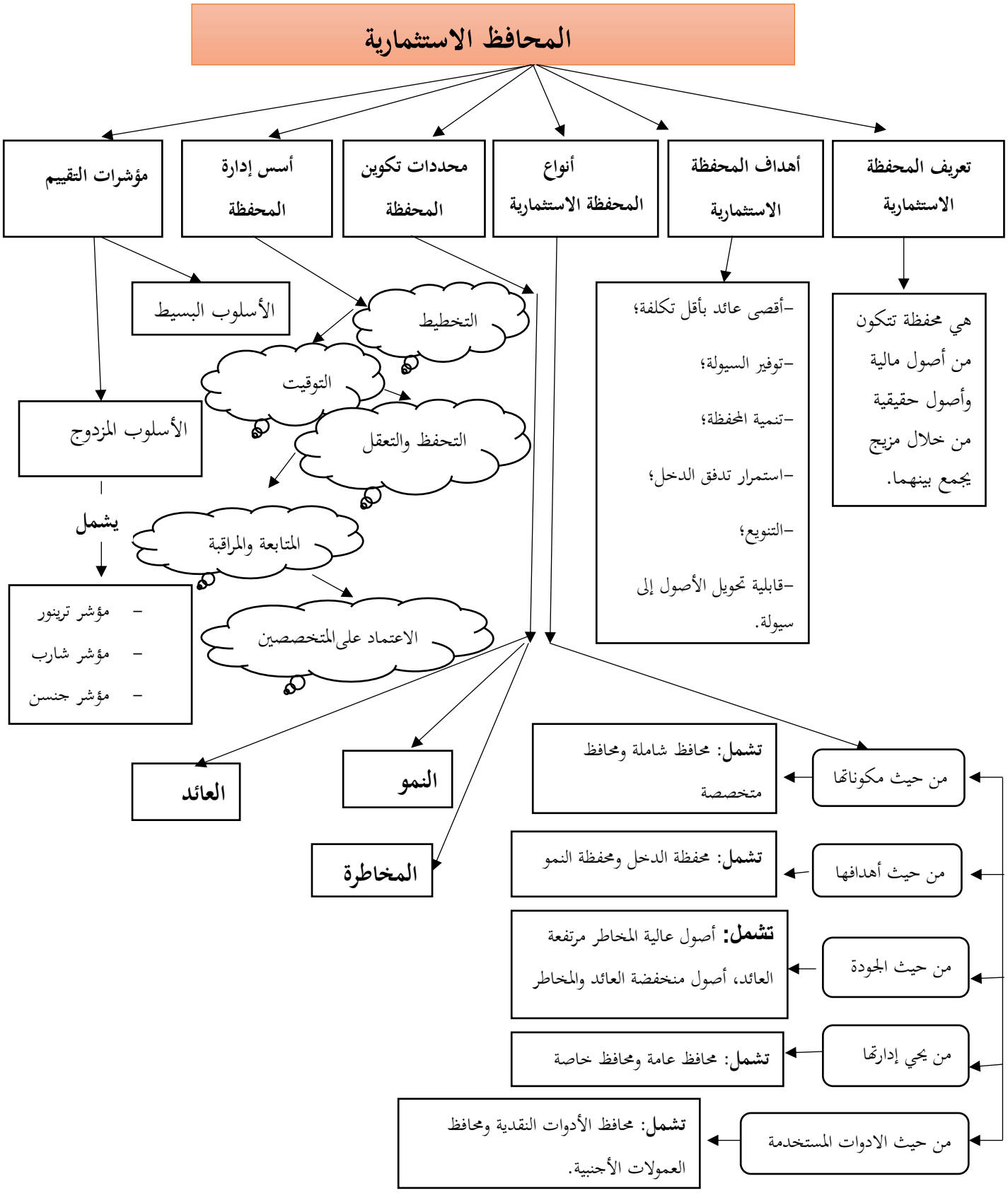
- أي المشروعين أقل مخاطرة وفقا لمقياس الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

المحور الثّالث: بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية

الأهداف التعليمية للمحور:

- التعرف على مفهوم المحفظة الاستثمارية، أهميتها وخصائها ؛
- إدراك أهم أنواعها ومحددات تكوينها؛
- التعرف على أسس إدارتها، والسياسات المتبعة في إدارتها؛
- التعرف على مؤشرات تقييمها مع الاستدلال بأمثلة توضيحية.

ملخص المحور الثالث



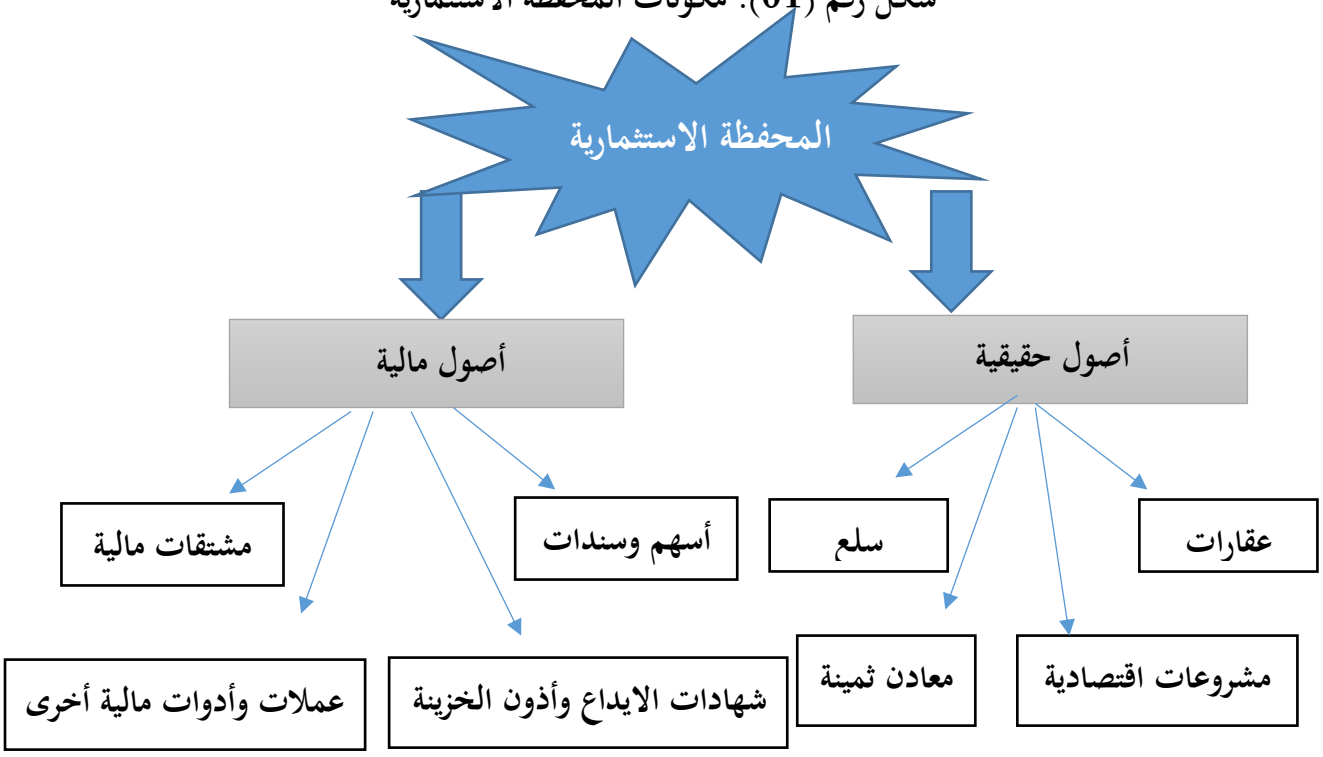
تمهيد: إنّ أبسط قواعد الاستثمار الناجح هو تكوين محفظة منوعة بشكل جيد، فالإستثمار يجب أن يكون موزعا بين مجموعة أصول، حيث يساعد التنويع في تقليص حجم الخطر إلى مستويات مقبولة، ويتجلى ذلك من خلال معرفة أهم أسسها ومحدداتها، فضلا عن معرفة أهم السياسات المتبعة في إدارتها وطرق تقييمها، وهو ما سيتم توضيحه فيما لي:

أولا: ماهية المحافظ الاستثمارية

1. مفهوم المحفظة الاستثمارية

هي عبارة عن سلة تحتوي على أصول حقيقية ومالية تشمل عادة الأسهم والسندات والنقد والعقارات وغيرها...يهدف من ورائها المستثمر إلى تحقيق عائد من خلال تنويع هذه الأصول بطريقة تعكس قدرتهم على تحمل المخاطر[1].والشكل أدناه يوضح مكونات المحفظة الاستثمارية.

شكل رقم (01): مكونات المحفظة الاستثمارية



المصدر: من اعداد الباحثة

[1] Silva Derek, **What Is an Investment Portfolio**?. Udapted On july31, 2024, On the Link: https://smartasset.com/investing/what-is-an-investment-portfolio

✓ **مفهوم المحفظة المالية:**

هي مجموعة من الأصول المالية (الأسهم والسندات) التي تعتمد في تكوينها على موقف المستثمر من العلاقة بين العائد والمخاطرة، ومدى إسهام كل أصل استثماري مضاف إلى المحفظة أو خارج منها في الحجم الكلي للمخاطر والعائد الاجمالي للمحفظة.

✓ **مفهوم صناديق الاستثمار:**

تُعرف صناديق الاستثمار بأنّها وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية، وهذا ما لا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي تمثل وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية المستثمرين، فهي وجدت خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين وخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة[2].

ومنه نستنتج أنّ المحفظة الاستثمارية تختلف عن الصندوق الاستثماري من حيث[3]:

- أنّ الصندوق يكون عاما بخلاف المحفظة فهي لشخص أو فئة خاصة من المستثمرين؛
- ليس للمستثمرين في صناديق الاستثمار حق التصويت على اعمال الصندوق أو المشاركة في اتخاذ القرارات، فهم يفوضون المدير بذلك، بينما المستثمر في المحفظة الخاصة قد يتدخل أو يوجه المدير بالقيام ببعض الأعمال أو يشترط على المدير في العقد أن يرجع إليه في بعض القرارات.

2. **أهداف المحفظة المالية:** تختلف الأهداف حسب طبيعة المستثمر ونوع الأصل المستثمر فيه، فالبعض يرغب في الحصول على أكبر عائد مقابل تحمله لمخاطر أكبر، والبعض الآخر متحفظ يبحث عن الأمان، والآخر عقلاني

[2] دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، **دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية–دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005–2014)**، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 06، ص218.

[3] يوسف بن عبد الله الشبيلي، **زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية**، متاح على : https://www.noor-book.com ص ص 22،21.

ورشيد يرغب في الموازنة بين العائد والخطر وفيما يلي نجمل الأهداف التي يسعى كل مستثمر الوصول إليها في النقاط التالية[4]:

- ✓ تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر: وهو الهدف الذي يسعى كل مستثمر إلى تحقيقه؛
- ✓ **تنمية المحفظة:**

ويتجلى ذلك من خلال المحافظة على رأس المال الأصلي، باتباع أسس واستراتيجيات ملائمة لإدارة المحفظة بشكل ملائم: كاختيار الأصول المناسبة، تنويعها، تحديد الأهداف المستقبلية...وذلك لتجنب وصول الخسارة إلى رأس المال؛

- ✓ **استمرار تدفق الدخل:**

على المستثمر الرشيد في هذه الحالة اختيار الأوراق المالية التي تحقق له دخل ثابت كالسندات مثلا للحفاظ على ربحية أصول المحفظة، أو مواجهة التزامات مستقبلية غير متوقعة؛

- ✓ **التنويع (المزج بين الأوراق المالية):**

يعتبر التنويع أحد استراتيجيات الاستثمار التي تستخدم لتوزيع المخاطر عبر عدد من فئات الأصول، لذلك يسعى مدراء المحافظ الاستثمارية إلى اتباع هذه الاستراتيجية لتقليل المخاطر والحصول على أكبر العوائد،

- ✓ **قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة:**

فكلما ارتفع مستوى السيولة المالية، زادت مرونة قدرة الشركات والأفراد في مواجهة الالتزامات والتكاليف الطارئة بيسر، كالاستثمار مثلا في أذونات الخزينة.

3. أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار

تتمثل أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار في[5]:

[4] هدى عبو، ربيعة عبو، **سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية**، Revue Des Recherches En Sciences Financieres Et Comptables، العدد 04، 2017، ص ص 116،117.

[5] كمال بن موسى، **المحفظة الاستثمارية–تكوينها ومخاطرها** –مجلة الباحث، العدد 3، 2004، ص39.

- ✓ إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق في العمل وبالتالي القدرة على الوفاء، عن طريق المحفظة يمكن للمستثمر أن يتفادى هذه المخاطر عن طريق تكوين المحفظة التي تشتمل على الأوراق المالية التي لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر مثل: السندات والأذونات الحكومية؛
- ✓ إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق بالسوق، بحيث يخشى المستثمر من الاتجاه العكسي لأسعار السوق وبالتّالي انخفاض القيمة السوقية لرأس المال، في هذه الحالة يمكن تجنب مثل هذه المخاطر عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية عالية الجودة؛
- ✓ إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق مثلا بسعر الفائدة، والخوف من تقلب أسعارها لغير صالح المستثمر، في هذه الحالة يمكن اللجوء إلى الاستثمار قصير الأجل عوضا عن الاستثمار طويل الأجل.

4. أنواع المحافظ المالية

تتعدد أنواع المحافظ الاستثمارية وفقا لأهداف المستثمر ومستوى تحمله للمخاطر، وبناء على ذلك سوف نعتمد على المعايير التالية:

1.4. من حيث مكوناتها: وفق هذا المعيار نقسمها إلى قسمين

- ✓ **محافظ شاملة:**

لا تقتصر على نوع معين من الأوراق المالية كالأسهم أو السندات، بل تشمل مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة، ولا تقتصر على منطقة جغرافية معينة، بل رأس مال المحفظة يكون موزع على أوراق مالية من عدة دول؛

- ✓ **محافظ متخصصة:**

تقتصر فقط إما مثلا على الأسهم أو السندات، وتشمل حيز جغرافي معين؛

2.4. من حيث أهدافها: بناء على هذا المعيار تقسم المحافظ الاستثمارية إلى

- ✓ **محافظ الدخل أو العائد:**

يلجأ إلى هذا النوع من المحافظ المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل ثابت كالسندات، والاستثمار في أسهم شركات كبيرة، وتتميز بأنها ذات عوائد منخفضة ومخاطر قليل، ويمتلكها عادة المتقاعدين؛

✓ **محافظ النمو أو الربح:**

يلجأ إلى هذا النوع من المحافظ المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على عوائد مرتفعة واستمرار النمو في محفظتهم على المدى البعيد، وفي المقابل يتحملون مخاطر أعلى بالمقارنة مع الأنواع الأخرى، يمكن للمستثمر أن يديرها بنفسه أو يستثمر في صناديق الاستثمار المتخصصة، وتستند هذه المحفظة بشكل كبير على الأسهم؛

✓ **محافظ استثمارية متنوعة (محافظ الدخل والنمو):**

هي عبارة عن مزيج من الأوراق المالية بعضها يتميز بتحقيق العائد والبعض الآخر بتحقيق الربح، وهي المحفظة التي يرغب فيها المستثمر الذي يوازن بين العائد والمخاطرة[6].

3.4. المحافظ من حيث الجودة:

✓ محافظ تحتوي أصول مالية عالية المخاطر ومرتفعة العائد؛

✓ محافظ تحتوي على أصول منخفضة المخاطر ومنخفضة العائد.

5.4. محافظ من حيث إدارتها:

✓ **المحافظ الخاصة (محافظ العملاء):**

هي محفظة يعطى فيها الحق للمستثمر في اختيار حجم ونوع الأدوات المالية ونسب توزيعها وكافة إجراءات سيرها، كونها تشكل بناء على طلب العميل وحسب رغباته؛

✓ **المحفظة العامة (محافظ المؤسسات):**

في هذه الحالة يعتبر المستثمر مساهم في الشركة وليس له حق إدارة المحفظة، وإنما تتولى ذلك مؤسسات عامة استثمارية، وعادة تشمل سلة من الأدوات تأخذ شكل مثلا: الصناديق المشتركة، أو شركات على شكل أسهم مطروحة للاكتتاب العام؛

6.4. المحافظ بناء على الأدوات المستخدمة فيها

✓ **محافظ الأدوات النقدية:** تشمل الأدوات النقدية التي تقل مدتها عن سنة وبالإضافة إلى المعادن الثمينة

✓ **محافظ العملات الأجنبية:**

[6] عمر عبو وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 102،101.

- **المحفظة النقدية:** تشمل الأدوات النقدية مقومة بالعملات الأجنبية المختلفة تقدر قيمتها بمائة ألف دولار فما فوق؛
- **المحفظة المركبة:**

وهي محفظة تتكون من مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المختلفة العائد والمخاطرة، محررة بعملات أجنبية مختلفة[7].

5. محددات تكوين المحفظة المالية

لتكوين محفظة استثمارية مثلى لابد من الاستناد إلى مجموعة من المحددات نوضحها فيما يلي[8]:

✓ **المحدد الأول ويتمثل في النمو:**

أي نمو رأس مال المحفظة من مجموع الأصول المشكلة لها خلال فترة الاستثمار، ويختلف حسب نوع الاستثمار الذي يرغب فيه المستثمر، فهناك مستثمر يرغب في الحصول على معدل نمو ثابت ومستقر، في هذه الحالة يستثمر في الأوراق المالية قصيرة الأجل، وإذا كان هدف المستثمر الحصول على معدل نمو عالي فيجب عليه الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل، نظرا لعائدها المرتفع وطول مدة الاستثمار فضلا عن المخاطر التي يتعرض لها؛

✓ **المحدد الثاني ويتمثل في العائد:**

يختلف العائد من مستثمر إلى آخر حسب نوع الورقة المالية والفترة الزمنية والمخاطر التي يتعرض لها؛

✓ **المحدد الثالث ويتمثل في المخاطرة:**

تختلف درجة المخاطرة من مستثمر إلى آخر، فالمستثمر المتحفظ يعطي الأولوية لعنصر الأمان ويكون حساسا تجاه عنصر المخاطرة كسندات التوفير الخالية من المخاطر، أما المستثمر المضارب فيعطي الأولوية لعنصر الربحية وتكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية، في حين أن المستثمر المتوازن الرشيد تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة معقولة.

---

[7] محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية – البورصة والبنوك التجارية** – الدار الجامعية، 2000، ص249.

[8] قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 192،193.

ولبناء محفظة مثلى لابد من الاعتماد على رأس المال الخاص للمحفظة وتجنب اللجوء إلى الاقتراض، فضلا عن وجود تنويع في الأصول المشكلة للمحفظة مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطرة، مع ضرورة تحديد الفترة الزمنية اللازمة للاستثمار، وكذا ضرورة التركيز على مستوى ملائم من القطاعات التي تنتمي إلى الأصول المشكلة للمحفظة، ناهيك عن الظروف الشخصية للمستثمر، وحجم المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

ثانيا: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية

تختلف هذه السياسات تبعا للأهداف التي يسعى مدراء المحافظ الاستثمارية إلى تحقيقها، يمكن حصرها فيما يلي[9]:

1. **سياسة المخاطرة أو الهجومية:**

تتمثل هذه السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية او الأرباح الاستثنائية على حساب المستثمرين الآخرين، وعادة ما تكون القاعدة الرئيسية لهذه المحافظ الأسهم العادية، وذلك لكون الأسهم العادية تتمتع بدرجة عالية جدا من المخاطرة، وهنا يستخدم مدراء المحافظ الاستثمارية سياسة المخاطرة الهجومية من أجل تحقيق الأرباح الرأسمالية معتمدا في ذلك على تقلبات الأسعار في الأسهم العادية في حالة ارتفاع أسعارها يقوم بعملية البيع والبحث عن أسهم منخفضة للقيام بشرائها لحين ارتفاع أسعارها للقيام بعملية بيعها وهكذا؛

2. **السياسة المتحفظة أو الدفاعية:**

مدير المحفظة في هذه الحالة يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه من العناصر الأخرى (الربحية، السيولة)، وتتميز هذه المحافظ باتباع سياسة متحفظة تجاه المخاطرة، ومن أجل ذلك فإن القاعدة الأساسية لمثل هذه المحافظ تتكون من الأسهم الممتازة والسندات الحكومية المضمونة الطويلة الأجل (الاستثمارات ذات الدخل الثابت)؛

3. **السياسة المتوازنة:**

وتتمثل هذه السياسة بالحصول على عوائد مجزية وقبول مخاطر معقولة، وبذلك فإنّ هذه السياسة هي وسط بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية لذلك فإنها تسمى بالسياسة الهجومية الدفاعية لكونها وسط بين السياستين، وبذلك فإنّ القاعدة الأساسية لهذه المحافظ تتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات.

[9] حسني علي خربوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص ص 22،23.

ثالثا: مؤشرات تقييم أداء المحفظة المالية

يُعد تقييم أداء المحفظة إحدى أهم الخطوات لتحليل الأداء الإستثماري، ويتم ذلك بغض النّظر عن كون المستثمر هو مدير المحفظة أو تتم إدارتها بواسطة مدير استثمار، فإذا كان المستثمر يقوم بإدارتها بنفسه، فإنّ الأداء المتميز يُعد حافزا للاستثمار بالطريقة نفسها، بينما الأداء الرديء يُؤدي إلى تغيير الكيفية التي تتم بها الإدارة، وعلى الرغم من أنّ التقييم يُعد مرحلة أخيرة في عملية إدارة الاستثمار، إلا أنه يمكن اعتبارها جزءا من عملية مستمرة، تمد للمستثمر بآلية للتعرف على مواطن الضعف في العملية الاستثمارية وكذلك معالجتها، ويعتمد التقييم على مقارنة الأداء الذي يمكن تحقيقه عن طريق الادارة الايجابية بالعوائد التي يمكن للمالك الحصول عليها باختيار محافظ بديلة للاستثمار[10]، وذلك بالاعتماد على :

1. **الأسلوب البسيط**: يعد من مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية، ويرتكز على الفترة القصيرة، عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة، ويتلاءم هذا الأسلوب مع المستثمر الذي ليس له معلومات أو دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة مالية لوحدها، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\mathbf{R=[D_t+(P_t-P_{t-1})]/P_{t-1}}$$

R: العائد على الاستثمار في المحفظة

D_t: التوزيعات النقدية + الأرباح الرأسمالية

P_t: سعر الأصل في الزمن t (سعر البيع)

P_{t-1}: سعر الأصل في الزمن $t-1$ (سعر الشراء).

لم يأخذ بعين الاعتبار سواء المخاطر المنتظمة أو غير المنتظمة، وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار، وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن نجد معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جدا، كما

[10] Lamborska Maya , Marchev Angel , **Investment Portfolio Evaluation by the Fuzzy Approach**, Journal of Competitiveness, issue,2011, p11.

يمكن ان نجد معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر هو الأسلوب المزدوج[11].

مثال:

بافتراض القيمة السوقية في بداية الشهر للأسهم التي تضمنتها محفظة ما كانت 400000دج، وأصبحت قيمتها السوقية في نهاية نفس الشهر 420000دج، وأنه قد تم استلام 6000 دج كتوزيعات نقدية خلال الشهر، بالإضافة إلى 14000دج حققتها المحفظة خلال شراء وبيع بعض الأسهم خلال الشهر المذكور.

المطلوب: ماهو العائد على الاستثمار في تلك الفترة؟

الحل:

حساب العائد على الاستثمار في تلك الفترة:

$$R=[D_t+(P_t-P_{t-1})]/P_{t-1}$$

$$R=[\ 6000+14000+(420000-400000)]/400000$$

$$=10\%$$

وتجدر الإشارة هنا أنه تم حساب العائد على الاستثمار في المثال السابق بافتراض المستثمر لم يقم بإضافة أو سحب أي مبلغ إلى المحفظة خلال الفترة.

لنفترض أنّ المستثمر قام خلال الشهر بإضافة مبلغ 10000دج إلى محفظته، عندها يتغير معدل العائد على الاستثمار ليصبح

$$R= [6000+14000+(420000+(400000+10000)] /410000$$

$$= 7.3\%$$

[11] عمر عبو وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 103،104.

يرتكز التقييم على عوائد المحفظة دون الأخذ بعين الإعتبار المخاطر التي تتضمنها تلك المحفظة.

2. الأسلوب المزدوج:

هذا الأسلوب يعتمد على المؤشرات التالية[12]:

- ✓ **مؤشر ترينور:** هو مؤشر لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية أو الورقة المالية في ضوء مخاطرتها النظامية، أي هو نسبة الفائض في عائد المحفظة للمخاطر المنتظمة، والمعبر عنها بالبيتا من قبل"**جاك ترينور** 1965" لمقارنة العائد الإضافي للمحفظة نسبة إلى كل وحدة من وحدات مخاطر السوق، وكلما كانت النسبة أكبر كلما كان أداء المحفظة أفضل، يتم احتساب هذه النسبة وفق المعادلة الآتية:

$$\mathbf{T=}\frac{\boldsymbol{TR_p - R_f}}{\boldsymbol{bp}}$$

حيث:

T: مقياس ترينور

TR_p: معدل العائد على الاستثمار في المحفظة

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطر

b_p: معامل بيتا للمحفظة $b_p=\sum_{i=1}^{n} w_i b_i$،

w_i: نسبة الورقة المالية في المحفظة،

b_i: معامل بيتا للورقة المالية في المحفظة.

(TR_p-R_f): علاوة المخاطر

[12] عباس فاضل رسن التميمي، **محفظة تعادل المخاطرة**، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص ص 28-30.

مثال: إليك المعلومات التالية الخاصة بأداء ثلاث مدراء محافظ استثمارية.

المحفظة	العائد على استثمار المحفظة	العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر	معامل بيتا للمحفظة
A	6%	5%	0.7%
B	11%	5%	1.1%
C	15%	5%	1.4%

المطلوب: ترتيب أداء المدراء حسب مؤشر ترينور.

الحل:

$$\mathbf{T=}\frac{TR_p-R_f}{bp}$$

قيمة المؤشر للمحفظةA: $T_{(A)}=\frac{TR_p-R_f}{bp}=\frac{6-5}{0.7}=0.014$

قيمة المؤشر للمحفظة B: $T_{(B)}=0.054$

قيمة المؤشر للمحفظةC : $T_{(C)}=0.071$

يتضح من النتائج أعلاه إلى أنّ أداء مدير المحفظة A كان في المرتبة الأخيرة وقد حصل على 0.014، يليه أداء المحفظةB في المرتبة المتوسطة والذي حصل على 0.054، بينما كان الأداء الأفضل لمدير المحفظة C والذي حصل على 0.071.

✓ **مؤشر شارب:**

هو عبارة عن نسبة الفائض في عائد المحفظة للمخاطر الكلية، أي يعتبر المؤشر الأنسب لتقييم عائد ومخاطر الورقة المالية كونها تأخذ في الاعتبار كل من المخاطر النظامية وغير النظامية، مما يعطي تقييما دقيقا لمكافئة الورقة المالية (علاوة المخاطرة) مقابل المخاطرة التي تتعرض لها والذي يجعلها أكثر قربا من مؤشر السوق المالي ويمكن كذلك مقارنتها بالمعايير القياسية للسوق (وليام شارب 1966)، وكلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أحسن.

ويعطى بالصيغة التالية:

$$\mathbf{S=}\frac{TR_p-R_f}{\delta p}$$

حيث:

S: مقياس شارب

TR_p: معدل العائد على الاستثمار في المحفظة

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطر

δ_p: مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري

(TR_p-R_f): علاوة المخاطرة

مثال:

الجدول أدناه يلخص معلومات خاصة بأداء ثلاث مدراء محافظ استثمارية،

المحفظة	العائد على استثمار المحفظة	العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر	الانحراف المعياري للمحفظة
A	14%	8%	8%
B	11%	8%	20%
C	12%	8%	17%

المطلوب: ترتيب أداء المدراء حسب مؤشر شارب.

الحل:

$$\mathbf{S=}\frac{TR_p-R_f}{\delta p}$$

قيمة المؤشر للمحفظةA: $S_{(A)}=\frac{TR_p-R_f}{\delta p}=\frac{14-8}{8}=0.75$

قيمة المؤشر للمحفظة B: $S_{(B)}= 0.15$

قيمة المؤشر للمحفظةC : $S_{(C)} = 0.23$

يتضح لنا من خلال النتائج المتوصل إليها إلى أنّ أداء مدير المحفظة Aحصل على المرتبة الأولى بـ 0.75، مدير المحفظة C حصل على المرتبة الثانية وذلك بـ 0.23، أما المرتبة الأخيرة أداء مدير المحفظة B والذي حصل على 0.15.

✓ **نموذج جنسن:** (جنسن 1968) هو مقياس لقدرة مدير المحفظة في التفوق على أداء المحفظة المرجعية من خلال العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة، عرف بمعامل ألفا. ويعطى بالعلاقة التالية

$$\alpha=(R_p-R_f)-\beta(R_M-R_f)$$

حيث:

α: معامل جنسن لقياس أداء المحفظة

R_M: عائد السوق

R_p-R_f: العائد الاضافي

R_M-R_f: علاوة خطر السوق

إذا كانت $\alpha>0$يشير الأداء الجيد للمحفظة، وإذا كانت $\alpha<0$ يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة، وإذا كانت $\alpha=0$ أداء المحفظة مقبول ويوازي أداء السوق.

خلاصة:

المحفظة الاستثمارية هي مجموعة من الأصول مأخوذة كوحدة واحدة مُعبر عنها بتعظيم العائد وتخفيض المخاطر، ويسعى كل مستثمر تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة إلى تكوينها، وتقييمها الدوري بالاعتماد مؤشرات التقييم لتحقيق أداء الاستثمار.

أسئلة المحور الثالث

1. ما المقصود بالمحفظة الاستثمارية وما الفرق بينها وبين المحفظة المالية؟
2. ما الفرق بين المحفظة المالية وصندوق الاستثمار؟
3. ما الفرق بين محفظة الدخل ومحفظة النمو؟
4. ما المقصود بسياسة المخاطرة أو الهجومية؟
5. ما المقصود بنموذج شارب؟ وماذا يقيس؟
6. اذكر أهم ضوابط تكوين محفظة مالية.
7. من أهداف المحفظة المالية تنمية المحفظة. اشرح ذلك
8. ما الهدف من تقييم المحفظة الاستثمارية؟

التمرين 1:

إليك البيانات الموضحة في الجدول أدناه، مع العلم أنّ معدل العائد الخالي من المخاطرة يساوي 6%.

البيان	العائد المتوقع	معامل بيتا للمحفظة
المحفظة الاستثمارية	7	1.3
محفظة السوق	5.5	1.2

المطلوب: تقيم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا لنموذج جنسن بعد تعريفه.

المحور الرابع: تسعير الأصول الرأسمالية

الأهداف التعليمية للمحور:

- التعرف على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وأهم فرضياته والقواعد التي يقوم عليها؛
- التعرف على الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية؛
- التعرف على الانتقادات الموجه له، وإدراك الإصدارات الجديدة التي جاءت بعده.

ملخص المحور الرابع

تسعير الأصول الرأسماليةCAPM

تعريفه

يُعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أول نموذج كمي في الاقتصاد المالي الذي يعبر عن العلاقة بين العائد المتوقع للأصول المالية والمخاطر، حيث يمتاز نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالبساطة والسهولة

فرضياته

-تباع الأصول وتشترى بدون كلفة على عملية الشراء والبيع كالعمولة أو الرسوم؛

-لا يوجد ضريبة على الدخل؛

-لا يوجد سيطرة على السوق؛

-توقعات المستثمرين يجب أن تكون متجانسة.

أهم الاصدارات الجديدة

نظرية التسعير بالمراجحة

نموذج (Fama-French)

النموذج المعدل RCAPM

معدل العائد المطلوب يتكون من جزئين أساسيين هما معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة، وبصورة عامة فإنّ المخاطرة التي تتعرض إليها الشركات تقسم إلى نوعين أساسيين هما مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية، لذلك فإنّ علاوة المخاطرة تتكون من جزئين أساسيين هما علاوة مخاطرة الأعمال وعلاوة المخاطر المالية، لذلك فإنّ معدل العائد المطلوب يتحدد وفق المعادلة الآتية:

$$r_i=R_F+BRP+FRP$$

تمهيد:

تُعتبر عملية تسعير الموجودات الرأسمالية إحدى المشكلات النّظرية والمعرفية، ومحل اهتمام الباحثين والمستثمرين في الأسواق المالية، فهي تستند إلى المبدأ الأساسي القائم على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة لإتخاذ القرار، وسيتم التّعرف من خلال هذا المحور على هذا النموذج وفرضياته وأهم الانتقادات التي تعرض لها، فضلا عن التّعرف على أهم التعديلات التي صاحبته.

أولا: ماهية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

1. مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يقوم هذا النموذج (Capital Assets Pricing Model(CAPM على فكرة العلاقة بين العائد للأصول المخاطرة، وتم استخدامه أول مرة كأسس لتقييم الاستثمارات في الأوراق المالية من طرف شارب Sharpe 1964،كما أن هناك دراسات رائدة بذلت جهودا في هذا المجال أمثال لينتر Linter 1965 وموسين Mossin 1966، حيث جاء النموذج بعد أكثر من عشر سنوات من إرساء ما ركويتز Markowwitz لأسس إدارة المحفظة المالية الحديثة سنة 1952، ويتميز بالبساطة والسهولة، ومازال تطبيقه ساري إلى حد اليوم، وقد حصل شارب على جائزة نوبل لتصبح حصيلة نظرية المحفظة جائزتين نوبل واحدة حصل عليها ماركويتز بتوصله الكفء للمحافظ الخطرة والتي أدخل عليها تعديلات فيما بعد، وجائزة ثانية حصل عليها شارب الذي اعتمد على نظرية المحفظة للوصول إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية [1].

2. فرضيات النموذج:

هذا النموذج يقوم على مجموعة من الافتراضات هي:

- ✓ لا توجد عمولة أو رسوم على عملية البيع أو الشراء، الأمر الذي يجعل تحديد السعر معقدا؛
- ✓ مهما امتلك المستثمر من أموال يستطيع أن يبيع أو يشتري في السوق؛
- ✓ تعفى كل العوائد سواء أخذت شكل توزيع أرباح أو أرباح رأسمالية من الضرائب؛

[1] عيسى بدروني، حمزة غربي، **دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر**، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، المجلد 14، العدد 02، 2020، ص ص 303،304.

- ✓ وجود منافسة كاملة في السوق، حيث لا يمكن لأي مستثمر أو فرد أو مجموعة السيطرة على السعر في السوق مهما كانت حجم مبيعاتهم أو مشترياتهم؛
- ✓ العائد والمخاطرة عنصرين مهمين بالنسبة للمستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري؛
- ✓ مهما كان حجم الكمية التي يمتلكها المستثمر يمكن لها أن يبيعها عن طريق البيع السريع أو على المكشوف؛
- ✓ سهولة عملية الاقراض والاقتراض وذلك لتساوي معدل الفائدة مع معدل العائد وعلى السندات السائدة؛
- ✓ تجانس توقعات المستثمرين، وتعتمد على نفس الأسس من خلال المعلومات المتوفرة لهم خلا فترة محددة وكأن تعتمد التوقعات على العائد أو المخاطرة، معامل الارتباط...؛
- ✓ كل الأصول في السوق هي معروضة للشراء والبيع رغم وجود الصعوبات ورغم هذه الفرضيات المختلفة حول تسعير الأصول الرأسمالية إلا أنه يقدم عملا جيدا لتحديد أسعار الأصول في السوق[2].
- ✓ يستطيع المستثمر الاختيار بين المحافظ على أساس العائد المتوقع والتغاير وهذا بناء على نظرية الانفصال لتوبن ،1985 والتي تنص على أنه إذا كنت تملك أوراق مالية خطرة وكنت قادرا على الاقتراض –شراء أسهم على الهامش–أو اقراض– شراء أصول خالية من المخاطر– أو أن تفعل ذلك بنفس النسبة فإن الحدود الكفؤة هي محفظة واحدة من تلك الأوراق المالية الخطرة، أي فصل المشكلة الاستثمارية إلى خطوتين الأولى أن تحدد المزيج المثالي من الأوراق الخطرة والثانية أن تقرر الإقراض أو الاقتراض بناء على موقفك اتجاه المخاطرة[3]

3. القواعد التي يقوم عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

- ✓ يركز CAPM على السوق على عكس المخاطرة القائمة بذاتها وبهذا يكون طريقة مفيدة للتفكير في المخاطر للموجودات؛
- ✓ عند تطبيق CAPM في الممارسة العملية فإنه يظهر إجابات دقيقة عن أسئلة هامة حول المخاطر والمعدلات المطلوبة للعائد؛
- ✓ بما انّ CAPM منطقي بمعنى أنه يمثل الطريقة التي يتصرف بها الناس متجنبي المخاطرة، وعليه فإنّ هذا النموذج هو أداة مفيدة لشريحة كبيرة من المستثمرين؛

[2] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، ط 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص ص 195،196.

[3] James Tobin, **Liquidity Preference Behavior Towards Risk**, Review of Economic Studies, vol25, 1958 , pp 65-86

- ✓ من المناسب التفكير في العديد من المشاكل المالية في إطار CAPM إلا أنه من المهم إدراك القيود المفروضة على CAPM عند استخدامه في الواقع العملي[4].

4. الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تعطى بالعلاقة التالية:

$$RR = RF + (ER_m - RF)\, B_j$$

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطرة +علاوة المخاطرة

يتبين من هذه المعادلة أن حساب معدل العائد المطلوب على أي استثمار أو سهم عادي يتطلب جزئين مهمين هما:

معدل العائد الخالي من المخاطرة RF (Risk Free Rat) وهو معدل الفائدة على حوالات الخزينة أو السندات الحكومية التي أمدها خمس سنوات وعلاوة المخاطرة **RP** (Risk Premium) وهي B_j $(ER_m - RF)$

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 الإضافي لمحفظة السوق (فرق معدل العائد الخالي من المخاطرة).

ويمثل الجزء $(ER_m - RF)$ علاوة مخاطر السوق ويسمى أيضا بسعر المخاطرة، أما معامل بيتا B_j فهو معامل المخاطر النظامية للسهم[5].

مثال:

سهم معامل بيتا له 1.4 فإذا كان معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة هو 6% والعائد على السوق هو 10%، ما هو العائد المطلوب على السهم المذكور؟

---

[4] علي حميد هندي العلي، **استخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولية في تقدير العوائد المالية المطلوبة للمحفظة الاستثمارية الدولية: دراسة حالة في شركة زين الدولية**، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 16، العدد 01، 2019، ص252.

[5] محمد على ابراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، ط 1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص ص 74،73.

الحل:

العائد المطلوب على السهم= $0.06+ (0.06-0.10) 1.4$

$$= 0.06+(0.04)(1.4)$$

$$=0.056+0.06$$

$$= 0.116$$

$$= \mathbf{11.6\%}$$

5. انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

على الرغم من المزايا التي يتسم بها هذا النموذج في تقييم أداء المحافظ المالية إلا أنه لا يخلوا من الانتقادات، وهو ما نوضحه فيما يلي[6]:

- ✓ لا يمكن للمستثمر أن يقرض ويقترض بنفس معدل العائد الخالي من المخاطر، وهذا يرجع لاختلاف نوع ومدة الورقة المالية المستثمر فيها؛
- ✓ لا يمكن أن تحدث أي صفقة في الواقع دون وجود تكاليف؛
- ✓ هذا النوع من النماذج لم يأخذ في الحسبان مدى تأثير سلوك المستهلك، كما أنه لم يهتم بكيفية اختبار المخاطر غير المنتظمة؛
- ✓ فكرة عدم وجود ضرائب في الواقع غير معقولة، فالضرائب تختلف بين الأشخاص والشركات، وسوف تؤدي هذه الاختلافات إلى حدوث تباين واضح بين تقديرات المستثمرين لخط سوق الأوراق المالية.

[6] عمار زودة وآخرون، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النّظرية**، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020، ص ص 109،110.

ثانيا: أهم الإصدارات التي جاءت بعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

توجد العديد من الدراسات التي تسعى إلى اختبار وتجريب وانتقاد نظرية تسعير الأصول الرأسمالية، فظهرت إصدارات أخرى محاولة التغلب على عدم واقعيته نذكر **منها:** نظرية التسعير بالمراجحة APT، وهو ما سنراه فيما يلي:

1. تقديم لنظرية التسعير بالمراجحة (APT)Arbitrage Pricing Theory:

تم تقديم هذه النظرية من قبل الاقتصادي ستيفن روس Stephen Ross عام 1976، والتي تعتبر بديلة عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

✓ **الفرق بين (APT) و (CAPM):**

إن نموذج **CAPM** افترض أن العامل الذي يتحكم في العائد هو مخاطر السوق بينما في APT فإن هناك تأثير سلبي لعنصر المخاطر المنتظمة على العوائد.

وأشار النموذج أن عائد الأوراق المالية يعتمد على عوامل متعددة تؤثر على العوائد المتوقعة وهكذا سوف تؤثر على سعر الأوراق المالي وعلى السوق بصورة عامة، واستنادا إلى فإن المخاطر التي تؤثر على سعر الأوراق المالية تتمثل في المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة. بحيث أن مايميز **APT** عنCAPM هو شموليته لكافة المخاطر كما ورد في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يمكن حذف المخاطر غير المنتظمة لأنه يمكن السيطرة عليها بالتنويع الجيد والإدارة الصحيحة، ولكن لا نستطيع حذف أو استثناء العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية المتمثلة على معدل عائد السهم أو العائد المتوقع.

وهنا اعتمد نموذج APT على أن السعر يتأثر في بيتا وهي موجودة في النموذج لكن تحسب على أساس كل عامل مؤثر على العائد، وهنا تظهر قيمة بيتا في تأثير العامل على العائد أو درجة حساسية عائد السهم لتغيرات العامل الاقتصادي.

يقوم نموذج APT على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية والعوامل الداخلية الخاصة بكل شركة على معدل العائد على الأوراق المالية وتفترض أن كل من هذه العوامل تؤثر بنسبة معينة على العائد المتوقع للأوراق المالية وحسب طبيعة الورقة المالية ومدى تأثرها بهذه العوامل[7].

[7] Richard Dobbins and other, **Portfolio Theory and Investisment Management**, 2nd Edition, 1996, p p52-67

✓ **فرضيات نظرية تسعير المراجحة**

يقوم هذا النموذج على افتراضات تختلف عن غيره من النماذج نوضحها فيما يلي:

- وجود منافسة كاملة في سوق رؤوس الأموال، مما يسهل عملية التداول وإمكانية البيع على المكشوف؛
- إن توفر المعلومات الكافية عن أحوال السوق يمكن أن يؤثر ذلك على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد مما ينعكس على زيادة الثروة؛
- يمكن التعبير عن عائد الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.
- وجود سوق مالي كفء وعدد من الأوراق المالية لتكوين محافظ؛
- تجانس توقعات المستثمرين حول عوائد الأوراق المالية، وهذه الأخيرة تكون موزعة توزيع طبيعي.

✓ **الصيغة الرياضية لنظرية التسعير بالمراجحة:**

بناء على ما تم تقديمه سابقا تم التوصل إلى الصيغة الرياضية الآتية[8]:

$$R_I=R_F+ (R_1-R_F) B_1+ (R_2-R_F) B_2+\ldots+ (R_M-R_F) B_m$$

حيث أنّ:

- R_I= معدل العائد المتوقع أو المطلوب للسهم I
- R_F= معدل العائد الخالي من الخطر
- $B_1,B_2,\ldots B_m$= درجة حساسية السهم لعوامل الخطر
- $R_1,R_2,\ldots R_m$= معدل العائد لعوامل الخطر (عوائد العوامل الاقتصادية)

✓ **مزايا وعيوب نظرية التسعير بالمراجحة:**

من **مزايا** نظرية التسعير بالمراجحة هو أنها تنطوي على متغيرات متعددة تفسر سلوك العائد، بالإضافة إلى أنّ النموذج لا يفترض ضرورة أن يمتلك المستثمر محفظة السوق.

[8] فؤاد عبد الحميد النواجحة، **قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين – دراسة تحليلية مقارنة–**رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014، ص ص 78،79.

أما من عيوب النّظرية أنّها لم تحدد ماهي العوامل المؤثرة على العائد، ولم تحدد الأوزان النسبية لكل عامل اقتصادي حسب أهميته، وذلك على عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الذي يقضي بوجود عامل مؤثر محدد يُمكن قياسه هو حجم المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا، كما أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف.

2. نموذج (Fama–French):

النموذج الثالث ضمن التطور الحاصل في نماذج تسعير الموجودات الرأسمالية هو النموذج الذي قدمه كل من (Fama) و(French) في عام 1992، واللّذين أكدا أنّ معدل العائد المطلوب يجب أن يعتمد بالإضافة إلى معامل بيتا في نموذج (CAPM) على حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (B /M).

فعندما قاما باختبار افتراضهما وجدا أنّ الشركات الصغيرة تحقق عوائد أعلى من الشركات الكبيرة حتى بعد تثبيت قيمة معامل بيتا، وأنّ الشركات التي ترتفع فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية تفوق بأدائها الشركات التي تنخفض فيها النسبة، وبعد تثبيت حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وجدا بأن بيتا لم يبد إلا أثر محدودا أو معدوما على العوائد.

ويعتقد (Fama) و(French) أنّ ضعف أداء بيتا في تفسي عوائد الأسهم في نموذج (CAPM) يمكن أن يُعزى إلى عاملين أساسيين وهما: حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية واللّذين يرتبطان بعلاقة نظامية بالعوائد (النمو والربحية) والتي من الممكن أن يكونا المصادر الرئيسية للمخاطرة. وفي دراستهما اللاحقة التي استندت إلى الدراسة السابقة توصل (Fama) و(French) إلى نموذجا ذي ثلاثة عوامل، يتمثل العامل الأول بعلاوة مخاطرة السوق كما في نموذج (CAPM)، وبالإستناد إلى تلك النتائج قدما نموذجهما لتسعير الموجودات الرأسمالية ذات المعاملات الثلاثة وكما يلي:

$$R_I=R_F+ (\overline{R_m}-R_F)\ B_1+ (R_{SMB})\ B_2+\ldots+ (R_{HML})\ B_3$$

إذ أنّ:

- B_1= يعبر عن حساسية عائد الورقة المالية لعائد السوق؛
- B_2= يعبر عن حساسية عائد الورقة المالية لعامل الحجم؛
- B_3= يعبر عن حساسية عائد الورقة المالية لعامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية؛
- $(\overline{R_m}-R_F)$= علاوة العامل الأول (علاوة السوق)؛

- R_{SMB}= علاوة العامل الثاني (علاوة الحجم)؛
- R_{HML}= علاوة العامل الثالث (علاوة نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية).

ويُعد نموذج (CAPM) هو النموذج الأشهر بين هذه النماذج والأكثر استخداما في الواقع العملي، إلا أنّ النموذج لم يخلو من الانتقادات، منها ما جاء في دراسة (Fama) و(French) حول ضعف أداء بيتا في تفسير عوائد الأسهم، بالإضافة إلى أنّ هناك العديد من الدراسات الحديثة أكدت أنّ المخاطرة السوقية وحدها لا يمكن أن تعبر عن المخاطرة المستقبلية للشركات على الرغم من أن العديد من الابحاث السابقة أشارت إلى أن تقلب العوائد يتعلق بشكل كبير بالمخاطر النظامية.

وفي دراسات لاحقة اكتشف الباحثون أن توزيعات البيانات ليست دائمة طبيعية، ونتيجة ذلك أدخلت بعض التعديلات على(CAPM) باعتبار أنّ معامل بيتا يعتمد على التوزيع الطبيعي للبيانات. وقد شهد نموذج (CAPM)نتيجة تلك الانتقادات عدة تطورات جاء بعا الباحثون ومن ضمنها ما قدموه من نموذج جديد سموه نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في إطار مقياس جانب الانخفاض الذي يرتبط بالجانب السالب للعوائد لمعالجة مشكلة توزيع البيانات غير الطبيعي، إلا أنّ الاسهام المعرفي الكبير والذي قدم نموذجا مختلفا عن النماذج السابقة كان نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المعدل (RCAPM) والذي سنوضحه فيما يلي[9].

ثالثا: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المعدل RCAPM

جاء [10]هذا النموذج نتيجة الدراسات والمساهمات المعرفية التي قدمها الكثير من الباحثين، وتستند المساهمات المعرفية لهذه الدراسات إلى أساسيات الإدارة المالية، إذ أنّ معدل العائد المطلوب يتكون من جزئين أساسيين هما معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة.

وبصورة عامة فإنّ المخاطرة التي تتعرض إليها الشركات تقسم إلى نوعين أساسيين هما مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية، لذلك فإنّ علاوة المخاطرة تتكون من جزئين أساسيين هما علاوة مخاطرة الأعمال وعلاوة المخاطر المالية، لذلك فإنّ معدل العائد المطلوب يتحدد وفق المعادلة الآتية:

$$r_i=R_F+BRP+FRP$$

[9]أحمد جواد الدهلكي، **تسعير الموجودات الرأسمالية في إطار نموذج (CAPM) و(RCAPM) بحث تطبيقي في عينة من الشركات المدرجة في مؤشر (Dow Jones30)**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 58، 2019، ص ص 88،89.

[10] أحمد جواد الدهلكي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 88،89.

وتُقسم مخاطر الأعمال إلى مخاطر تشغيلية (لا نظامية) ومخاطر اقتصادية (نظامية) وبالتالي فإنّ المستثمر ينبغي أن يطلب تعويضا عن المخاطرة النظامية واللاّنظامية تتمثل بعلاوة عن المخاطر التشغيلية، وعلاوة عن المخاطر الاقتصادية بالإضافة إلى علاوة المخاطر المالية (لا نظامية).

ويمكن إعادة كتابة المعادلة السابقة بالصورة الآتية:

$$r_i=R_F+ORP+ FRP+ERP$$

خلاصة:

يُعتبر CAPM أهم نموذج جاء في النّظرية المالية الحديثة، لكن الفرضيات التي قام عليها قللت من قيمته عند التطبيق العملي له، وعلى الرغم من عدم قدرة النماذج التي ظهرت بعده في تفسير التغيرات في قيم الاستثمارات المالية بشكل دقيق، إلا أنّ الاسهام المعرفي الكبير قدم نموذجا مختلفا عن النماذج السابقة كان نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المعدل (RCAPM).

أسئلة المحور الرابع

الأسئلة النظرية:

1. ما المقصود بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية؟ وما فرضياته؟
2. قدم الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية واشرحها؟
3. ما هي أهم الانتقادات التي تعرض لها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؟
4. تحدث عن مزايا وعيوب نظام التسعير بالمراجحة.
5. ما الفرق بين نموذج التسعير بالمراجحة ونموذج **Fama–French** ؟
6. ما هي مختلف العوامل التي يستند إليها نموذج **Fama–French**؟
7. ما المقصود بالمراجحة؟ وما هي أهم فرضيات نموذج نظرية التسعير بالمراجحة؟
8. ما هي الميزة الأساسية لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المعدل RCAPM؟
9. قدم الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المعدل RCAPM.

التمرين الأول:

يرغب مستثمر في تكوين محفظة مالية، باستثمار مبلغ 65000 دينار في السهم (A) الذي له بيتا 1.7، وما مقداره 22000 دينار في السهم (B) الذي له بيتا 0.8.

فإذا كان معدل عائد السوق هو 6% ومعدل عائد أذونات الخزينة هو 2%.

المطلوب:

- ✓ أحسب معدل العائد المطلوب للمحفظة بناء على نموذجCAPM؛
- ✓ إذا كان معدل العائد الفعلي على المحفظة هو 10%، فهل تنصح المستثمر بتكوين هذه المحفظة؟ ولماذا؟

المحور الخامس: المشتقات المالية

الأهداف التعليمية للمحور:

- التعرف على مفهوم المشتقات المالية، وأهم أسواقها والمشاركين فيها؛
- التعرف على أهم استخداماتها وخاطرها؛
- إدراك الأنواع المختلفة للمشتقات المالية وآليات التعامل فيها مع الاستدلال بأمثلة توضيحية.

ملخص المحور الخامس



تمهيد:

تُعد المشتقات المالية وليدة الهندسة المالية، وقد شاع استخدامها في الآونة الأخيرة نظرا لمساهمتها في معالجة المشاكل والاختلالات التي تتعرض لها الشركات والمؤسسات المالية، بهدف حمايتها وتدنية مخاطرها، الناجمة عن التقلبات غير المتوقعة في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأسهم.... إلخ، وفي هذا المحور سيتم التعرف على مفهومها وأصنافها وأهم المخاطر التي تعترضها وأهم المشاركون فيها.

أولا: ماهية المشتقات المالية

1. **مفهوم المشتقات المالية:** هي عقود تشتق قيمتها من أصول حقيقية (مصادر الطاقة، سلع زراعية، معادن...) وعلى أصول مالية (أسهم، سندات، قروض، عملات...) يترتب عليها حق لطرف والتزام لطرف، آخر، وتختلف هذه العقود حسب طبيعتها وآجالها ومخاطرها[1].
2. **خصائص المشتقات المالية**

من خصائص المشتقات المالية ما يلي[2]:

- ✓ ترتبط بسعر فائدة أو سعر ورقة مالية أو سلعة؛
- ✓ تستخدم للتحوط تجاه مخاطر التقلبات في أسعار الأصول مستقبلا؛
- ✓ عقود مالية قابلة للمتاجرة والتداول، خاصة عندما تكون معيارية، حيث يمكن التعامل بها كمكون من مكونات المحافظ المالية يدر عوائد استثمارية، ناهيك عن دورها الأساسي في عمليات التغطية والتحوط؛
- ✓ تمثل عمليات مالية تسجل غالبا في خارج الميزانية لأنّها لا تمثل بحد ذاتها عقود ملكية (صكوك) بل تعطي الحق أو تنشئ الالتزام بشراء أو بيع أصول مالية أو مادية مستقبلا، بصيغ متنوعة ومختلفة حسب طبيعة العقد المشتق؛
- ✓ عقود تشتق من العقود الضمنية التي تقوم عليها، حيث يركب العقد المشتق من أصل ضمني ما (أسهم ومؤشرات، سندات وديون ومعدلات فائدة، عملات وأسعار صرف، منتجات أساسية تشمل منتجات الطاقة والمعادن والسلع الزراعية)، يسمى الأصل الركيزة أو الأصل الضمني أو الأصل الأساسي؛

[1] بتصرف ، بالاعتماد على: قايدي خميسي، عبد القادر لحسين، **دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق –حالة الدول الصناعية العشر**–المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015، ص28.

[2] Global Derivatives markets, study deutsche Group, 2007,p6-8.

- ✓ قيمة المشتقات المالية تعتمد على قيمة الأصول المكونة لها؛
- ✓ تكون التسوية أو التنفيذ أو إغلاق المركز في تاريخ لاحق؛

3. أسواق المشتقات المالية

يمكن أن نميز بين نوعين من الأسواق وهي الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة:

- ✓ **الأسواق المنظمة:**

وهي بورصة الأوراق المالية والتي تتميز بأنها أسواق نمطية، كما تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه البائع والمشتري، وتحكم تعاملاتها جهات رسمية تُصدر قوانين ولوائح وإجراءات، كما أن العقود المتداولة فيها محددة حسب نمط معين بالنسبة لأجلها وأحجامها وشروط تسليمها، وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسساتي المنظم ويشترط التعامل فيها أن تكون الأوراق المالية **مدرجة " أي تسجيل الأوراق المالية الخاصة بالشركة في السوق المنظم بهدف التداول وإجراء عمليات تسوية عقود البيع والشراء ونقل الملكية من خلال السوق"** في تلك السوق ومن المشتقات المالية التي يمكن تداولها في هذه الأسواق هي عقود الخيار والمستقبليات.

- ✓ **الأسواق غير المنظمة:**

وهي مختلف العمليات التي تتم خارج البورصة، أي لا يوجد مكان محدد لإتمام المعاملات، وعادة يتم التعامل بها من خلال شبكة قوية من الاتصالات كالخطوط التليفونية، أطراف الحاسب الآلي...، فهي عقود غير نمطية، وقد ظهرت كنتيجة لإمتناع بعض الشركات عن الافصاح عن البيانات والمعلومات الخاصة بها خوفا من المنافسة أو لعدم توفر الشروط التي يمكن الدخول بها إلى الأسواق المنظمة، كما أنها لا تخضع للرقابة، ولا تحتوي على غرفة مقاصة للتسوية[3].

4. المشاركون في أسواق المشتقات المالية

يمكن تقسيم المشاركون في هذه الأسواق إلى الشرائح التالية[4]:

- ✓ **المتحوطون:**

[3] قايدي خميسي، عبد القادر لحسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 30،31.

[4] عبد الكريم قندوز، **المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية**، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022، ص ص 10،9.

هذه الشريحة من المستثمرين تسعى إلى تقليل المخاطر المالية باتباع استراتيجيات مختلفة كالتنويع في الاستثمارات، والتأمين بالبيع... والهدف من هذه الاستراتيجيات هو حماية رؤوس الأموال من جميع أشكال التقلبات التي تحدث في السوق المالية وتحقيق الأداء المالي المتوازن، على اعتبار أن التحوط هو أحد أشكال إدارة المخاطر؛

✓ **المضاربون:**

هو المراهنون على تحركات الأسعار، وتنطوي المضاربة على درجة مخاطرة عالية، ومع ذلك ينخرط فيها عدد كبير من المستثمرين، أملا في الحصول على مكاسب كبيرة؛

✓ **المراجحون:**

يقوم المراجحون عادة في سوق المشتقات المالية بموازنة السوق وتعزيز السيولة، ويتجلى ذلك من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في سوق آخر مرتفع السعر لتحقيق ربح عديم المخاطرة؛

✓ **الشركات:**

إن الهدف من استخدام المشتقات المالية هو التغطية من المخاطر المرتبطة بالنشاط الإنتاجي، والحماية ضد تقلبات تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار بالفائض النقدي؛

5. استخدامات المشتقات المالية

تتمثل أبرز استخدامات المشتقات المالية فيما يلي[5]:

✓ **إدارة المخاطر:**

تعد المشتقات المالية آلية للتخفيف من حدة المخاطر التي يتعرض لها المتعاقدون، فالمزارع الذي يبيع القمح يدخل بعقد مشتق بغرض الحصول على قيمة مستقبلية تضمن له الحماية من مخاطر انخفاض سعرها؛

[5] LMacdonald, Robert, **Derivatives Markets**, 2nd edition, Addision Wesley, 2006, p2.

✓ **المضاربة:**

تعتبر هذه الأدوات وسيلة للمراهنة وتكون مصممة لتتلاءم مع مختلف الأصول؛

✓ **تقليل تكاليف المعاملات:**

فعندما يرغب مدير أحد الصناديق الاستثمارية بيع أسهم وشراء سندات، فهذا يستلزم دفع رسوم إلى السماسرة إضافة إلى دفع التكاليف التجارية، لكن في حال قام بالمتاجرة بالمشتقات فإنه سيحقق نفس الأهداف لكن بتكاليف أقل؛

✓ **المراجحة:**

وتستخدم للالتفاف على القيود التنظيمية للضرائب وقواعد المحاسبة وتعتمد بشكل أساسي على فروقات الأسعار بين الأسواق عالميا.

6. مخاطر المشتقات المالية

يمكن تصنيف المخاطر التي تواجه المتعاملين في أسواق المشتقات على النحو التالي:

✓ **مخاطر الائتمان:**

وهي مخاطر ناتجة عن عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته التعاقدية المحددة في العقد؛

✓ **مخاطر السوق:**

وهي ناتجة عن تقلبات غير متوقعة في أسعار الأصول محل التعاقد كأسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار السلع...إلخ مما ينعكس على قيمة عقود المشتقات ويزيد من مخاطرها؛

✓ **المخاطر التشغيلية أو التنظيمية:**

ينشأ هذا النوع من المخاطر بسبب قصور في نظم المعلومات، عدم كفاءة النّظم الإدارية والرقابية، وقلة الكفاءات والخبرات، مما ينعكس على سوء إدارتها؛

✓ **مخاطر قانونية:** ينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة لعدم الوعي واللامبالاة في تطبيق القانون، وكذا لعدم توفر تشريعات قانونية واضحة، نقص الخبرات والكفاءات بتوثيق العقود...إلخ؛

- ✓ **مخاطر السيولة:** السيولة هي القدرة على بيع أصل مالي بسرعة وبدون خسارة، وينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة لعدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة لذلك، كأن يكون مثلا أحد الأصول غير سائل ويتحتم بيعه بسعر أقل من سعر السوق؛

7. الفرق بين تداول الأسهم وتداول عقود المشتقات المالية

يمكن توضيح ذلك في الجدول أدناه:

جدول رقم (01): الفرق بين تداول الأسهم وتداول عقود المشتقات المالية

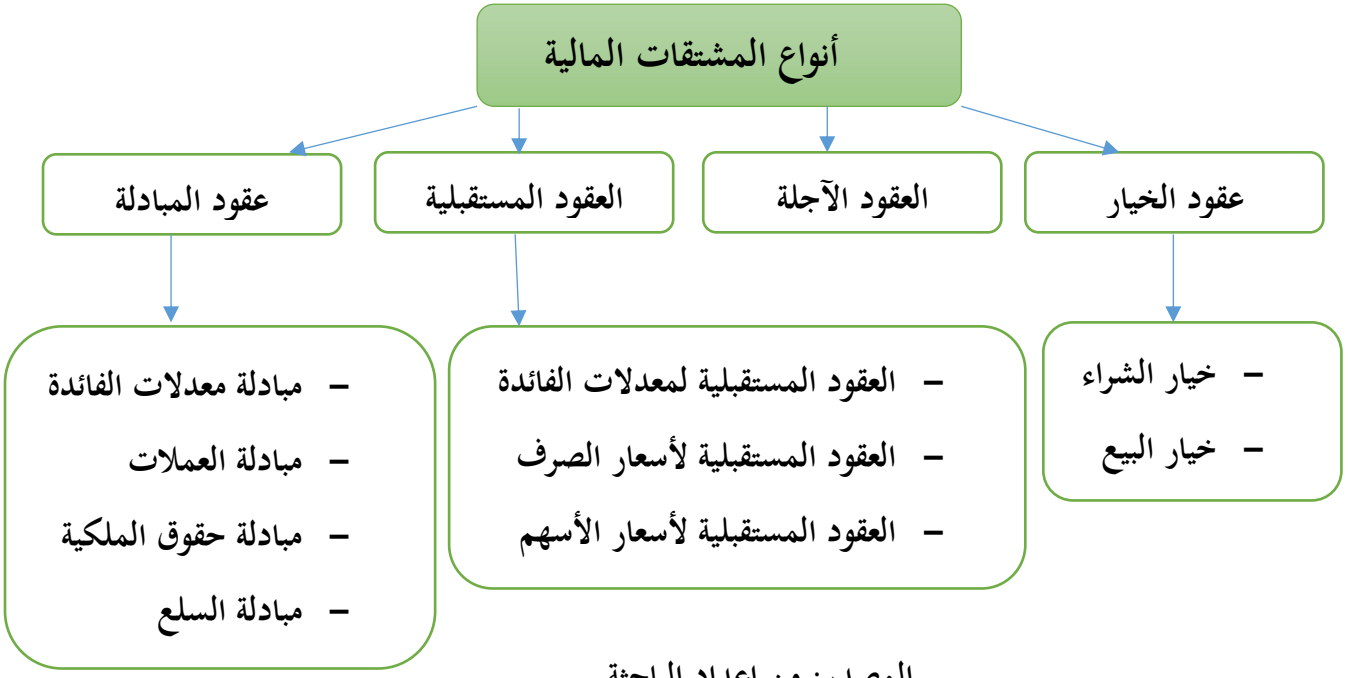
الاختلافات	
تداول الأسهم	**تداول المشتقات المالية**
امتلاك السهم يمثل ملكية في الشركة	امتلاك العقد لا يمثل ملكية في شركة الأصل الأساسي
ملكية السهم دائمة أي لا يوجد تاريخ لإنتهاء صلاحية ملكية السهم	عقود المشتقات المالية ذات آجال استحقاق تعد محدودة، أي يوجد تاريخ لانتهاء صلاحية العقد
يتعين على المستثمر دفع 100% من تكلفة سعر السهم لامتلاكه	يتاح للمستثمرين امتلاك العقد من خلال دفع الهامش المبدئي فقط (جزء من القيمة الاسمية)
يلزم امتلاك السهم قبل بيعه	يمكن الإستفادة من انخفاض السعر عبر البيع على المكشوف دون امتلاك الأصل الأساسي

المصدر: دليل تداول المشتقات المالية، متاح على: https://www.saudiexchange.sa تاريخ الاطلاع: 2023/12/01، (12:20)، ص3.

ثانيا: أنواع المشتقات المالية

هناك أربعة أنواع لعقود المشتقات المالية نلخصها في الشكل أدناه:

شكل رقم (02): أنواع المشتقات المالية



المصدر: من إعداد الباحثة

1. عقود الخيار:

1.1. تعريف عقود الخيار:

هي عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما بيعا أو شراء لأصل مالي في تاريخ لاحق وبسعر محدد وقت التعاقد، وذلك نظير دفع علاوة للبائع عند تحديد العقد لا تكون قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه، ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش لدى بيت السمسرة التي يتم التعامل معه في حالة عدم الحيازة الفعلية للأصل محل التعاقد أو في حالة عدم وجود رصيد لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة.

2.1. أنواع عقود الخيار

1.2.1. بالاستناد إلى نوع الصفقة تقسم إلى:

✓ **عقود خيار الشراء:**

هو عبارة عن عقد بين بائع الخيار ومشتري الخيار، يعطى بموجبه الحق وليس الالتزام للمشتري بين شراء أو عدم شراء الأصل المتفق عليه مقابل دفعه لعلاوة يطلق عليها اسم سعر الخيار ويقوم المشتري بتنفيذ العقد إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة؛

✓ **عقود خيار البيع:**

ويعطي هذا الخيار الحق للبائع في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع.

2.2.1. أنواع عقود الخيار على أساس تاريخ الاتفاق أو التنفيذ:

✓ **عقد الخيار الأمريكي:**

هو عقد يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع أصل مال (أسهم، سندات...) من محرر الخيار بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى تاريخ انتهاء فترة صلاحية عقد الخيار الأمريكي.

✓ **عقد الخيار الأوروبي:**

هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من محرر الخيار بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد[6].

وبناء على ما سبق يمكن اجراء مقارنة ما بين خيار الشراء وخيار البيع في الجوانب التالية:

[6] سهام عيساوي، لخضر مرغاد، مرجع سبق ذكره، ص ص 150،151.

جدول رقم (02): المقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

أنواع العقد	محرر العقد (البائع)		مشتري العقد (المالك)	
	الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق
خيار الشراء	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	ينفذ أو لا ينفذ الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)
خيار البيع	شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق وبسعر التنفيذ (إذا قرر التنفيذ)	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)

المصدر: المشتقات المالية– عقود الخيارات، جامعة المنارة، https://manara.edu.sy تاريخ الاطلاع: 2023/07/24، (16:02)، ص6.

كما يُمكن توضيح الحالات المربحة والخسارة بالنسبة إلى خيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ في الجدول الآتي:

جدول رقم (03): حالات الربح والخسارة في موعد التنفيذ

نتيجة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح	سعر السوق >سعر التنفيذ **تنفيذ العقد**	سعر السوق< سعر التنفيذ **تنفيذ العقد**
الخيار الخاسر	سعر السوق< سعر التنفيذ **لا ينفذ العقد**	سعر السوق >سعر التنفيذ **لا ينفذ العقد**
الخيار المتكافئ	**سعر السوق= سعر التنفيذ**	**سعر السوق= سعر التنفيذ**

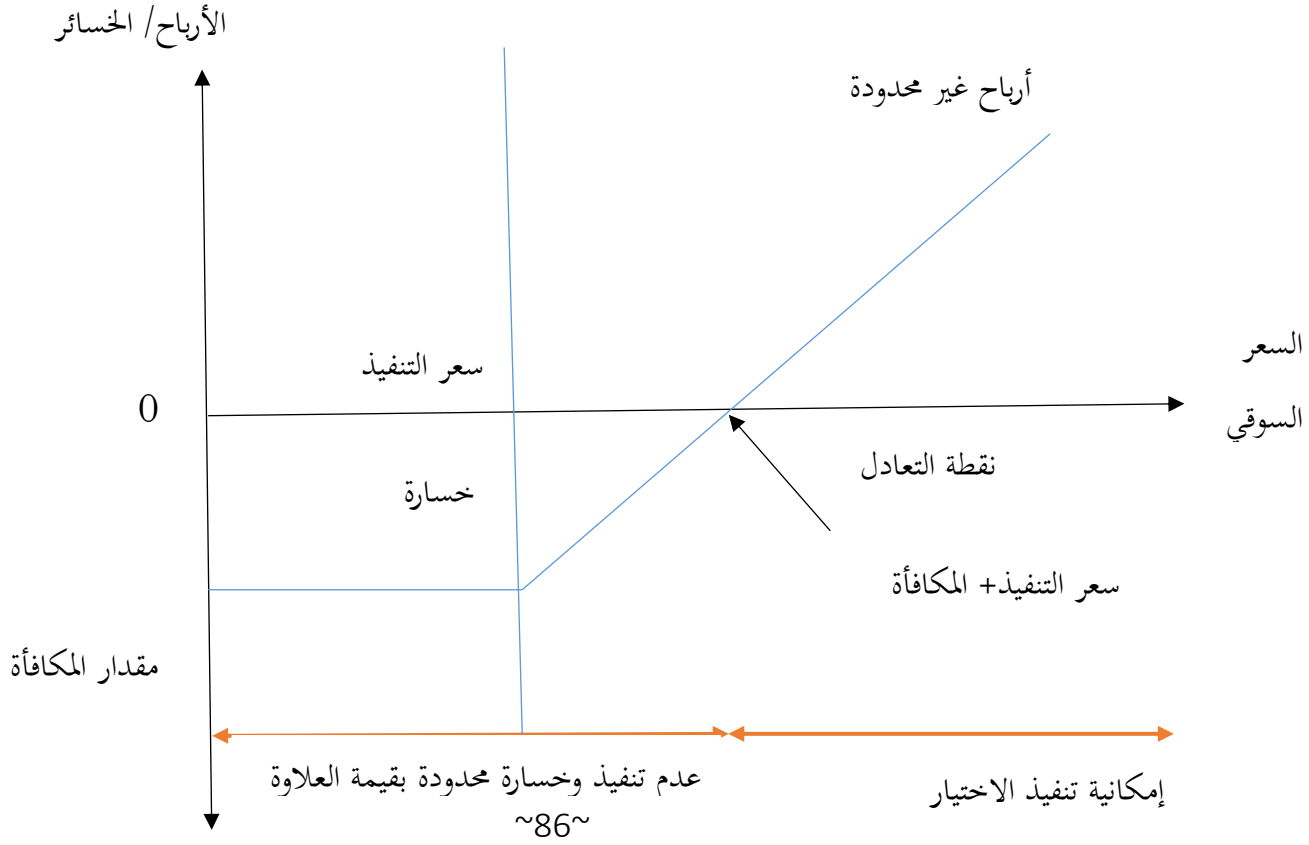
بناء على ما سبق نجد أن الأرباح والخسائر لمشتري الخيار ولمحرر الخيار (البائع) تكون كالآتي:

الحالة	خيار الشراء	خيار البيع
السعر السوقي<سعر التنفيذ	**المشتري**: ينفذ الخيار وتكون أرباحه غير محدودة	**المشتري**: لا ينفذ الخيار وتكون خسائره محدودة بقيمة العلاوة
	البائع: يتكبد خسائر غير محدودة	**البائع**: يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة
السعر السوقي>سعر التنفيذ	**المشتري**: لا ينفذ الخيار وتكون خسائره محدودة بقيمة العلاوة	**المشتري**: ينفذ الخيار وتكون أرباحه غير محدودة
	البائع: يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة	**البائع**: يتكبد خسائر غير محدودة

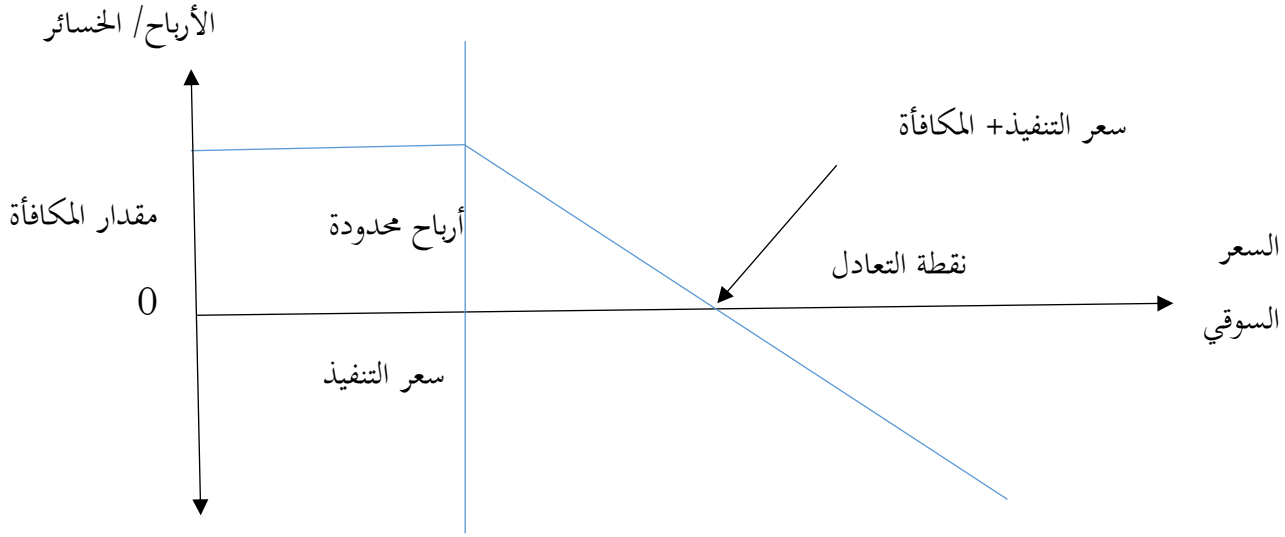
المصدر: المشتقات المالية–عقود الخيارات، جامعة المنارة، https://manara.edu.sy تاريخ الاطلاع: 2023/07/24، (16:02)، ص8.

شكل رقم (03): أرباح وخسائر المستثمرين في اختيار الشراء

1. وضعية المشتري:



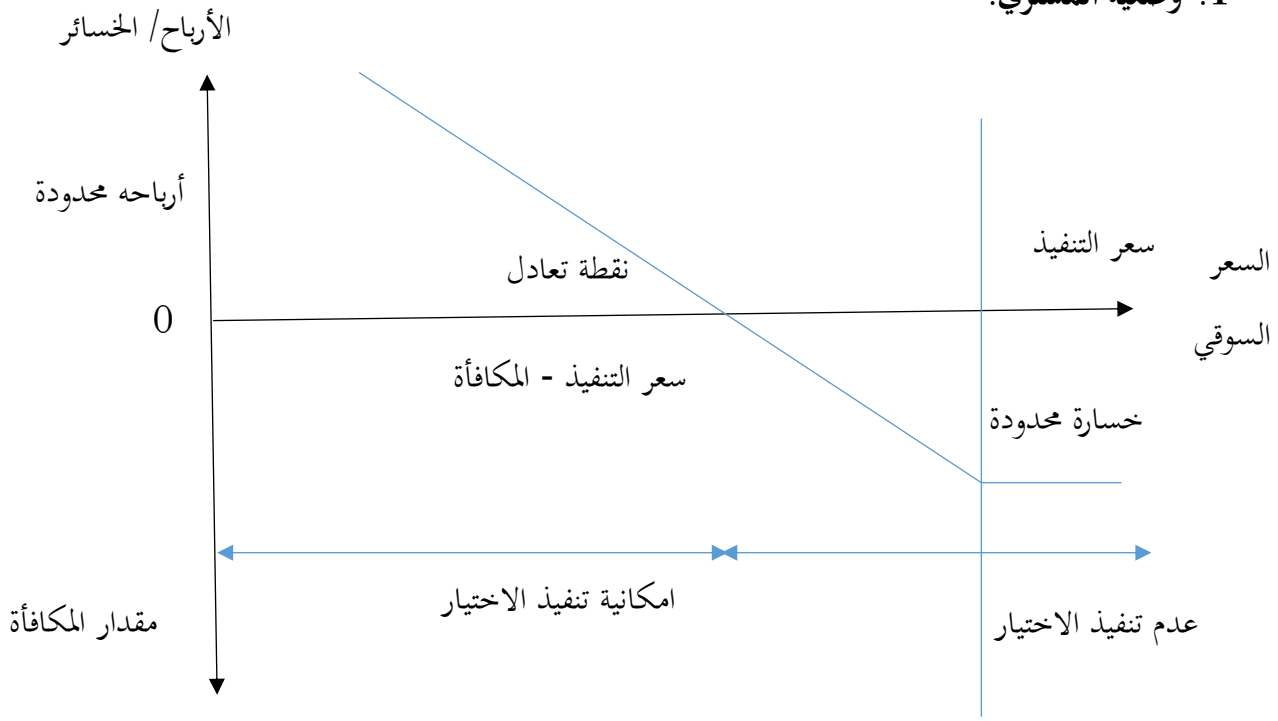
2. وضعية البائع:



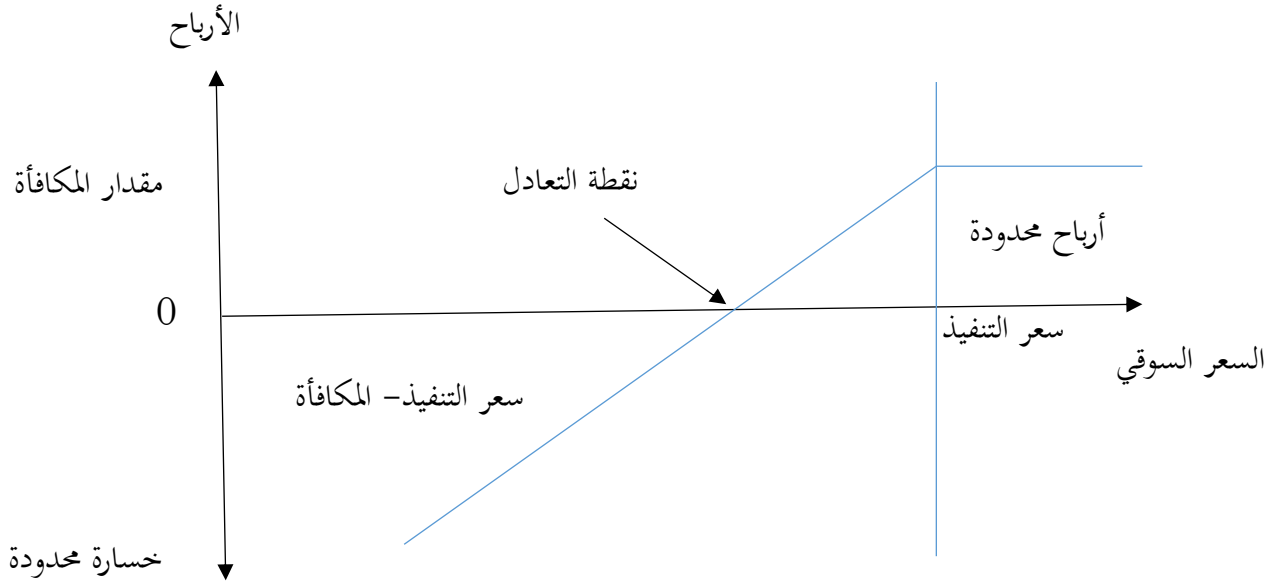
المصدر: محفوظ جبار، **الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية**، الجزء الثاني، ط 1، دار هومة، 2002، ص102.

شكل رقم (04): أرباح وخسائر المستثمرين في اختيار البيع

1. وضعية المشتري:



2. وضعية البائع:



المصدر: محفوظ جبار، **الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية**، الجزء الثاني، ط 1، دار هومة، 2002، ص104.

3. أمثلة على عقود الخيار:

1.3. خيار الشراء:

مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار شراء آجل أوروبي لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 دج للسهم، وأنّ تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 دج للسهم.

المستثمر يقوم بشراء الخيار بسعر 5دج × 100سهم = 500 دج وتمثل العلاوة التي تقدم لمحرر العقد.

سعر التنفيذ هو 100 دج للسهم، وهنا يكون أمام هذا المستثمر ثلاث حالات للتصرف في نهاية صلاحية العقد.

- **الحالة 01:**

نفرض أن سعر السهـــم السوقي ينخفض الى 98 دج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقـد، هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم بـ 100 دج، في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بـ 98 دج فقط، ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة متمثلة في 02 دج للسهم بالإضافة الى العلاوة.

02 دج ×100 سهم = 200 دج

الخسارة الاجمالية:

200دج + 500دج = 700 دج

أما في حالة عدم التنفيذ يخسر فقط العلاوة أي 500 دج.

بمعنى هذا المستثمر مخير بين:

- الشراء وذلك بسعر 100×100=10000 دج

العلاوة 100×5=500دج

فتكون تكلفة الشراء= 10500 دج

- عدم الشراء وذلك يكلفه التنازل عن العلاوة فقط 100×5=500دج

وذلك مقابل أن يساوي في السوق 100×98=9800دج، الامر الذي يستدعي:

إذا تم العقد فإنه يخسر 9800-10500=700دج

وغذا لم يتم العقد فإنه يخسر العلاوة 100×5=500دج

فإنه في هذه الحالة سيحاول أن يختار أدنى الخسارتين، وهي عدم تنفيذ العقد وخسران العلاوة المقدرة بـ 500دج.

- **الحالة 02**:

بفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 دج في تاريخ نهاية صلاحية العقد، في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء 100 سهم بسعر 100 دج في حين يباع في السوق بمبلغ 115 دج. وهنا يحقق ربحا يتمثل في:

ربح السهم الواحد: 115 دج – 100 دج = 15 دج

الربح الاجمالي: 15 دج × 100 سهم = 1500 دج

الربح الصافي = العائد – العلاوة / الربح الصافي = 1500دج – 500دج = 1000 دج

أما البائع فيتكبد خسارة متمثلة في:

خسارة السهم الواحد = 115 دج – 100 دج = 15 دج

الخسارة الاجمالية = 15دج × 100 سهم = 1500دج

الخسارة الصافية = الخسارة الاجمالية – العائد / الخسارة الصافية = 1500دج – 500 دج = 1000 دج

- **الحالة 03**: يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة، وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في حد ذاته.

2.3. خيار البيع:

يقوم مشتري العقد بشراء خيار بيع لـ 100 سهم لشركة معينة بسعر تنفيذ 50 دج/سهم مع علاوة اجمالية مقدارها 75 دج لمحرر عقد الخيار.

- **الحالة 01**:

إذا كان سعر السهم السوقي 45 دج، يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لمحرر العقد بسعر 50 دج/ سهم عوض 45 دج/سهم.

ربح السهم الواحد = 50 – 45 = 5 دج

الربح الاجمالي = 5 × 100 = 500 دج

الربح الصافي = 500 – 75 = 425 دج

في حين ان محرر العقد يتكبد خسارة متمثلة في: 500 – 75 = 425 دج

- **الحالة 02**:

إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من 50 دج مثلا 60 دج، في هذه الحالة لا ينفذ مشتري العقد حقه في البيع ويخسر فقط العلاوة 75 دج.

أما بائع العقد فيحصل على ربح ثابت هو العلاوة[7].

3.1. عناصر عقد الخيار:

من العناصر التي يتضمنها عقد الخيار ما يلي[8]:

[7] محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 309-312.

[8] ماهي العناصر الأساسية لعقود الخيارات، متاح على: https://www.sahmcapital.com ، تاريخ الاطلاع: 2024/10/05، (13:44).

- ✓ الأصل الأساسي محل التعاقد؛
- ✓ **نوع الخيار**: سواء كان خيار شراء او خيار بيع؛
- ✓ **سعر التنفيذ**: وهو سعر الورقة المالية وقت ابرام العقد؛
- ✓ **نمط الممارسة**: ويشير عادة إلى الوقت الذي يمكن فيه ممارسة عقد الخيار، ويقسم إلى خيار امريكي وخيار أوروبي؛
- ✓ **العلاوة**: وهي المبلغ الذي يقدمه حامل عقد الخيار لمحرر عقد الخيار؛
- ✓ **حجم العقد**: أي كمية الأسهم أو السلع أو الأداة المالية القابلة للتسليم وهو اسسا عقد الخيار؛
- ✓ **محرر العقد**: وهو مستقبل العلاوة؛
- ✓ **تاريخ انتهاء الصلاحية**: هو التاريخ الذي ينتهي فيه عقد الخيار، وبالتالي ينتهي فيه حق ممارسة الخيار.

2. العقود الآجلة:

1.2. تعريف العقود الآجلة

هو اتفاق تعاقدي بين طرفين أو أكثر، يتم بواسطة وسيط لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، وهو عقد قانوني ملزم مفصل حسب متطلبات المشتركين في العقد، أي أنّ العقود الآجلة ليست موحدة التفاصيل كما أنّها غير قابلة للتحويل إلا بموافقة طرفي العقد، ويتم تسويته عند استحقاقه[9].

وعليه فإنّ العقد الآجل يحتمل نوعين من السعر[10]:

- ✓ **سعر التنفيذ:**

وهو السعر الذي يتم الاتفاق عليه لتنفيذ العقد آجلا، ويتم تحديده بين طرفي العقد ووفقا للعرض والطلب ومدى رؤية كلا منهما للاستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ التنفيذ.

---

[9] سهام عيساوي، لخضر مرغاد، **استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية**، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 05، 2014، ص ص 148،149.

[10] محمد خميسي بن رجب، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أو لصناعتها**، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس –سطيف، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، ص ص 6،7.

✓ **السعر الآجل:**

وهو سعر العملة أو الأصل موضع العقد الآجل في المستقبل، وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق، ويمكن القول أنّ سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل في تاريخ ابرام العقد ولكن ليس شرطا أن يتساوى في تاريخ التنفيذ.

وتقسم العقود الآجلة إلى:

- **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:**

وتشمل أسعار الفائدة عدة أنواع الثابتة والمتغيرة والمقيدة وغير المقيدة، وتستخدم العقود الآجلة في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، ويتم الاتفاق بين طرفي العقد على دفع واستلام المبالغ المترتبة على فروقات معدل الفائدة؛

- **العقود الآجلة لأسعار الصرف:**

وتستخدم أيضا هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل، وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، تستخدمها البنوك عادة لتوفير السيولة النقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك.

2.2. المميزات الرئيسية للعقود الآجلة:

تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية[11]:

✓ العقود الآجلة ليست معيارية بصورة مطلقة، وبما أن البائع والمشتري يمتلكان حرية التصرف، فلهما أن يتفاوضان على شروط العقد؛

✓ لا يتم التعامل بها في السوق المنظمة، كونها تتماشى مع متطلبات ومجالات لا تتعامل بها السوق المالين كما أنها لا تتمتع بالسيولة العالية مقارنة بأنواع المشتقات الأخرى؛

✓ تستخدم هذه العقود للحماية والتحوط من تقلبات الأسعار؛

[11] بن علي بلعزوز وآخرون، **إدارة المخاطر**، ط 01، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013، ص ص 124،125.

- ✓ تنشأ عنها مخاطر مختلفة كمخاطر الائتمان، ومخاطر عدم قدرة أحد الأطراف عن السداد عند حلول أجل الاستحقاق؛
- ✓ من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي وسعر التنفيذ يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل؛
- ✓ تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

3.2. العائد في العقد الآجل:

يُحسب الربح أو الخسارة لكل طرف في العقد الآجل طبقا لـ[12]:

- ✓ المقارنة بين سعر الأصل عند التسليم وسعره في العقد؛
- ✓ مركز كل طرف في العقد وهل هو المشتري فيصبح صاحب المركز الطويل Long Position أم البائع فيصبح صاحب المركز القصير Short Position.

- **عائد المشتري صاحب المركز الطويل Long Position:**

يحقق المشتري صاحب المركز الطويل أرباحا عندما يرتفع سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد، والعكس صحيح، حيث يحقق خسارة عندما ينخفض سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد.

- **عائد البائع صاحب المركز القصير Short Position:**

يحقق البائع صاحب المركز القصير أرباحا عندما ينخفض سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد، والعكس صحيح، حيث يحقق خسارة عند ارتفاع سعر الأصل بالسوق عند التسليم في نهاية العقد مقارنة بسعره في العقد.

مثال:

اتفق المستثمر نور على ابرام عقد آجل مع المستثمر عمر يقضي بقيام نور بشراء 1000 سهم بسعر 10 جنيه للسهم من المستثمر، وذلك في نهاية ديسمبر القادم.

المطلوب: حساب الربح والخسارة لكل طرف في الحالات التالية:

- ارتفاع السعر عند التسليم إلى 11 جنيه؛

[12] محمد عنتر أحمد، **المشتقات المالية**، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2021، ص ص 44-46.

- انخفاض السعر عند التسليم إلى 8 جنيه.

الحل:

الحالة الأولى: ارتفاع السعر عند التسليم إلى 11 جنيه

- **المستثمر نور (المشتري) صاحب المركز الطويل**

العائد= السعر في السوق عند التسليم – السعر في العقد

= 10-11

= 1 جنيه للسهم

أرباح نور= عدد الأسهم ×ربح السهم = 1000×1 =1000

- **المستثمر عمر البائع صاحب المركز القصير**

العائد= السعر في العقد-السعر في السوق عند التسليم

= 10-11 =1 جنيه خسارة

خسارة عمر= 1000 سهم× -1 جنيه للسهم =(1000جنيه)

التسوية النهائية للعقد الآجل



الحالة الثانية: انخفاض سعر السهم عند التسليم إلى 8 جنيه

- **المستثمر نور (المشتري) صاحب المركز الطويل**

العائد= السعر في السوق عند التسليم – السعر في العقد

= 8-10

= (2)جنيه للسهم

الخسائر = 1000×-2= (2000 جنيه) للسهم

- **المستثمر عمر البائع صاحب المركز القصير**

العائد= السعر في العقد-السعر في السوق عند التسليم

= 10-8 =2 جنيه

أرباح عمر= 1000 سهم× 2 جنيه للسهم =2000جنيه

التسوية النهائية للعقد الآجل



4.2. مخاطر التعامل بالعقود الآجلة:

العقود الآجلة ككل المشتقات لها مجموعة من المخاطر نذكر منها[13]:

✓ **مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزامات العقد:** نظرا لأن العقود الآجلة لا تتداول في سوق منظم مثل المستقبليات، فهي لا تتمتع بالحماية التي توفرها دار المقاصة بشأن الوفاء بالتزامات العقد، والسبيل الوحيد

[13]بن علي بلعزوز وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 127،128.

لتخفيض تلك المخاطر يكون بقيام كل طرف من أطراف التعاقد بالتحقق من قدرة ورغبة الطرف الآخر في الوفاء؛

- ✓ **مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد:** بخلاف المستقبليات، لا يمكن في حالة العقود الآجلة لأي طرف التخلص من التزاماته بأخذ مركز مضاد في عقد مماثل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا، الأمر الذي قد يصاحبه بعض التنازلات يطلق عليها مخاطر تسويق العقد؛
- ✓ **تكلفة مرتفعة للتعاملات:** تنطوي العقود الآجلة على تكلفة أعلى للمعاملات مقارنة بالمستقبليات، تتمثل في التكلفة النقدية المصاحبة للعقد وتكلفة البحث عن أطراف التعاقد.

3. العقود المستقبلية:

1.3. تعريف العقود المستقبلي:

هي عقود تتم بين طرفين، لشراء وبيع كمية من الأدوات المالية بسعر محدد وقت ابرام العقد على أن يتم التسليم في تاريخ آجل، وتخضع لإجراء تسوية يومية، وتهدف إلى تحديد السعر المستقبلي للأصل، والتحوط ضد التقلبات في السوق؛[14]

العقد المستقبلي هو: التزام متبادل بين طرفي العقد البائع والمشتري يتم بموجه استلام أو تسليم أصل مقابل نقد بسعر معين في تاريخ لاحق ومان محدد لكلا للطرفين، ويتم ذلك من خلال بورصة منظمة. وتتميز بـ:

- ✓ تتميز العقود بالنمطية من حيث (الكمية، السعر، والتاريخ) مما يسهل التداول فيها وتزداد سيولتها؛
- ✓ تتم التدفقات النقدية بشكل يومي نتيجة للتغيرات السعرة المصاحبة للعقد؛
- ✓ تنخفض مخاطر الائتمان نتيجة وجود أسواق منظمة؛
- ✓ عقود إلزامية بتسليم وتسلم السلعة.[15]

[14] فاطمة سيد عبد القادر حسنين، **المشتقات المالية والأزمات المالية**، 2018، متاح على: https://www.google.dz/books، تاريخ الاطلاع : 2023/07/30 (09:15)، ص60.

[15] أحمد نعمة عبد النافعي، **المحاسبة عن المشتقات المالية الاستثمار في شركات التأمين**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020، ص ص 40-42.

ويقوم العقد المستقبلي على عدد من الأركان لتنفيذه وهي[16]:

- ✓ **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتم من خلاله تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل؛
- ✓ **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو تاريخ إتمام عملية التبادل الذي يتفق عليه طرفي العقد؛
- ✓ **محل التعاقد:** يقصد بها الأصول المالية أو الحقيقية المتفق عليها بين طرفي العقد: مؤشرات، عملات، بضائع...إلخ؛
- ✓ **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل؛
- ✓ **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

2.3. إجراءات التداول في المستقبليات:

يتم التداول في أسواق المستقبليات، على أساس خطوات منظمة كما يلي:

- ✓ يطلب المستثمر من الوسيط القيام بأمر الشراء أو البيع في العقد المستقبلي، وذلك شفويا أو كتابيا؛
- ✓ يسجل الوسيط الطلب في السجل الرسمي بكل تفاصيل الأمر؛
- ✓ يحول الوسيط الطلب إلى قاعة التداول ويسمى أيضا مقعد التداول، حيث يقوم الكاتب بتسجيل الطلب مبرزا وقت استلامه؛
- ✓ يتم تبليغ الطلب إلى ركن التداول عن طريق موظف يخصص لهذا الغرض يقوم باستلام من مقعد الطلبات ويحوله إلى ركن التداول بواسطة إشارات بينه وبين الوسيط أو السمسار الموجود في ركن التداول؛
- ✓ يتم تنفيذ الأمر في ركن التداول وفقا للأسعار المتوفرة وحسب الترتيب الذي وصل به الأمر، وعلى نفس المنوال يعود الطلب إلى مكتب الوسيط الذي يبلغه أيضا للمستثمر.

3.3. المتعاملون بالمستقبليات

نميز ثلاث أنواع من المتعاملين وهم: المستثمرون العاديون، المضاربون والمراجحون.

[16] سهام عيساوي، **دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المالي –دراسة حالة سوق رأس المالي الفرنسي**–أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص76.

✓ **المستثمرون العاديون:**

هم المستثمرون أصحاب الصفقات الصغيرة، التي تتم دون الحاجة للدراسة أو التحليل، ويلجئون لهذه العقود نتيجة لزيادة حجم استثماراتهم، فالمتعاملون يدفعون ما قيمته من 1% إلى 5%، لحظة توقيع العقد من أجل تأمينه، وعن طريق هذه العقود يستطيع هؤلاء المستثمرون التنويع في محافظهم المالية دون الحاجة لرؤوس أموال كبيرة؛

✓ **المتحوطون:**

هو أصحاب الشركات والمحافظ الكبيرة، الذين يسعون إلى تقليل أو إزالة المخاطر المتعلقة بأسعار السلع وأسعار الفائدة وسعر الصرف، حيث على المتحوطين اختيار الوقت المناسب لاتخاذ قرار بداية ونهاية التحوط، حيث نميز بين التحوط الكلي لفترة كاملة، أو الجزئي ولفترات قصيرة وذلك حسب حاجتهم؛

✓ **المضاربون:**

على عكس المتحوطون فهم يسعون وراء المخاطرة الكبيرة، التي تحقق عوائد وأرباح معتبرة في فترة قصيرة، حيق يقومون بالشراء لغرض إعادة البيع، أو العكس وهو منتشرون في كل الأسواق المالية، حيث يتم التفرقة بين المضارب والمستثمر والمقامر في السوق المالي، حسب عوامل الوقت والمخاطرة والعائد، حيث أنّ المستثمر يقوم بشراء الأوراق المالية من اجل إعادة بيعها في السوق بعد أشهر من خلال الاستفادة من تغير الأسعار، فالعملية تأخذ وقتا أقل ومخاطرة أكبر وعائدا أكبر من المستثمر، أما المقامر فيشتري الأوراق المالية لإعادة بيعها خلال أيام لخبرته في السوق أو لمعلومات يمتلكها، والعملية في هذه الحالة ذات وقت وجيز، ومخاطرة جد عالية مع عائد مالي معتبر، وتعتبر شريحة المضاربون هم من يصنع نشاط الأسواق المالية بحكم تواجدهم الدائم في السوق، فهم يراقبون ويشترون ويبيعون بشكل مستمر[17].

ويتم التعامل في العقود المستقبلية التالية[18]:

[17] مقدم عبد الإله، **أثر تداول المشتقات المالي على الاستثمار المالي**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد بن باديس–مستغانم–2020–2021، ص ص 33،34.

[18] محمد خميسي بن رجب، مرجع سبق ذكره، ص7.

- ✓ **العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة:** ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على ودائع أو مستندات أو قروض معينة؛
- ✓ **العقود المستقبلية لأسعار الصرف:** ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية؛
- ✓ **العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم:** ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.

4.3. الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

يمكن الاستناد إلى مجموعة من المعايير للتفرقة بين العقود الآجلة وعقود المستقبليات على الرغم من كونها جميعا عقود بيع آجلة متأخرة التنفيذ في الآتي[19]:

- ✓ العقود الآجلة عقود بيع عادية يصوغها الطرفان، أما عقود المستقبليات فإنها عقود نمطية ينظم السوق أحكامها؛
- ✓ تجري العقود الآجلة يرتكز التعامل فيها غالبا على السلع غالبا، أما المستقبليات فترتكز على كل ما تعرضه السوق المنظمة من سلع وأسهم وسندات ومؤشرات مالية ومعدلات فوائد؛
- ✓ الهدف الغالب من عقود البيع الآجلة التحوط من مخاطر تقلب أسعار السلع وتنتهي بالتسليم، بينما تشكل المضاربة الغرض الأساسي للعاقدين في عقود المستقبليات فتنتهي بالتسوية لا بالتّسليم؛
- ✓ تترافق وجوبا عقود المستقبليات دون العقود الآجلة، مع دفع هامش متغير بحسب تقلبات السوق بإشراف ومتابعة من قبل بيت المقاصة؛
- ✓ تتم تسوية العقد في العقود الآجلة من أجل التسليم المتفق عليه في العقد، أما المستقبليات فيمكن تسوية العقد في أي وقت قبل التاريخ المذكور في العقد، بحسب ما تمليه قوانين السوق المنظمة.

5.3. أمثلة لعقد مستقبلي: أصل مادي وأصل مالي

- ✓ **مثال لعقد مستقبلي (أصل مادي):**

[19] عبد العظيم أبو زيد، **التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 04، 2014، ص7.

اتفقت الحكومة المصرية على ابرام عقد مستقبلي يقضي بقيمتها بيع 10000 وحدة غاز بسعر 10دولار للوحدة مع الشركة البريطانية على أن يتم التسليم في نهاية سبتمبر، مع العلم بأنّ نسبة الهامش المبدئي 5%.

المطلوب:

1. **تحليل العقد المستقبلي؛**
2. **إجراء التسوية اليومية بافتراض أنّ:**
   - إرتفاع سعر الوحدة إلى 10.4 دولار في اليوم الأول؛
   - انخفاض سعر الوحدة إلى 10.2 دولار في اليوم الثاني؛
   - انخفاض سعر الوحدة إلى 10.1دولار في اليوم الثالث؛
   - ارتفاع سعر الوحدة إلى 10.5 دولار في اليوم الرابع.

إجراء التسوية النهائية بافتراض أنّ اليوم الرابع هو تاريخ التسليم

3. **التعليق على الموقف.**

أولا: تحليل العقد المستقبلي

1. صاحب المركز القصير ⟵ البائع ⟵ الحكومة المصرية
2. صاحب المركز الطويل ⟵ المشتري ⟵ الشركة البريطانية
3. قيمة العقد المستقبلي = سعر الوحدة×الكمية

10دولار×10000وحدة =100.000دولار

4. نسبة الهامش ⟵ 5%

قيمة الهامش= قيمة العقد المستقبلي×نسبة الهامش

100.000×5%=5000دولار

يقوم كل طرف من طرفي العقد بإيداعها لدى السمسار الذي يمثله

5. تاريخ التسليم=نهاية سبتمبر

6. الأصل محل التعاقد=أصل مادي (الغاز)

ثانيا: التسوية اليومية للعقد المستقبلي ½ (مركز المشتري) **الوحدة: دولار**

اليوم	قيمة العقد	البيان	حركة الهامش	مركز المشتري
الفتح	100.000	إيداع الهامش	.....	5000
1	104.000	تسوية يومية	4000+	9000
2	102.000	تسوية يومية	2000-	7000
3	101.000	تسوية يومية	1000-	6000
4	105.000	تسوية يومية	4000+	10.000
الاقفال	105.000	تسوية نهائية	5000+	10.000

صافي مركز المشتري=مركز الإقفال–مركز الفتح

10.000-5000=5000دولار (الربح)

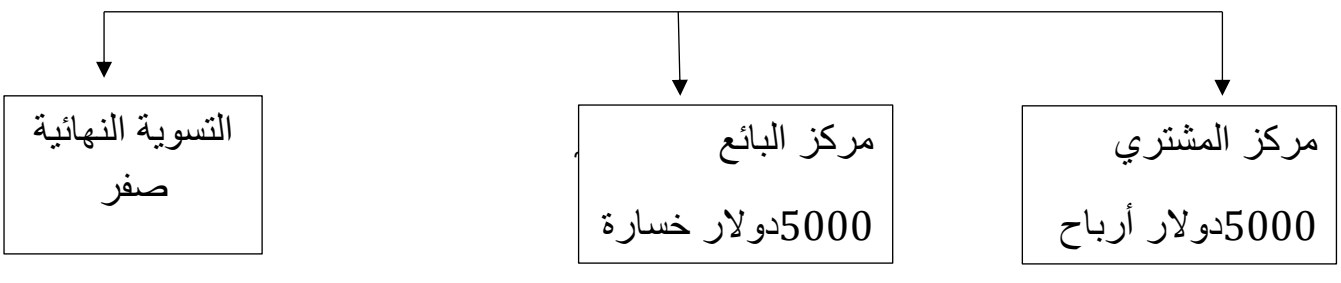
ثانيا: التسوية اليومية للعقد المستقبلي 2/2 (مركز البائع) **الوحدة: دولار**

اليوم	قيمة العقد	البيان	حركة الهامش	مركز البائع
الفتح	100.000	إيداع الهامش	.....	5000
1	104.000	تسوية يومية	4000-	1000
2	102.000	تسوية يومية	2000+	3000
3	101.000	تسوية يومية	1000+	4000
4	105.000	تسوية يومية	4000-	0
الاقفال	105.000	تسوية نهائية	5000-	0

صافي مركز البائع=مركز الإقفال–مركز الفتح

=0-5000= (5000)خسارة

التسوية النهائية للعقد المستقبلي



التعليق:

تحصل الشركة البريطانية على مبلغ 5000 دولار من خلال نظام التسوية اليومية للعقود المستقبلية، ولا يشترط أن ينتهي العقد المستقبلي بتسليم الأصل محل التعاقد، حيث تستطيع الحكومة المصرية بيع الغاز في السوق الفعلي بمبلغ 105.000 دولار لأي مشتري يرغب بذلك، على أن تقوم بدفع مبلغ 5000 دولار للشركة البريطانية في سوق العقود المستقبلية ويصبح صافي التدفق النقدي الداخل للحكومة المصرية 100.000 دولار(105.000 دولار ثمن بيع الغاز في السوق الفعلي مطروحا منه 5000 دولار مدفوعة للشركة البريطانية في سوق العقود المستقبلية)

كذلك الحال تستطيع الشركة البريطانية شراء الغاز من السوق الفعلي بمبلغ 105.000 دولار، على أن تحصل من الحكومة المصرفية على مبلغ 5000 دولار في سوق العقود المستقبلية بحيث يصبح صافي التدفق النقدي الخارج 100.000دولار (105.000 دولار ثمن شراء الغاز من السوق الفعلي مطروحا منه 5000 دولار مكسبها في سوق العقود المستقبلية).

وبناء على ماسبق فإن كلا الطرفين نجح في التغطية ضد مخاطر تقلبات أسعار الغاز في السوق ويتم تنفيذ الصفقة بنفس المبلغ الذي يتم تحديده في بداية ابرام العقد المستقبلي (100.000دولار)[20].

✓ **مثال عقد مستقبلي أصل مالي**

إتفق المستثمر محمد على ابرام عقد مستقبلي يقضي ببيع 1000 سهم إلى المستثمر علي بملغ 100 جنيه للسهم، مع العلم أنّ نسبة الهامش 4%، وسوف يتم التسليم نهاية شهر نوفمبر.

المطلوب:

1. تحليل العقد المستقبلي؛
2. إجراء التسوية اليومية بافتراض أنّ:
   - ارتفاع سعر السهم في البورصة إلى 101 جنيه في اليوم الأول
   - ارتفاع سعر السهم في البورصة إلى 101.5 جنيه في اليوم الثاني

[20] محمد عنتر أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-29.

- انخفاض سعر السهم في البورصة إلى 100 جنيه في اليوم الثالث
- ارتفاع سعر السهم في البورصة إلى 102 جنيه في اليوم الرابع

1. التعليق والتسوية النهائية للعقد المستقبلي

أولا: تحليل العقد المستقبلي:

1. صاحب المركز القصير ⟸ البائع ⟸ المستثمر محمد
2. صاحب المركز الطويل ⟸ المشتري ⟸ المستثمر علي
3. قيمة العقد المستقبلي = عدد الأسهم× سعر السهم

100.000= 100×1000جنيه

4. نسبة الهامش ⟸ 4%

قيمة الهامش= قيمة العقد المستقبلي×نسبة الهامش

4000=4%×100.000جنيه

يقوم كل طرف من طرفي العقد بإيداعها لدى السمسار الذي يمثله

5. تاريخ التسليم=نهاية شهر سبتمبر
6. الأصل محل التعاقد=أصل مالي (سهم)

ثانيا: التسوية اليومية للعقد المستقبلي (مركز المشتري) **الوحدة: جنيه**

اليوم	قيمة العقد	البيان	حركة الهامش	مركز المشتري
الفتح	100.000	إيداع الهامش	.....	4000
1	101.000	تسوية يومية	1000+	5000
2	101.500	تسوية يومية	500	5500
3	100.000	تسوية يومية	15.00-	4000
4	102.000	تسوية يومية	2000+	6000
الاقفال	102.000	تسوية نهائية	2000+	6000

صافي مركز المشتري=مركز الإقفال-مركز الفتح

2000=4000-6000 ربح

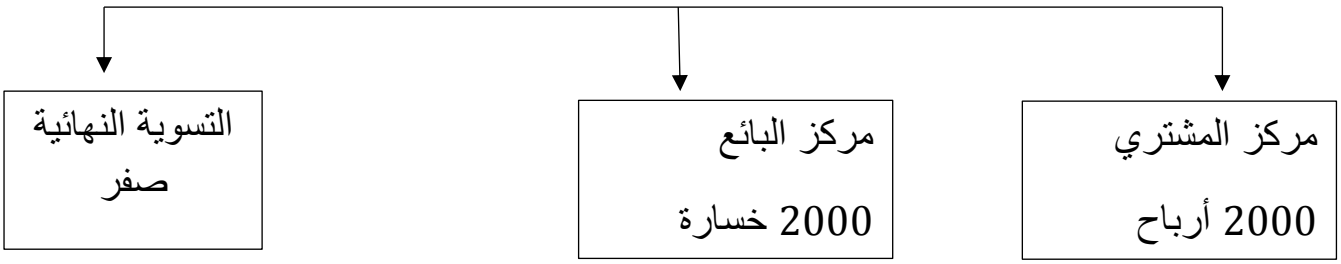
ثانيا: التسوية اليومية للعقد المستقبلي (مركز البائع) **الوحدة: جنيه**

اليوم	قيمة العقد	البيان	حركة الهامش	مركز البائع
الفتح	100.000	إيداع الهامش	.....	4000
1	101.000	تسوية يومية	1000-	3000
2	101.500	تسوية يومية	500-	2500
3	100.000	تسوية يومية	1500+	4000
4	102.000	تسوية يومية	2000-	2000
الاقفال	102.000	تسوية نهائية	2000-	0

صافي مركز البائع=مركز الإقفال-مركز الفتح

=4000-2000= (2000)خسارة

التسوية النهائية للعقد المستقبلي



التعليق:

لا يشترط أن ينتهي العقد المستقبلي بتسليم الأصل محل التعاقد، حيث يستطيع المستثمر محمد (البائع) أن يبيع الأسهم في البورصة بمبلغ 102.000 جنيه (100 سهم×102 جنيه) لأي مستثمر آخر يرغب في الشراء طبعا لسعر تداول اليوم (102 جنيه للسهم) وكذلك يستطيع المستثمر علي (المشتري) شراء الأسهم بمبلغ 102.000 جنيه من البورصة من أي مستثمر آخر يرغب في بيعها على أن يتم التسوة فيما بين المستثمرين محمد وعلي في سوق العقود المستقبلية بحيث يحصل المستثمر علي (المشتري) من خلال نظام التسوية بسوق العقود المستقبلية على مبلغ 2000 جنيه ويصبح

صافي التدفق النقدي الخارج 100.000 جنيه (102.000جنيه ثمن الأسهم التي يشتريها من البورصة مطروحا منها مبلغ 2000 جنيه يحصل عليها من سوق العقود المستقبلية)، وبالنسبة للمستثمر محمد (البائع) يصبح صافي التدفق النقدي الداخل 100.000 جنيه (102.000 جنيه يحصل عليها كثمن بيع الأسهم في البورصة مطروحا منها مبلغ 2000 جنيه فرق التسوية التي يدفعها في سوق العقود المستقبلية).

وكما هو واضح ساعد العقد المستقبلي كلا الطرفين في تغطية المخاطر وتنفيذ الصفقة بالمبلغ الذي تم تحديده في بداية العقد رغم التغيرات التي حدثت في سعر الأسهم خلال أيام العقد[21].

4.عقود المبادلات:

1.4. تعرف عقود المبادلة:

هي عبارة عن اتفاقيات خاصة بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل، وتُستخدم في الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة، وتخفيض تكلفة التمويل والدخول إلى أسواق جديدة فضلا عن استحداث أدوات مركبة، وتُسمى عقود المبادلة أيضا بعقود المقايضة، ويتحدد شروط هذه العقود من خلال عدة عناصر رئيسية هي:

- ✓ طرفي العقد؛
- ✓ الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة؛
- ✓ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة؛
- ✓ العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛
- ✓ السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها؛
- ✓ مدة سريان العقد.

2.4. أهداف عقود المبادلة:

- ✓ **إدارة المخاطر:**

يُمكن من خلال هذه العقود، ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر، إذ يُمكن من خلال تجزئة المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية التقليدية مثل تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية،

[21] محمد عنتر أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-33.

وبإدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدة من خلال عملية التحوط، إذ يمكن استخدام عقودا لمبادلات في إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة وتمديد مستويات تكاليف الفائدة على وفق استراتيجيات خاصة؛

- ✓ **الاستثمار:**

إذ يُمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرص الاستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية فضلا عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين وبما يخدم اغراضهم في بناء المحافظ المرغوبة، الأمر الذي من شأنه زيادة عدد المتعاملين من الجهات التي تقدم هذه الخدمات؛

- ✓ **الكلفة:**

يُمكن من خلال التعامل مع هذه العقود تقليل تكاليف المعاملات التقليدية إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا من البداية، كما يُمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الإقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المنخفضة من الاستثمارات في الودائع أو القروض وكذلك استخدامها في عمليات المراجحة للحصول على هيكل تكاليف مناسبة بالنسبة للمتعاملين، وكذلك إيجاد مصادر تمويل جديدة من خلال عمليات المبادلة والدخول في أسواق جديدة من خلال هذه الأدوات؛

- ✓ **السيولة:**

تتسم هذه الأدوات بسيولة عالية مما يمكن المتعاملين في هذه الأدوات من تحسين سيولهم بصورة عامة، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو الغائها من خلال الدخول في مراكز مضادة في نفس السوق أو في أسواق أخرى، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز أو الغائها تبعا لحاجاته ورغباته؛

- ✓ **الاقتصاد العام:**

بسبب هذا النوع من العقود فإنه أدى إلى إيجاد أنواع خاصة من هذه الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل مع هذه الأدوات مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع

والأدوات المالية التي تشكل مبالغ ضخمة جدا، وما يتحقق نتيجة ذلك من إيجاد فرص العمل الواسعة وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة بالرسوم والعملات وغيرها[22].

3.4. أنواع عقود المبادلات:

إنّ أسواق المبادلات تتعامل بأربعة أنواع نوجزها فيما يلي[23]:

✓ **مبادلة معدلات الفائدة:**

تتضمن مبادلة تدفق نقدي لعملة مقابل تدفق نقدي لعملة أخرى، مبادلة معدلات الفائدة هي اتفاق بين طرفين (واحد على الأقل من الطرفين عادة يكون بنكا أو مؤسسة مالية أخرى) على تبادل دفع الفوائد، بعملة واحدة متفق عليها، لمبلغ أساسي افتراضي خلال فترة زمنية متفق عليها، وهذا العقد إذا تم لا يمكن تداوله بحرية؛

✓ **مبادلة العملات:** عقد مبادلة العملة هي عملية بيع حاضر لعملة مقابل عملية شراء لأجل هذه العملية، وهي عملية تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أنّ تاريخ استحقاقهما مختلف، ويفصل بينهما فترة زمنية، تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات؛

✓ **مبادلة حقوق الملكية:** هو عقد لمبادلة توزيعات أرباح الأسهم والمكاسب الرأسمالية المحققة على مؤشر لأسهم ما بسعر فائدة ثابت بآخر سعر فائدة متغير؛

✓ **مبادلة السلع:** هو عقد مبادلة بين طرفين يتم الاتفاق بينهما على مبادلة كمية معينة من السلع وتبادل قيمتها.

مثال: آلية عمل مبادلات أسعار الفائدة

إذا افترضنا أنّ هناك شركتين الشركة (A) والشركة (B) وإن كل منهما تحتاج إلى قرض مليون دولار أمريكي بأقل تكلفة ممكنة لمدة خمس سنوات، تتوقع الشركة (A) اتجاه أسعار الفائدة نحو الانخفاض وترغب في تعويم سعر الفائدة،

---

[22] ندى عبد القادر عبد الستار الشريدة، **توظيف عقود المبادلات في مجال الفنادق والسياحة –دراسة تحليلية في عينة من الفنادق العراقية المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية–**مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 13، العدد 40، 2016، ص ص 258-263.

[23] همت محمد عصام الدين السويفي، **مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها (الدراسة الميدانية)**، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22، العدد 03، 2021، ص375.

بينما تتوقع الشركة (B) اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وترغب في تثبيت سعر الفائدة وتوفرت البيانات التالية عن الشركتين:

البيان	الشركة A	الشركة B
الرتبة الائتمانية	A	B
سعر الفائدة الثابت	6%	8%
سعر الفائدة العائم	Libor+1%	Libor+1.5%

تحقق الشركة (A) ميزة مطلقة حيث تستطيع الشركة الإقراض بمعدل فائدة ثابت يقل عن 2% عن الشركة (B)، كذلك تحقق الشركة (A)ميزة مطلقة حيث تستطيع القراض بمعدل فائدة عائم يقل بنسبة 0,5 %مقارنة بالشركة (B) ويمكن للشركتين تحقيق ميزة نسبية هي مكاسب الشركتين معا في حال اتفاقهما على عقد مبادلة أسعار الفائدة وهي عبارة عن سعر الفائدة الذي تدفعه الشركة (A) والشركة (B) في حالة عدم توقيع اتفاقية المبادلة وسعر الفائدة الذي تدفع الشركتان في حالة توقيع اتفاقية المبادلة وتحسب كما يلي:

الميزة النسبية للمبادلة= فرق سعر الفائدة الثابت–فرق سعر الفائدة المتغير

$$= 2\% - 0.5\% = 1.5\%$$

وتشير الميزة النسبية إلى إمكانية تحقيق فرصة ربح 1.5% (وفر في تكلفة الاقتراض) من خلال عملية المراجحة

وإذا افترضنا أنّ الشركتان قررتا اقتسام تلك الميزة النسبية بينهما بالتساوي فيكون أمام كل شركة فرصة ربح أو وفر في تكلفة الاقتراض بنسبة 0.75% حيث تقرض الشركة (A) الشركة (B) مليون دولار بمعدل فائدة ثابت 6.25% وتقترض الشركة (A) من الشركة (B)مليون دولار بمعدل فائدة متغير Libor+0.5% فتحقق الشركة (A) وفر بنسبة 0.5% يمثل الفرق بين سعر الاقتراض من الشركة (B) Libor+0.5%وسعر الاقتراض من القطاع المصرفي Libor+1%

وتقرض الشركة (B) الشركة (A) مليون دولار بمعدل فائدة عائم Libor+0.5% فتحقق الشركة (B) خسارة بمعدل 1% تمثل الفرق بين معدل الاقتراض العائم Libor+1.5%ومعدل الإقراض Libor+0.5% وتقترض الشركة (B) من الشركة (A) مليون دولار بمعدل فائدة ثابت 6.25% فتحقق الشركة (B) وفر بنسبة 1.75% يمثل الفرق

بين سعر الاقتراض الثابت من القطاع المصرفي 8% وسعر الاقتراض من الشركة (A) 6.25% لتصبح صافي الميزة النسبية للشركة (B) 0.75%[24].

4.4. مزايا وعيوب عقود المبادلات:

لعقود المبادلة مزايا وعيوب نلخصها في الجدول أدناه:

جدول رقم (04): مزايا وعيوب عقود المبادلة

المزايا	العيوب
المبادلات من الناحية الإدارية تكون أقل كلفة، توثيق المبادلة يكون معياري أو نمطي، أنها أداة مالية تستخدم لإدارة وتغطية مخاطر تقلبات الأسعار، تمتاز بمرونة عالية لعد خضوعها لقيود السوق المنظمة، في غالب الأحيان لا تتطلب أنواعها دفع العلاوات أو الهوامش، تتيح فرصة تحقيق العائد من خلال فروق أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة	لا تخضع للرقابة المباشرة من الجهات الحكومية، تحتوي على مخاطر ائتمانية كبيرة، يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها، هي عقود طويلة الأجل.

المصدر: عقود المبادلات، متاح على: https://commerce-business.com ، تاريخ الاطلاع: 2024/10/05، (15:51).

خلاصة: التعامل بالمشتقات المالية يُعتبر حلا فعالا للكثير من المشاكل التي يواجهها المتعاملون في الأسواق المالية، والتحوط ضد المخاطر، غير أنّ سوء استخدام هذه المنتجات ينعكس على تركز المخاطر التي تساهم بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، كما يجعلها من الأسباب التي تساهم في انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية.

[24] عباس فؤاد عباس حسن، **أثر تداول عقود المبادلات في أسواق المشتقات المالية من 2000–2016**، مجلة أمارك، المجلد 9، العدد 28، 2018، ص ص 149،150.

أسئلة المحور الخامس

1. ما المقصود بالمشتقات المالية؟ وما هي مخاطرها؟
2. من هم المتعاملون بالمشتقات المالية؟
3. يُجرى التعامل في نوعين من الأسواق المشتقة اشرح هما
4. اذكر عناصر عقد الخيار.
5. ما المقصود بعقد الخيار الأوروبي؟
6. متى تتم التسوية في العقد الآجل؟
7. ما الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من حيث الغرض منها؛
8. يحتمل العقد الآجل نوعين من السعر حددهما.
9. اذكر مخاطر التعامل بالعقود الآجلة؟
10. اذكر خطوات التداول في أسواق المستقبليات.
11. اذكر أهم مميزات العقد المستقبلي؟
12. اذكر أهم عناصر عقود المبادلة.
13. اشرح لماذا تعتبر إدارة المخاطر هدف من أهداف عقود المبادلة؟
14. اذكر أهم مزايا وعيوب عقود المبادلة.

قـــــائمة المراجـــع

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

1. الكتب:

- ✓ أحمد الأشقر، **الاقتصاد الكلي**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان 2007.
- ✓ أحمد نعمة عبد النافعي، **المحاسبة عن المشتقات المالية الاستثمار في شركات التأمين**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020.
- ✓ بن علي بلعزوز وآخرون، **إدارة المخاطر**، ط 01، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013.
- ✓ حسني علي خربوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- ✓ دريد كامل آل شيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، بدون طبعة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- ✓ زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- ✓ طلال كداوي، **تقييم القرارات الاستثمارية**، دون طبعة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008.
- ✓ عباس فاضل رسن التميمي، **محفظة تعادل المخاطرة**، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
- ✓ عبد الرحمن يسري أحمد، **النّظرية الاقتصادية الكلية**، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997.
- ✓ عبد الكريم قندوز، **المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية**، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022.
- ✓ غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، ط 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- ✓ فلاح المومني غازي، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
- ✓ فلاح حسن الحسني، **إدارة البنوك**، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2003.
- ✓ قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار (بين النّظرية والتطبيق)**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

قائمة المراجع

- ✓ قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- ✓ كاظم جاسم العيساوي، **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي**، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- ✓ محفوظ جبار، **الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية**، الجزء الثاني، ط 1، دار هومة، 2002.
- ✓ محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية – البورصة والبنوك التجارية** – الدار الجامعية، 2000.
- ✓ محمد على ابراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، ط 1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- ✓ محمد علي سويلم، **أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)**، دار المطبوعات الجامعية، مصر 2013.
- ✓ محمد عنتر أحمد، **المشتقات المالية**، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2021.
- ✓ محمد فريد الصحن، سعيد محمد المصري، **إدارة الأعمال**، الدار الجامعية، مصر، 1997.
- ✓ محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، ط4، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- ✓ محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة 1، دار وائل للنشر، عمان.
- ✓ مفلح هزاع، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، جامعة حماه، كلية الاقتصاد، 2018-2019.
- ✓ موسى شقيري توري، محمود ابراهيم نور، **إدارة المخاطر**، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- ✓ محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، ط2، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.

2. الأطروحات والرسائل الجامعية:

- ✓ بشار الشعراني، **التّنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالي)**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الأسواق المالية، الجمهورية العربية السورية، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2015.
- ✓ داليا عنان حلمي عبد العزيز، **التنويع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، جامعة النّجاح الوطنية، 2018.

قائمة المراجع

- ✓ سهام عيساوي، **دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المالي –دراسة حالة سوق رأس المالي الفرنسي**–أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- ✓ عبد الحكيم سليماني، **دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي والمالي الجديد دراسة حالة مؤسسة اقتصادية –الجزائر**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكر، 2019-2020.
- ✓ فؤاد عبد الحميد النواجحة، **قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين –دراسة تحليلية مقارنة**–رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014.
- ✓ مقدم عبد الإله، **أثر تداول المشتقات المالي على الاستثمار المالي**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: تطبيقات الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد بن باديس–مستغانم-2020-2021.

3. المجلات:

- ✓ أحمد جواد الدهلكي، **تسعير الموجودات الرأسمالية في إطار نموذج (CAPM) و(RCAPM) بحث تطبيقي في عينة من الشركات المدرجة في مؤشر (Dow Jones30)**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 58، 2019.
- ✓ أماني أحمد وهبه يوسف، **واقع الإفصاح عن تقرير إدارة مخاطر الأمن السيبراني وأثره على قرارات الاستثمار ومنح الائتمان في البورصة: دراسة تطبيقية**، المجلد 13، العدد 2، 2022.
- ✓ خالد غسان، **مفهوم الاستثمار وواقعه التشريعي في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية: دراسة تحليلية نقدية**، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 22، العدد 4، 2008.
- ✓ دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، **دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية–دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005–2014)**، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 06.

قائمة المراجع

- ✓ سعيدة بورديمة، **القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه**، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 11، جوان 2015.
- ✓ سهام عيساوي، لخضر مرغاد، **استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية**، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 05، 2014.
- ✓ عباس فؤاد عباس حسن، **أثر تداول عقود المبادلات في أسواق المشتقات المالية من 2000–2016**، مجلة أماراك، المجلد 9، العدد 28، 2018.
- ✓ عبد العظيم أبو زيد، **التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 04، 2014.
- ✓ عبد العظيم أبو زيد، **التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 04، 2014.
- ✓ عبد الكريم قندوز، **المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية**، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022.
- ✓ علي حميد هندي العلي، **استخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولية في تقدير العوائد المالية المطلوبة للمحفظة الاستثمارية الدولية: دراسة حالة في شركة زين الدولية**، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 16، العدد 01، 2019.
- ✓ عمار زودة وآخرون، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النّظرية**، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020.
- ✓ عمار زودة، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النّظرية**، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020.
- ✓ عيسى بدروني، حمزة غربي، **دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر**، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، المجلد 14، العدد 02، 2020.
- ✓ قايدي خميسي، عبد القادر لحسين، **دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق –حالة الدول الصناعية العشر**–المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015.
- ✓ كمال بن موسى، **المحفظة الاستثمارية–تكوينها ومخاطرها** –مجلة الباحث، العدد 3، 2004.

قائمة المراجع

- ✓ هدى عبو، ربيعة عبو، **سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية**، Revue Des Recherches En Sciences Financieres Et Comptables، العدد 04، 2017.
- ✓ همت محمد عصام الدين السويفي، **مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها (الدراسة الميدانية)**، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22، العدد 03، 2021.
- ✓ همت محمد عصام الدين السويفي، **مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها (الدراسة الميدانية)**، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22، العدد 03، 2021.
- ✓ يسر فائق عباس، علاء عبد الكريم هادي، **مؤشرات التحليل المالي وأثرها في اتخاذ قرار الاستثمار لشركة التأمين الوطنية (بحث تطبيقي)**، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 15، العدد 53، 2020.

4. الملتقيات:

- ✓ محمد خميسي بن رجب، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أو لصناعتها**، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس –سطيف، يومي 20 و21 أكتوبر 2009.

5. المواقع الالكترونية:

- ✓ أهمية الاستثمار وعوائقه، متاح على: https://www.deal-tr.com، تاريخ الاطلاع: 2024/09/30، (08:43).
- ✓ Silva Derek, **What Is an Investment Portfolio**?. Udapted On july31, 2024, On the Link: https://smartasset.com/investing/what-is-an-investment-portfolio
- ✓ **دليل تداول المشتقات المالية، متاح على: https://www.saudiexchange.sa** تاريخ الاطلاع: 2023/12/01، (12:20).
- ✓ العائد المحقق مقابل العائد المتوقع: تقييم نتاج الاستثمار، 10 جانفي 2024، متاح على: https://www.fastercapital.com تاريخ الاطلاع: 2024/10/01، (14:52).

قائمة المراجع

- ✓ عقود المبادلات، متاح على:https://commerce-business.com ، تاريخ الاطلاع: 2024/10/05، (15:51).
- ✓ فاطمة سيد عبد القادر حسنين، **المشتقات المالية والأزمات المالية**، 2018، متاح على: https://www.google.dz/books، تاريخ الاطلاع: 2023/07/30 (09:15).
- ✓ ماهي العناصر الأساسية لعقود الخيارات، متاح على: https://www.sahmcapital.com ، تاريخ الاطلاع: 2024،/10/05 (13:44).
- ✓ محمد غياث شيحة، **الاستثمار المبادئ–الأدوات–المخاطر والتقييم**، متاح على: https://books.google.dz/books?id، تاريخ الاطلاع: 27-09-2023 (10:37).
- ✓ المشتقات المالية- عقود الخيارات، جامعة المنارة، https://manara.edu.sy تاريخ الاطلاع: 2023/07/24، (16:02).
- ✓ نجلاء بنت محمد البقمي، **مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة**، متاح على: https://books.google.dz، تاريخ الاطلاع: 27-09-2023 (11:00).
- ✓ يوسف بن عبد الله الشبيلي، **زكاة الصناديق والمحافظ والصكوك الاستثمارية**، متاح على : https://www.noor-book.com

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- ✓ Lamborska Maya , Marchev Angel , **Investment Portfolio Evaluation by the Fuzzy Approach**, Journal of Competitiveness, issue,2011.
- ✓ Global Derivatives markets, study deutsche Group, 2007.
- ✓ Steven E.Bolten, Robert L Conn, **Essentials of managerial finance :Principles and practice**, Hardcover- January 1, 1981.
- ✓ James Tobin, **Liquidity Preference Behavior Towards Risk**, Review of Economic Studies, vol 25, 1958 .
- ✓ Richard Dobbins and other, **Portfolio Theory and Investisment Management**, 2nd Edition, 1996.
- ✓ LMacdonald, Robert, **Derivatives Markets**, 2nd edition, Addision Wesley, 2006.