وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة الدكتور مولاي الطاهر بسعيدة
كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم المالية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية و التسيير و علوم تجارية
الشعبة: علوم مالية و محاسبية
التخصص: مالية

بعنوان:

المشتقات المالية ودورها في تغطية المخاطر المالية

من إعداد الطالبين:
- رزقاني ايمن عبد الجبار
- هلال عبد المجيد

تحت إشراف الأستاذ: -
بن حاسين بن اعمر

أعضاء لجنة المناقشة

أ.تاج عبد الكريم	رئيسا
أ. بن حاسين بن اعمر	مشرفا
أ. لحول عبد القادر	ممتحنا

السنة الجامعية: 2026/2025


بسم الله الرحمن الرحيم
١٤٣٨

الشكر و التقدير

قال تعالى : « أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه»

نحمد الله عز وجل الذي ألهمنا الصبر و الثبات و أمدنا بالقوة و العزم على مواصلة مشوارنا الدراسي وتوفيقه لنا على انجاز هذا العمل فنحمدك اللهم و نشكرك على نعمتك و فضلك و نسألك البر و التقوى و من العمل ما ترضى وسلام على حبيبه وخليله الأمين عليه أزكى الصلاة والسلام.

كما نتقدم بجزيل الشكر للأستاذ المشرف الدكتور **بن حاسين بن اعمر** اسأل الله أن يجزيه عنا كل خير، كما نتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة مذكرتنا وعلى ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصحيحات.

وكل من مد لنا يد العون لإنجاز هذا العمل نسأل الله عز وجل أن يحفظهم جميعا

الاهداء

أحمد الله عز وجل الذي ألهمني الصبر و الثبات و مدناي بالقوة و العزم على مواصلة مشوارنا الدراسي وتوفيقه لي

إلى صاحب السيرة العطرة والفكر المستنير فلقد كان له الفضل الأول في بلوغي التعليم العالي (والدي الحبيب) أطال الله في عمره .

إلى من وضعتني على طريق الحياة وجعلتني ربط الجأش وراعتني حتى صرت كبيراً التي غمرتني بدعواتها عقب كل صلاة إلى التي ينحني القلم لذكرها

" أمي الغالية " أطال الله في عمرها.

إلى إخوتي، من كان لهم بالغ الأثر في كثير من العقبات والصعاب إلى جميع أساتذتي الكرام، ممن لم يتوانوا في مد يد العون لي.

هلال عبد المجيد، زرقاني ايمن عبد الجبار

الملخص

المشتقات المالية تعد من الابتكارات الحديثة الأكثر أهمية في الأسواق المالية حيث سجلت نموا متسارعا جراء الدور الكبير الذي تقوم به في إدارة والتغطية من المخاطر المالية. ويمكن استخدام هذه الأدوات بشكل كبير من قبل المؤسسات المالية والمستثمرين للتغطية من المخاطر المالية المتعلقة بتقلبات أسعار صرف العملات النقدية وأسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية. كما تساهم أيضاً بتوفير التحوط و الاستقرار مالي وتحسين كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال الحد من حالة عدم اليقين التي يتعرض لها المشاركون في الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية : المشتقات المالية، إدارة المخاطر المالية، التحوط، الأسواق المالية،الأصول المالية ،

Research Summary:

Financial derivatives are among the most important modern innovations in financial markets, having experienced rapid growth due to their significant role in managing and hedging financial risks. These instruments are widely used by financial institutions and investors to hedge against financial risks related to fluctuations in exchange rates, interest rates, and asset prices. They also contribute to financial stability and improve the efficiency of investment decisions by reducing the uncertainty faced by participants in financial markets.

Keywords: Financial Derivatives, Financial Risk Management, Hedging, Financial Markets, Financial Assets.

فهرس المحتويات

العناوين	صفحة
الشكر و التقدير	ب
الاهداء	ج
الملخص	و
قائمة المحتويات	ز
قائمة الجداول	ك
قائمة الأشكال	ل
مقدمة	م

الفصل الأول: الاستثمارات و المحافظ المالية	
تمهيد	**1**
المبحث الأول : ماهية الإستثمار	**2**
المطلب الأول: تعريف الإستثمار	**2**
المطلب الثاني: انواع و أشكال الاستثمار	**5**
المطلب الثالث: مزايا الاستثمار المالي أدواته	**9**
المبحث الثاني:المحافظ المالية	**25**
المطلب الأول : مفهوم المحفظة المالية	**25**
المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية	**25**
المطلب الثالث: خصائص المحافظ المالية	**26**
المبحث الثالث: العوائد و المخاطرة في الاستثمار	**33**
المطلب الأول: مفهوم العائد الاستثمار	**33**
المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار	**36**
المطلب الثالث: العلاقة بين العائد و المخاطر	**40**
المطلب الرابع: نموذج تسعير الأصول المالية CAPM	**42**
الفصل الثاني :السوق المالي و مشتقاته	
المبحث الاول: ماهية الأسواق المالية	**57**

المطلب الأول : مفهوم السوق المالي	57
المطلب الثاني : أنواع السوق المالي	58
المطلب الثالث :أهمية السوق المالي	62
المبحث الثاني :ماهية المشتقات المالية	64
المطلب الأول :مفهوم المشتقات المالية ونشأتها وتطورها.	65
المطلب الثاني : خصائص المشتقات المالية	70
المطلب الثالث : أنواع المشتقات المالية	73
المبحث الثالث : أسواق المشتقات المالية	91
المطلب الأول : الأسواق المنظمة للمشتقات المالية (Exchange-Traded Derivatives Markets)	91
المطلب الثاني : : الأسواق غير المنظمة (Over-the-Counter Markets)	93
المطلب الثالث : المزايا والعيوب الاقتصادية لأسواق المشتقات المالية	95
الفصل الثالث : إدارة المشتقات المالية لتغطية المخاطر المالية	
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للمخاطر المالية ومخاطر السوق	100
المطلب الأول: ماهية المخاطر المالية	100
المطلب الثاني: المخاطر التي تؤثر على قيمة الاستثمار	101
المطلب الثالث: مخاطر السوق	102
المبحث الثاني: تسيير خطر معدل الفائدة باستخدام المشتقات المالية	104
المطلب الأول: التغطية التحوطية باستعمال عقود المبادلات لأسعار الفائدة	107

(Interest Rate Swaps - IRS)	
المطلب الثاني: التغطية باستعمال اتفاقيات سعر الفائدة الآجل (Forward Rate Agreements - FRA)	110
المطلب الثالث: التغطية باستعمال عقود خيارات أسعار الفائدة (Interest Rate Options)	113
المبحث الثالث: تسيير مخاطر الصرف	118
المطلب الاول: تسيير خطر الصرف باستعمال أسواق العقود الأجلة على الصرف	118
المطلب الثاني: تسيير خطر الصرف باستعمال عقود المبدلات على العملات	124
المطلب الثالث: تسيير خطر الصرف باستعمال أسواق عقود الاختيار	128
خلاصة	146
الخاتمة	149
المراجع	

فهرس الجداول

الرقم	العناوين	صفحة
1-1	**الحالات المتوقعة لحركة معدل الفائدة وأثرها على تكلفة الفائدة الدورية (بدون تحوط)**	105
2-1	جدول التسوية النهائية وحساب التكلفة الفعلية للتمويل بعد التحوط باستخدام عقد المبادلة.(Swap)	110
3-1	مقارنة المخرجات المالية والوفر المحقق بين وضعية الانكشاف وأدوات التحوط الثلاث	116
1-2	المؤشرات والمعطيات المالية لصفقة الاستيراد والتحوط	122

فهرس الاشكال

الرقم	العناوين	صفحة
1-1	تخفيض المخاطر عن طريق التنويع	32
(1-2)	مكونات المخاطر الكلية وعلاقتها بتنويع المحفظة الاستثمارية	41
(1-3)	خط سوق رأس المال Capital Market Line (CML)	49
(1-4)	خط سوق الأوراق المالية Stock Market (SML) Line	50
1-5	هوامش الربح و الخسارة لمشتري حق اختيار الشراء	142
1-6	هوامش الربح و الخسارة لمشتري حق اختيار البيع	146

المقدمة :

لقد شهدت العشرية الأخيرة من القرن الماضي والسنوات الأولى من الألفية الثالثة العديد من التغيرات العالمية، والتحولات السريعة والعميقة، التي أثرت بشكل مباشر على التوجهات المستقبلية للاقتصاد العالمي؛ فقد تحول العالم إلى قرية كونية صغيرة بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، وهو ما أدى إلى بروز مفهوم "العولمة المادية والمالية" الذي أثار جدلاً كبيراً في الأوساط الاقتصادية والأكاديمية ، وقد واكب هذه العولمة نمو متسارع للاقتصاد الرقمي، وتنامي حدة التنافس الدولي على استقطاب رؤوس الأموال، مما دفع **الأسواق المالية** نحو التحرر من القيود وإزالة العوائق التنظيمية والتشريعية ونتيجة لهذا التدويل، أصبحت الأسواق المالية تلعب دوراً كوسيط مالي حيوي تتدفق من خلاله الأصول استجابةً للاختلافات في معدلات الفائدة وأسعار الصرف عبر العالم.

إلا أن هذا الانفتاح غير المسبوق حمل في طياته حزمة من السلبيات والمخاطر الهيكلية؛ حيث تزايدت حدة التقلبات الفجائية في حركة الاستثمارات الأجنبية، وظهور الأزمات المالية العاصفة والمفاجئة .في ظل هذه الظروف، أصبحت المخاطر المالية بمثابة التحدي الأكبر الذي يهدد استقرار الكيانات الاقتصادية والمصرفية، متخذةً أشكالاً متعددة كمخاطر السوق (تقلبات أسعار الفائدة والعملات)، المخاطر الائتمانية، ومخاطر السيولة.

هذا الواقع دفع مختصي الاقتصاد والمالية إلى البحث الحثيث عن أدوات مبتكرة تملك قدرة عالية على السيطرة على هذه المخاطر وتفكيكها؛ وهو ما تجسد بشكل فني في ابتكار وتطوير ما يسمى بـ المشتقات المالية كأدوات وقائية استراتيجية تهدف إلى التحوط والتغطية والمراجعة .

إن دراسة أثر هذه المشتقات يكتسي أهمية بالغة وراهنة في المؤسسات المالية ، نظراً للمساعي الحثيثة لعصرنة وتحديث القطاع المصرفي وجعله قادراً على مواجهة التقلبات الدولية الشرسة. وانطلاقاً من هذا السياق المتشابك بين الجانب النظري للمشتقات والواقع الميداني، تتبلور الإشكالية الجوهرية والرئيسية لهذا البحث في التساؤل المحوري التالي:

" كيف يمكن للمشتقات المالية أن تساهم في إدارة وتغطية المخاطر المالية "؟

وللإحاطة بكافة أبعاد هذه الإشكالية، يتفرع عنها الأسئلة الجزئية والفرعية التالية التي حددتها معالم الدراسة:

1. **ما المقصود بالمشتقات المالية وما أنواعها؟**
2. **ما هي أهم المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية؟**
3. **ما هي الآليات والتقنيات التي تعتمد عليها عقود المشتقات (الآجلة، المستقبلية، الخيارات،) في تغطية المخاطر؟**

فرضيات الدراسة:

بناءً على الأسئلة المطروحة، وسعياً لتوجيه مسار البحث بأسلوب علمي دقيق، تم صياغة **الفرضية العامة** للدراسة على النحو التالي:

"تساهم المشتقات المالية بشكل فعال في تقليل المخاطر المالية، إلا أن ضعف تطوير الأسواق المالية يحد من استخدامها واعتمادها الاستراتيجي".

إن الاعتماد الفني على أدوات معينة مثل العقود الآجلة وعقود الخيارات يساهم بشكل مباشر في استقرار التدفقات المالية للمؤسسات المالية والمصرفية.

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة الى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

1- تحديد ماهية المشتقات المالية وأهم أنواعها واستخداماتها.
2- الإحاطة بادارة المخاطر المالية .
3- التعرف على الآليات والتقنيات التي تعتمد عليها عقود المشتقات (الآجلة، المستقبلية، الخيارات،)

منهج الدراسة

للإجابة على إشكالية البحث ،ولمعالجة هذا الموضوع فقد اعتمدنا على المناهج التالية :

المنهج التاريخي :وتمت الاستعانة به لتتبع نشأة وتطور المشتقات المالية و الاسواق المالية.

- **المنهج الوصفي :**وهو المنهج الأساسي في الشق النظري للدراسة، حيث استخدم لوصف الإطار المفاهيمي للمشتقات المالية بأنواعها (عقود آجلة، مستقبلية، خيارات، ومبادلات)
- **منهج تحليلي:** وتم اعتماده في الشق الميداني للبحث من أجل إسقاط الطروحات النظرية للمقياس على واقع المؤسسات المالية وذلك لتشخيص العوائق الحقيقية واستكشاف آليات تفعيل هذه الأدوات فيها.

أسباب اختيار الموضوع

يعود اختيارنا لبحث أثر المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية وتحديات تطبيقها في المؤسسات المالية و مجموعة من الدوافع والمبررات الموضوعية والذاتية:

- **الدوافع الموضوعية:**

1. الأهمية البالغة والراهنة لموضوع التقلبات المالية العالمية، وحاجة المؤسسات المؤسسات المالية لتبني أدوات حديثة وتكنولوجيات تعاقدية متطورة تضمن استقرار تدفقاتها المالية.
2. الرغبة في إثراء المكتبة الجامعية الجزائرية وتوفير مادة علمية متخصصة باللغة العربية، نظراً لافتقار ومحدودية الكتابات والمراجع العربية المحيطة بهذا الجانب الفني والتطبيقي الدقيق مقارنة بالزخم المتاح في الكتب الأجنبية.

- **الدوافع الذاتية:**

1. الميول الفكري والشخصي نحو التعمق في مقياس المشتقات المالية والأسواق المالية، ومحاولة فهم الآليات الهندسية المعقدة التي تحكم تقلبات الأسعار والتسعير العادل للأصول وتحويل المخاطر.
2. محاولة تقديم إسهام علمي متواضع يطرح حلولاً وتوصيات عملية يمكن أن تستفيد منها البنوك والمؤسسات المالية في مسار عصرنتها وتحديث وسائل تحوطها الاستراتيجي.

صعوبات البحث:

- **ندرة المراجع المتخصصة باللغة العربية :**واجهنا شحاً كبيراً في الكتب والمذكرات العربية المحدّثة التي تتناول التقنيات الفنية المعقدة للمشتقات.
- **طبيعة البيئة البنكية الجزائرية المحافظة :**اصطدم الجانب التطبيقي للدراسة بعوائق ميدانية تتعلق بنقص المعطيات الرقمية وغياب سوق مالي نشط ومنظم للمشتقات في الجزائر.

الدراسات السابقة:

1- دراسة برودي نعيمة، 2005، "الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية :" تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على ماهية الأسواق المشتقة وآليات عمل أدوات الهندسة المالية المتمثلة في العقود الآجلة، المستقبلية، الخيارات، والمبادلات، وتبيان الدوافع الحقيقية للمتعاملين فيها، مع التركيز على كيفية تفعيل هذه الأدوات لتغطية مخاطر أسعار الفائدة ومعدلات الصرف. حيث اعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي التحليلي لتأصيل المفاهيم، بالإضافة إلى المنهج التاريخي لتتبع نشأة البورصات المشتقة. وفي الأخير خلصت هذه

الدراسة إلى أن المشتقات المالية تُعد من أكثر الوسائل ديناميكية وكفاءة في عزل وتحويل المخاطر المالية عن الأصول المادية محل العقد، وأن غياب وبطء تطوير سوق مالي كفوء ومنظم في الجزائر يشكل العائق الأساسي والهيكلي الذي يحرم المنظومة المصرفية والبنكية المحلية من استغلال هذه الأدوات المبتكرة للتحوط من الصدمات الخارجية وتأمين تدفقاتها.

2- دراسة بن علي وليد، 2018، "واقع وآفاق استخدام المشتقات المالية للتحوط من مخاطر الصرف في البنوك التجارية الجزائرية :"تهدف هذه الدراسة إلى تشخيص واقع إدارة مخاطر الصرف داخل البنوك التجارية العاملة في الجزائر، وتحديد مدى إمكانية إدراج العقود الآجلة وعقود خيارات العملة كبديل عصري للأساليب التقليدية المستعملة محلياً. حيث اعتمد الباحث على منهج دراسة الحالة من خلال مسح ميداني واستقصائي لعينة من البنوك المصرفية الجزائرية لمعالجة جوانب الموضوع واختبار الفرضيات. وفي الأخير خلصت هذه الدراسة إلى أن البنوك الجزائرية لا تزال تعتمد على تقنيات تحوط تقليدية كالتغطية المتبادلة والاتفاقيات الثنائية الجامدة، وذلك بسبب النقص الحاد في الوعي الفني والخبرة والتكوين لدى الكوادر المصرفية، بالإضافة إلى جمود المنظومة التشريعية لبنك الجزائر وغياب بورصة نشطة للمشتقات، مما يعيق اعتمادها كأدوات تحوط ديناميكية.

3- -دراسة بوجلال محمد، 2021، "دور الهندسة المالية في إدارة مخاطر أسعار الفائدة بالمنظومة المصرفية: دراسة مقارنة :"تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور أدوات الهندسة المالية وعلى رأسها عقود المبادلات (Swaps) وخيارات أسعار الفائدة في حماية الهوامش الربحية للبنوك والمؤسسات المالية، وتأمينها في مواجهة التقلبات العشوائية لأسعار الفائدة في الأسواق الدولية. حيث اعتمد الباحث على المنهج المقارن والوصفي لتشريح الآليات الفنية للتسعير والتحوط. وفي الأخير خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين حوكمة استخدام مشتقات الفائدة والاستقرار المالي الكلي للبنوك، حيث تساهم بفعالية في كبح تذبذب الأرباح الدورية وتأمين المحافظ الاستثمارية، بشرط توفر أدوات قياس دقيقة وتطبيق الصرامة المحاسبية وفق المعايير الدولية للتقرير المالي لا سيما المعيار.(IFRS 9)

4- دراسة العتيبي ماجد، 2022، "أثر استخدام أدوات المشتقات المالية في تحسين الأداء المالي وتقليل المخاطر بالقطاع المصرفي العربي :"تهدف هذه الدراسة إلى قياس الأثر الكمي والتطبيقي لاستخدام العقود المستقبلية والخيارات على مؤشرات الربحية (معدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على الملكية (ROE ومؤشرات المخاطر في عينة من

البنوك التجارية العربية. حيث اعتمد الباحث على المنهج التحليلي الاستقرائي باستخدام البيانات المالية التاريخية الصادرة عن القوائم المالية للبنوك محل الدراسة. وفي الأخير خلصت هذه الدراسة إلى أن الاستخدام الصحيح والمنضبط للمشتقات المالية بغرض التحوط والتغطية يؤدي إلى تقليل جوهري في مستويات المخاطر المالية ويحمي التدفقات النقدية، في حين أن التوسع في استخدامها بغرض المضاربة لرفع الرافعة المالية يفرز نتائج عكسية خطيرة تؤدي إلى تآكل رأس المال واختلال الاستقرار المصرفي.

خطة البحث:

لقد قمنا بتقسيم خطة الدراسة الى ثلاثة فصول اثنان نضريان و واحد تطبيقي وهي كالتالي :

***الفصل الأول(الاستثمارات و المحافظ المالية) :**يستعرض هذا الفصل الأدبيات النظرية للاستثمار المالي من منظور محاسبي، اقتصادي، ومالي. كما يتناول بالدراسة والتحليل مختلف أدواته المتداولة في السوق النقدية وسوق رأس المال، مع التركيز على خصائص وأنواع الأسهم والسندات.

***الفصل الثاني (السوق المالي و مشتقاته) :**يستعرض هدا الفصل ماهية الأسواق المالية وأهميتها، مبرزاً الفروق الوظيفية بين سوق النقد وسوق رأس المال. كما يتتبع المفهوم الشامل للمشتقات المالية وجذورها التاريخية ونماذج تسعيرها، مع تشريح خصائصها البنيوية كالرافعة المالية والاشتقاق، وصولاً إلى دراسة أولى أنواعها المتمثلة في العقود الآجلة والمستقبلية.

***الفصل الثالث (إدارة المشتقات المالية لتغطية المخاطر المالية) :** يبدأ هذا الفصل بضبط الإطار المفاهيمي للمخاطر المالية ومخاطر السوق، لينتقل بعدها إلى تقديم دراسة تطبيقية وحسابية لكيفية تسيير مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف باستخدام أدوات المشتقات المالية؛ حيث يستعرض حالات رقمية توضح دور عقود المبادلات، والاتفاقيات الآجلة، وعقود الخيارات في حماية الاستثمارات وتثبيت التكاليف ضد تقلبات السوق.

الفصل الأول

الاستثمارات و المحافظ المالية

تمهيد:

يشهد الفكر المالي المعاصر تحولات متسارعة فرضتها عولمة الأسواق وتعاظم دور التدفقات النقدية، وفي قلب هذه التحولات يبرز الاستثمار المالي كقاطرة أساسية للنمو الاقتصادي، والشريان النابض الذي يغذي الأسواق عبر تحويل الأموال المدخرة من فئات الفائض المالي إلى فئات العجز الاستثماري. ولم يعد الاستثمار مجرد سلوك عشوائي يهدف إلى توظيف الأموال بشكل تقليدي، بل تحول إلى منظومة علمية تستند إلى أسس وقواعد استراتيجية، تسعى بالدرجة الأولى إلى الموازنة الدقيقة بين تعظيم العوائد والحد من وطأة المخاطر والتقلبات.

إن الولوج إلى عالم الأسواق المالية يتطلب تقصياً للمفاهيم الأساسية التي تؤطر العملية الاستثمارية، وتحديداً من خلال ضبط الماهية الدقيقة للاستثمار المالي والتمييز بين قنواته وأدواته المختلفة. ومع تعقد الظروف الاقتصادية وتزايد حدة عدم اليقين، أصبح من غير الممكن النظر إلى الأصول المالية بشكل منفرد، مما أدى إلى بروز مفهوم "المحافظ المالية" كآلية فاعلة لتوزيع المخاطر وتشتيتها عبر تنويع الأصول.

وفي هذا السياق، تطور الفكر المالي ليقدم نماذج كمية متقدمة تهدف إلى عقلنة القرارات الاستثمارية وتفسير السلوك السعري للأوراق المالية في السوق، ويأتي على رأس هذه الإسهامات نموذج تسعير الأصول المالية(CAPM) ، الذي أحدث ثورة في كيفية تقييم الأصول وتحديد معدل العائد المطلوب بناءً على حجم المخاطر المنتظمة، مشكلاً بذلك الأداة النظرية الأبرز لربط ثنائية العائد والمخاطرة.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

بما أن الإدخار يؤدي إلى الإستثمار نحاول في هذا المبحث التعرض لأغلب مفاهيم الاستثمار وما هي الجوانب التي يمكن من خلالها تعريفه، وما هي

وانواعه؟، من خلال العناوين التالية:

المطلب الاول : تعريف الإستثمار

لقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب والخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه.

فيقوم " الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للادخار، وذلك أملا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل".[1] وعموما يمكن تعريف الاستثمار على أنه ذلك الجزء المقتطع من الدخل القومي، والمسمى بالادخار والموجه إلى تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة، من وسائل إنتاج ومكائن ومعدات رأسمالية من أجل خلق سلع وخدمات جديدة، وكذا المحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة وتجديدها بهدف تلبية حاجيات المستهلكين. وطالما أن المستثمر مستعد لقبول مبدأ التضحية برغبته الاستهلاكية الحاضرة، يكون مستعدا أيضا لتحمل درجة معينة من المخاطرة.

المفاهيم المختلفة للاستثمار

هناك ثلاثة مفاهيم مختلفة للاستثمار تذكرها كما يلي:

1 - المفهوم المحاسبي للاستثمار :

[1] المحمد مطر: (إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات المسلية)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1999 ص 7.

تتمثل الاستثمارات في تلك الوسائل المادية، والقيم غير المادية، ذات المبالغ الضخمة اشترتها أو أنشأتها المؤسسة لا من أجل بيعها بل استخدامها في نشاطها لمدة طويلة [1].

إذن الاستثمار المحاسبي هو كل سلعة منقولة أو عقار، أو سلعة معنوية (خدمة)، أو مادية متحصل عليها، ومنتجة من طرف المؤسسة. وهو موجه للبقاء مدة طويلة ومستمرة في المؤسسة. وهذا حسب المخطط الوطني الجزائري للمحاسبة (PCN).

وحسب المنظور المحاسبي للاستثمار، هو عبارة عن اكتساب للمؤسسة يسجل في جانب

الأصول من الميزانية ، تسجل تحت الصنف الثاني، وهو يشمل ما يلي:

- الاستثمارات المادية أراضي، مباني، تجهيزات، لوازم، عتاد.... إلخ). - الاستثمارات المعنوية (محلات تجارية براءات العلامات التجارية المصاريف الإعدادية....)

الاستثمارات المالية (سندات قروض، كفالات، ...إلخ).[2]

2- المفهوم الاقتصادي للاستثمار:

التعريف الاقتصاديللاستثمار يتحدد حسب مفهوم المسير، فهذا الأخير يعتبر الإستثمار هو التضحية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول فيالمستقبل على إيرادات أو فوائد خلال فترة زمنية معينة. حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار.

ونستنتج من هذا التعريف، أن الاستثمار يتمحور حول: - مدة حياة الاستثمار

المردودية وفعالية العملية الاستثمارية - الخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار. وعلى هذا الأساس فإن المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبته في الاستهلاك الحاضرة. ويكون مستعدا لتحمل درجة معينة من المخاطرة. وبناءا عليه يكون من حقهأن يتوقع الحصول على عائد مكافأة لمخاطرته في فترة زمنية معينة.

3 - المفهوم المالي للاستثمار :

[1]محمد بوتين: المحامية العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 1991، ص96.

[2]المزيد من الإطلاع النظر المراجع الآلية: قادري الأزهر:

1-مبادئ في المحاسبة العامة (وفق المخطط الوطني للمحاسبة). ديوان المطبوعات الجامعية

الجزائر، 1988، ص2 ص 24

2-محمد بوتين، مرجع سابق، ص 96 - 102.

يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه " كل النفقات التي تولد مداخل جديدة على المدى الطويل والممول يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى، أو ما يسمى بالأصول الدائمة الأصول الثابتة + الديون المتوسطة وطويلة الأجل)[1]. وهذا التعريف يشترك مع التعريف المحاسبي، في أنهما يركزان على عامل الزمن طويل المدى.

بعدما تعرفنا على أهم مفاهيم الاستثمار، من كل الجوانب المالية والاقتصادية والمحاسبية، ، لابأس من الخوض في الإستثمار المالي:

ارتبط الاستثمار المالي تاريخيا بإنشاء شركات المساهمة وتطورها وتوسع نشاطها ونمو عددها، وتعد أوروبا منذ القرن الرابع عشر نقطة الانطلاق لهذا النوع من الاستثمار نظرا لما شهدته من تطور اقتصادي وصناعي وتجاري.

ويقصد بالاستثمارات المالية تلك الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل عدد من الأوراق المالية، تعطى حاملها حق التصرف فيها بالبيع، بهدف الحصول على عائد نتيجة تحمل مستوى معين من المخاطرة. [2]

وعليه فإن الاستثمارات المالية تشكل مجموعة غير متجانسة من البدائل، حيثتعد عملية الاستثمار فيها غاية في الأهمية لضمان التنمية الاقتصادية، والغرض منها الربط بين المدخرات المالية والاستثمار.

وتعرف أيضا الاستثمارات المالية بأنها حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أومعنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها وأدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطرة معينة .[3]

ومن خلال هذا التعريف، تمثل الأدوات المالية أصلا ليس له قيمة بحد ذاتها إذ

قيمتها الاقتصادية تكمن بالجهة المصدرة لهذه الأدوات، كما تتميز الإستثمارات المالية بأسواقها الفعالة وبذلك فهي تمثل مجالا واسعا لعموم المستثمرين.

---

[1] 'Abdellah Boughba: Analyse et évaluation de projets, Berti édition, Paris, 1999, P 7.
*AbdellahBoghaba, op.cit. p 7.

[2] امحمد مطر: مرجع سابق، 1999، ص 79.

[3] ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي: الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة دار المسيرة، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 20

كما تعرف الاستثمارات المالية بأنها مدى استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة أملا في الحصول على عائد معقول، يتمثل غالبا في صورةأرباح إيرانيه هي توزيعات السهم أو كوبون السند.[1]

المطلب الثاني : أشكال وأنواع الاستثمار

بعد تعريفنا لمفهوم الاستثمار من وجهة النظر المحاسبية والاقتصادية والمالية، وبالتفرقة بينه وبين المقامرة والمضاربة، يمكن تحديد مختلف أنواع الاستثمار المختلفة

وهي كما يلي:

- الاستثمار الحقيقي أو المادي.
- الاستثمار المالي.
- استثمار الموارد البشرية والاستثمار الاجتماعي.
- الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير.
- الاستثمار الحقيقي أو المادي

إن الاستثمار الحقيقي " يشمل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، أي زيادة طاقته الإنتاجية، كشراء آلات ومعدات ومصانع جديدة ويعتبر الاستثمار حقيقيا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي، كالعقار والسلع. في حين لهذه الاستثمارات علاقة بالطبيعة والبيئة، ولها كيان

مادي ملموس، ويترتب عنها منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المجتمع. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الاستثمار المستقرأ، والاستثمار المستقل أوالمباشر .[2]

فالاستثمار المستقرأ، ينجم عن زيادة الطلب على منتوج معين، مما يدفع بالمؤسسة إلى الزيادة في الإنتاج، وتشمل هذه الحالة تحديث مشاريع المؤسسة، تهدف إلى زيادة قدرتها التنافسية عن طريق تدنية تكاليف الإنتاج وتحسين النوعية. أما الاستثمار المباشر أو المستقل، يحدث نتيجة لقرار إداري، له علاقة بالسياسة العامة للمؤسسة الإنتاجية، فالتغيير في نوع المنتوج ، أو طرح منتوج جديد، أو خلقشركة جديدة .

وتنقسم أنواع الاستثمار الحقيقي أو المادي إلى ما يلي:

[1]محمد مطر: مرجع سابق، 1999، ص 29.

[2]جاسم عبد الله (مدخل في تقييم المشروعات الجدوى الاقتصادية والفنية وتأييم جدوى الأداء)، دار ومكتبة

الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1999، ص 13.

1-1- الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت: وهو يمثل كل إضافة إلى الأصول المؤدية إلى توسيع الطاقات الإنتاجية في المجتمع، أو المحافظة عليها وصيانتها وتجديدها. وهذه الأصول هي دائمة الاستعمال، أو ما تسمى " الأصول المعمرة تحددها الاعتبارات الفنية، وتكون صالحة الاستعمال خلال فترة زمنية معينة، يهدف خلق سبيل متدفق من السلع والخدمات.

وفي نهاية هذه الفترة، فإن هذه الأصول تهتلك، بمعنى تفقد صلاحيتها للاستعمال، وتقوم المؤسسات على تخصيص جزء من الأرباح المحصلة، لتعويض ما اهتلك خلال العمليات الإنتاجية عند انتهاء العمر الإنتاجي للأصول، وذلك بشراء أصول جديدة لتعويض الأصول القديمة المستهلكة.

2-1- الاستثمار في المخزون:

إن التوسع في المخزون السلعي، يعمل على تسهيل العمليات الإنتاجية واستمرارها دون تعطل بحيث تكون مستلزمات الإنتاج معدة للتشغيل دون توقف. فالتغير في المخزون السلعي، إنما ينعكس أساسا في التغير في الاستثمار من سنة إلى

أخرى.

وأن المخزون السلعي يتكون من سلع تامة الصنع، وسلع نصف مصنعة، ومواد أولوية تعد ضرورية لمختلف العمليات الإنتاجية لدى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية في المجتمع، لأن هذه السلع المنتجة ليست كلها استهلاكية، بل تشمل أيضا سلع وسيطة وسلع استثمارية، وعليه فإن التغيير في المخزون أي الإضافة إلى الرصيد الكمي للمخزون يعتبر شكلا من أشكال الاستثمار .[1]

2- الاستثمار المالي:

يتجسد هذا النوع من الاستثمار، من خلال استخدام الفائض من أرباح آية منشأة في شراء الأسهم والسندات الأمر الذي يقوي من مركز تلك المنشأة، وقد ينعكس

في تحسين إنتاجيتها.

فالاستثمارات المالية هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد والمؤسسات؛ ويمكن التعبير عن هذه الحقوق بوثائق أو مستندات، تسمى بالأصول المالية، وهذه الأخيرة تبرهن لصاحبها الحق في مطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها وعوائدها. وبالتالي فإن الأصل المالي يرتب لحاملة الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة

[1]"Thierry Ananou ;Investissement et capital; SEUIL Edition, 1997, P :60

مصدرة الورقة المالية . في حين يترتب على الاستثمار الأصول المالية قيمة مضافة، ومثال ذلك عند إصدار شركة صناعية أسهما إضافيةلتمويل عملية توسع في الشركة.

فهذه العملية تحمل في طياتها استثمارا حقيقيا أو اقتصاديا، لأن الأموال والمبالغ التي ستحصل عليها الشركات، عند إصدار السندات أو الأسهم، ستستخدمها في شراء أصول حقيقية جديدةكالآلات والمعدات. وهذه الأصول يترتب عنها خلق منافع جديدة، متمثلة في شكل سلع أو خدمات .[1]

وما يمكن ملاحظته في هذا المضمار، أن المدلول الاقتصادي للأسهم المصدرة، سينتهي في السوق الأولية . أي بعد الانتهاء من عملية الإصدار. أما العمليات التي تطرأ على تداول الأسهم المصدرة في السوق الثانوي فيما بعد، فسيدخل تحت باب الاستثمار المالي.[2]

3- استثمار المواد البشرية والاستثمار الاجتماعي:

1-3- **الرأسمال البشري**، يظهر كنفقات عند استعماله، كعامل من عوامل الإنتاج، والتي تمثل مجموع الكفاءات الإنتاجية الفردية المتعلقة بصحة الفرد، والكفاءة الفيزيولوجية، وخبرته في العمل، وتكوينه وتدريبه المهني في الميدان.

وعليه فإن توظيف فرد معين ذو كفاءات عالية في مشروع استثماري معين،

يعتبر ضربا من الاستثمار. نظرا لما يؤديه من خدمات ومهام اتجاه مؤسسته، وهذا ما

يؤدي إلى الإضافة في أرباحها وإنتاجيتها. [3]

وهذه المداخيل التي تترتب عن توظيف هذا الشخص في هذه المؤسسة، تكبر بكثير تكاليفه عليها. في حين تكاليف التكوين والرسكلة الخاصة بالعمال، بهدف رفع كفاءاتهم الإنتاجية يعتبر نوع من الاستثمار في المجال البشري.

1-3- الاستثمار الاجتماعي : يقصد به إذا كان آثار الاستثمار لا يؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية بتاتا مثل بناء التجهيزات العسكرية والأمنية أو تؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية،

---

[1] عقيل جاسم عبد الها مرجع سابق، ص 14 لمزيد من الاطلاع حول الأسواق المالية الأولية و الثانوية راجع المصدر :

[2]- مروان علون الأسواق النقدية والمالية البورصة في عالم النقد والمال، الجزء الأول ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993 ، من15-26

[3] Thierry Anance, Open, P11

ولكن بطريقة غير مباشرة، كمؤسسات التكوين والتعليم، فإن هذا الاستثمار استثمار غير إنتاجي .[1]

يسمى وهذا الاستثمار الذي يؤثر بصفة غير مباشرة على قدرة المجتمع، على خلق الإنتاج، مثل تكوين وتدريب العمال وتحسين مستواهم المعيشي، نظرا لما يترتب عن

ذلك من رفع إنتاجيتهم. ولذلك يغلب على الاستثمار الاجتماعي، الطابع الكيفي والنوعي، على الطابع المادي، مثل إنشاء الملاعب والنوادي الرياضية والترفيهية والثقافية والسياحية .... إلخ. فتقاس المردودية في هذا النوع من الاستثمار بمدى التحسن والتطور الذي يحصل في طبيعة العلاقات الاجتماعية بين أفراد المؤسسة.[2]

ويندرج في إطار الاستثمار الاستراتيجي أو الاجتماعي، جملة من المشاريع الحكومية، كمشاريع مراكز الأمن والصحة العمومية، وشق الطرقات، أي المشاريع

ذات الطابع الاجتماعي.

- الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير

1-4- الاستثمار التجاري:

تعتبر المبالغ المنفقة في مجال الدعاية والاستثمار في المنشآت التجارية، بهدف الأعمال التجارية وتصريف السلع استثمارات قائمة بذاتها. فالمردود المتوقع من وراء مصاريف الدعاية والإعلان يختلف عن المردود المتوقع من الاستثمارات المختلفة

الأخرى. [3]

2-4- الاستثمار في البحث والتطوير

يكتسي هذا النوع من الاستثمار أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات والمشاريع الضخمة ، لما له من أهمية في استعمال الآلات والتجهيزات المتطورة تقنيا. وهذا ما

يسمح للمشروع بمضاعفة الإنتاج والإنتاجية، وتحسين جودة المنتوج، وتدنية تكاليفه. لأن المؤسسة تكون دائما في وضع منافسة أمام عدة منشآت أخرى، وبالتالي

[1]محمد بلقاسم حسن بهلول الاستثمار والشكالية التوازن الجهوي المؤسسة الوطنية للاتصال والنشر، 1990، ص 64

[2]عقول جاسم عبد الله، مرجع سابق، ص 15.

[3]-Pierre André Dufugeur, AmmeGazeengel: introduction à la finance d'entreprise, Dunod d'enterprise bardas, Paris, 1980. p 106

عندما تستثمر في مجال البحوث العلمية، وتطوير المنتجات يعطي للمؤسسة وضعا جد حسن في السوق المحلي والأسواق العالمية.

المطلب الثالث : مزايا الاستثمار المالي أدواته

1- أولا: مزايا الاستثمار المالي:

يتضمن الاستثمار المالي أو الاستثمار في الأوراق المالية جملة من المزايا تتمثل في:

- للأوراق المالية أسواق على درجة حالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى، فبجانب السوق الأولية لها توجد سوق ثانوية، كما قد توجد أحيانا سوقا ثالثة وسوق رابعة.

وبجانب الأسواق المالية المحلية توجد أسواق مالية دولية توفر للأوراق المالية مرونة أكبر في : تداولها، فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمر فيها.

* تكون تكاليف المتاجرة بالأوراق عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر، فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، إضافة إلى هذا أن الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال في الأصول الحقيقية.

- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم أو سندات مؤسسة معينة غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا ما يسهل من عملية تقييمها، ويسهل كذلك من عملية احتساب معدل العائد المتحقق من كل ورقة.

- لا يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة، كتلك الواجب توافرها في مجالات الاستثمار الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط أن يكون ذا دراية في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية مهما كانت إمكانياته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة وسيجد في هذه السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة. [1]

[1] سالم مطر، مبادئ الاستثمار الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، 1990، من 40.

ثانيا: مجالات الاستثمار المالي

1 - الاستثمارات المالية المتداولة في السوق النقدية:

تتمثل في الاستثمارات المالية القصيرة الأجل، أي التي لا تتجاوز فترة الاستثمار فيها عن السنة، حيث تتميز بدرجة سيولة مالية تضمن للمستثمر فيها عائدا

منخفضا بسبب انخفاض درجة المخاطرة فيها.

ومن أبرز أدوات الاستثمار القابلة للتداول في السوق النقدية ما يلي:

1-1- شهادات الإيداع:

أصدر هذا النوع من الشهادات من قبل Citibank of new York" وذلك سنة 1961، حيث يتم شراءها من قبل البنوك التجارية بقيمة تفوق 100 ألف دولار أمريكي، وهي شهادات غير شخصية ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك إلا في تاريخ الاستحقاق المحدد لها كما يمكن تداولها من قبل حاملها في الأسواق الثانوية، وطالما أن هذا النوع من الشهادات تصدره البنوك، فإن معدل الفائدة عليهاوتاريخ الاستحقاق يحددان بواسطته دون تدخل من المستثمرين وبالنسبة لتاريخ

الاستحقاق فإنه غالبا ما يكون في حدود ستة أشهر أو أقل من سنة.

1-2- قرض الدولار الأمريكي:

اهتمت معظم البنوك المركزية في العالم في أن تحتفظ بجزء من احتياطاتها على شكل دولار أمريكي لدعم عملياتها المحلية من جهة، ولاستخدامه في تسوية الالتزامات الدولة باتجاه العالم، ويعتبر اصطلاح الدولار الأوروبي euro dollar عن الدولارات الأمريكية التي في حوزة البنوك التجارية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، مما يساعد في أن تقبل الودائع وأيضا في منح القروض والائتمانات بالدولار الأمريكي.

1-3- اتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء إحدى الأدوات التي يلجأ إليها تجار الأوراق المالية في المساعدة في تمويل جزء من مخزون هذه الأوراق، حيث يلجأ التاجر إلى أحد سماسرة الأوراق المالية المتخصصين بهذا النوع من الاستثمارات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن استثمار الأموال الفائضة لديه، ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر بصفة مؤقتة أوراقا مالية تتسم بقدر كبير من السيولة، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق

المالية من ذلك المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له بها هذه الأوراق على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر وبعد أن تتم هذه العملية تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، مما يعنىعودة مبالغ الاستثمار.

1-4- أوامر السحب:

يجمع هذا النوع من الأوعية الادخارية الإبداعية بين صفات الودائع الجارية وودائع التوفير حيث يكون للمستثمر في هذا النوع الحق في تحرير أمر سحب قابل

للتداول، كما يضمن له فائدة التي تسحب على رصيد تلك الوديعة.

1-5- الكمبيالة المصرفية:

عندما يضع البنك نفسه وسيطا بين المقترض والمستثمر ويقبل مسؤولية دفع القرض، فإنه يصرف كمبيالات مصرفية كأوراق استثمارية يكتتب بها، حيث يجنب المستثمر من مخاطر العجز وذلك لأن المستثمر يستطيع استرجاع قيمتها من المقترض الأصلي، وإذا لم يتمكن من ذلك يمكنه الرجوع على البنك الذي قبل أن يكون وسيطا

متعهدا بين المستثمر والمقترض.

1-6 الأوراق التجارية:

تتمثل الأوراق التجارية في نوع الأصول الاستثمارية تصدرها مؤسسات الأعمال الكبيرة والتي تتمتع بالثقة والأمان، وتتميز الأوراق التجارية بالسمات الموالية: . تكون مضمونة بأصل من أصول المؤسسة.

. التزام البنك بالسداد يجعل مخاطر تلك الأوراق محدودا.

.يتم نشر دليل من قبل المؤسسات المتخصصة مثل "Poor's&Standards خاص

بأسماء المؤسسات التي تصدر مثل هذه الأوراق. ، أصبح لهذه الأوراق سوقا ثانية نشطة أنشأتها بعض بيوت السمسرة والبنوك

التجارية، وهذا بفضل المزايا التي تقدمها.

1-7- أذونات الخزينة:

وهي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة أو ما يمثلها لتمويل العجز في موازنة الدولة حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي قصير الأجل، وهي سندات

لحاملها.

وقد أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الاستخدام في غالبية الدول حتى

المتقدمة منها، ويعتبر الاقتصادي الأمريكي باجيهوت "Bagchot" أول من اقترح فكرة استخدام أذونات الخزينة، وذلك عام 1887 لتمويل الحكومة الأمريكية في ذلك الوقت. وتعتبر أذونات الخزينة خالية المخاطر بسب تعهد الدولة الكامل بتسديد قيمتها، ونتيجة لخلوها للمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار، فإن أسعار الفائدة عليها تكون منخفضة، كما تعتبر من الاستثمارات ذات السيولة العالية. [1]

رابعاً: الاستثمارات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

فيما يلي، سيتم توضيح مختلف أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال

المتمثلة في:

- الأسهم السندات : - المشتقات المالية.

1-2- الأسهم:

تشكل الأسهم أحد أصناف الأوراق المالية الهامة في سوق رأس المال، باعتبارها أداة مهمة في زيادة رأسمال المؤسسات، وأداة لرفع قدرة التمويلية وزيادةاستثماراتها .[2]

وتأخذ الأسهم عدة أشكال، يهدف كل شكل منها إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال وتعبئة المدخرات، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية. وسيتم دراسة الأسهم من

خلال المحاور الموالية:

- تعريف الأسهم وخصائصها؛

---

[1] إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، 2000، ص ص 37 – 40 .

[2] - عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، 2000 ، ص ص 38 – 40 . الحمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2000، ص ص: 42 - 44 -

- تصنيفات الأسهم ومزاياها.

1-1-2- تعريف الأسهم وخصائصها:

قبل تبيان خصائص الأسهم ينبغي ذكر أهم التعاريف التي وردت بشأنها.

أ- تعريف الأسهم: لقد وردت عدة تعاريف بشأن الأسهم، حيث نكتفي بذكر البعض منها وفقا لما يلي: حيث عرف السهم بأنه: صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم .[1]

ويعرف البعض الأسهم بأنها عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأسمال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في المؤسسة التي يساهم في رأسمالها، والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية .[2]

كما يعرف البعض الآخر بأن الأسهم عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تشهد بمساهمة صاحبها في رأسمال الشركة ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ولحملتها الحق في امتيازات متعددة، منها الحصول على دخل سنوي متغير يمثل نصيبه في ربح الشركة، حق نقل ملكيتها، حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم جديدة عند زيادة رأسمال الشركة، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء أو الإفلاس".
وهناك من يعرف الأسهم على أنها " ورقة مالية متفاوض عليها، تدل على جزء من رأسمال الشركة وهي ذات دخل يتغير حسب توزيعات أرباح الشركة، وتعتبر من الأوراق ذات المخاطرة .[3]

- خاصية السيولة، حيث تعتبر من الخصائص المهمة للأسهم، وذلك بأنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الأوراق المالية الأخرى.

---

[1]طارق عبد المال حماد خليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية، القاهرة، 2000 ، ص: 19.

[2]تمصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993، ص: 169.

[3]المعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر دار النشر الأطلس، 1993، ص: 21

- قابلية السهم للتداول، إذ يمكن لحملة الأسهم التنازل عنها بسرعة، الأمر الذي يعطي مرونة عالية وحركية كبيرة لسوق الأوراق المالية. [1]

- تساوي قيم الأسهم، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الآخر، مما يعني أن الأسهم تتساوى في الحقوق وفي الالتزامات.

- تعتبر الأسهم أداة غير تضخمية باعتبار أن التضخم نادرا ما يؤثر على النتائج المالية للمؤسسات بسبب قدرتها على زيادة الأسعار بما يتناسب ومعدلات التضخم في

السوق.

- عدم قابلية السهم للتجزئة، حيث يجوز الاشتراك في السهم الواحد من طرف شخصين أو أكثر، ولكن لا يمكن تجزئته بينهم إلا عن طريق البيع، وتجزئة قيمته لانتم إلا في بعض الحالات الاستثنائية التي تلجأ فيها الشركة المصدرة عنوة عند ارتفاع قيمته أكثر من قيم الأسهم الأخرى المتداولة، وهذا من أجل تحقيق التوازن في السوق. مسؤولية صاحب السهم بمقدار حصته وعدم تقادم حصته وحقه، فالمساهم في شركة الأموال تتحدد مسؤوليته في حدود ما يملكه من أسهم، كما أن حقه لا يضيع بسبب عدمالاستعمال.

2-1-2- تصنيفات الأسهم ومزاياها:

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع، سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الامتيازات التي تمنحها بعض أنواع من الأسهم.

وعليه، يمكن توضيح أهم أنواع الأسهم المتمثلة فيما يلي: الأسهم العادية - الأسهم الممتازة:- الأسهم الخاصة.

2-1-2-1- الأسهم العادية:

فيما يلي، سيتم التعريف بالأسهم العادية والمزايا التي تحققها للمستثمر والمؤسسة

المصدرة لها.

[1]'D. Martina, Op.cit., PP: 172-174,

أ- تعريف الأسهم العادية: الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي

أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي. وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها، كما تتمتع جميعالأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات.

ويتضح مما سبق، بأن الأسهم العادية تتميز بالخصائص الآتية:

- أنها قابلة للتداول.

- تصدرها شركات المساهمة.

- تمثل جزء من رأسمال شركة مساهمة.

- تمنح الأسهم العادية حقوقا متساوية لأصحابها.[1]

ب حمزايا الاستثمار في الأسهم العادية:

تحقق عملية الاستثمار في الأسهم العادية عدة مزايا بالنسبة للمؤسسة المصدرة إضافة إلى تحقيقيها لمزايا بالنسبة للمستثمر، وفيما يلي يتم توضيح ذلك:

ب -1- مزايا الاستثمار في الأسهم العادية بالنسبة للمؤسسة المصدرة: تتمثل مزايا الأسهم العادية للمؤسسة المصدرة فيما يلي:

2-2-1-2- الأسهم الممتازة:

فيما يلي سيتم توضيح الأسهم الممتازة ومزايا الاستثمار فيها.

أ- تعريف الأسهم الممتازة: تعرف الأسهم الممتازة بأنها: وثائق تثبت لأصحابها حق ملكية جزء من رأسمال شركة المساهمة المصدرة لها، على أن يكون لكل سهم ممتاز كما للسهم العادي قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية، وهذه الأخيرة التي تمثل قيمة السهم الممتاز

[1] المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري الجزائري، السائر سنة 1975.

الحقيقية، حيث يعطى لمالك السهم الممتاز حقوقا أكثر من تلك الممنوحة لأصحاب الأسهم العادية، ومن ذلك الأولوية في حصولهم على الأرباح كما لهم الحق عند تصفية المؤسسة المصدرة في أن يحصلوا على القيمة الاسمية للأسهم قبل أصحاب الأسهمالعادية .[1]

ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية، وإن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية نظرا لتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي، والتي منها ما يلي:

- إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى.

الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية.

- حق الأولوية عند تصفية الشركة. وقد يتم إصدار الأسهم الممتازة بصورها المتنوعة لتحقيق أهداف معينة مثل إغراء الجمهور على الاكتتاب في الأسهم أو تأمين الأغلبية للوطنيين في الجمعيات العامة للشركات التي بها مساهمون أجانب، غير أن عدم تقييد إصدار مثل هذا النوع من السندات قد يؤدي إلى تحكم أقلية المساهمين في أغلبيتهم، وبالتالي شل الدور الرقابي الذي يمارسه المساهمون في الجمعيات العامة على إدارة الشركة .[2]

ب مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة:

هناك عدة مزايا تتحقق نتيجة استخدام الأسهم الممتازة، سواء بالنسبة للمؤسسة المصدرة أو بالنسبة للمستثمر، وفيما يلي يتم توضيح هذه المزايا:

ب -1- مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة بالنسبة للمؤسسة المصدرة: يمكن ذكر أهم مزايا التمويل بالأسهم الممتازة فيما يلي:

- لا تلتزم المؤسسة بدفع فوائد ثابتة لحاملي الأسهم الممتازة، على عكس ما هو حاصل

في السندات.

[1]محمد عثمان إسماعيل: أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاستثمار، مطبعة جامعة القاهرة 1993ء ص 154

[2]لمحمد فريد العربي: الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية الإسكندرية، 2002، ص 273.

- تستطيع المؤسسة التي ترغب في التوسع نتيجة ارتفاع قدراتها الإرادية أن تحصل على مكاسب أكثر ارتفاعا للملاك الرئيسيين من خلال بيع أسهم ممتازة بعائد محدود بدلا من بيع أسهم عادية. تسمح الأسهم الممتازة للمؤسسة بتجنب مشاركين جدد في الرقابة على الشركة وإدارتها، من خلال عدم امتياز الأسهم الممتازة بحق التصويت. طالما أن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فإنها تكون أكثر مرونة

مقارنة بالسندات.

- تعتبر الأسهم الممتازة مصدرا دائما للتمويل، بحيث لا يتطلب إعادة تسديد قيمتها في

تاريخ معين.

- تمكن الأسهم الممتازة من الحصول على أرباح إضافية للمؤسسة، خاصة عندما يتجاوز معدل الأرباح الفعلي الذي تحققه المؤسسة المعدل الأقصى للأرباح المقررة لحملة الأسهم الممتازة. إن استخدام الأسهم الممتازة كمصدر من مصادر التمويل، يجعل المؤسسة في مأمن من حالة الإفلاس في حالات العسر المالي، باعتبار أن المؤسسة غير ملزمة بتوزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة في آجال محددة، حيث يمكنها تأجيل ذلك إلى

فترات زمنية لاحقة يكون فيها الوضع المالي أفضل.

ب-2- مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمر :

من بين أهم مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمر ما يلي: - توفر له دخل معقول بشكل ثابت وأن حامل السهم الممتاز له أولوية في المطالبة بأصول المؤسسة عند تصفيتها بالمقارنة مع حامل السهم العادي.

يخضع عائد هذا النوع من الأسهم لتخفيضات جبائية معتبرة.

- يتحمل حامل هذا النوع من الأسهم مخاطرة أقل مقارنة بالأسهم العادية. - تمكن الأسهم الممتازة حامليها من الاستفادة من مزايا الأسهم العادية والسندات. هذا وقد ظهرت أنواع كثيرة من الأسهم الممتازة، فمنها من يعطي حقالتصويت ومنها من يعطي حقوقا أخرى.

3-2-1-2- الأسهم الخاصة:

إضافة إلى الأسهم العادية والأسهم الممتازة، توجد أنواع أخرى من الأسهم لها

خصوصيات محدودة.

وفيما يلي سيتم تعريف الأسهم الخاصة وتبيان مختلف أنواعها.

أ- تعريف الأسهم الخاصة:

وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة يهدف الحصول على التمويل

اللازم وسد النقص الملاحظ في رأسمالها.

وإصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة، كما أن قواعد تداولها

تختلف نوعا ما عن الأسهم العادية والممتازة.

ب أنواع الأسهم الخاصة: من أهم أنواع الأسهم الخاصة ما يلي:

ب-1 - سندات المساهمة:

وهي سندات تصدر من قبل شركات المساهمة الخاصة والمؤسسات العمومية

ذات الطابع الاقتصادي وحتى المؤسسات المالية، تستعمل لأغراض مختلفة، مثل تمويل الصادرات والواردات وتختلف هذه السندات من بلد لآخر، فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية يحصل حاملها على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في تاريخ

الاستحقاق، أما في فرنسا فيحصل حاملها على عائد ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.[1]

أما المشرع الجزائري فقد عرف سندات المساهمة بأنها: سندات دين قابلة للتداول تتكون أجرتها من جز ثابت يتضمنه العقد، وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند، ولا تكون قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد انتهاء أجل لا يمكن أنيقل عن خمسة سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار 2.0وما يلاحظ على سندات المساهمة أنها تحمل صفات السندات في الجزء الثابت من العائد كما تحمل صفات الأسهم في الجزء المتغير من العائد الذي تحدده نتائج الشركة.

ب-2- سندات الاستحقاق:

---

[1]المحفوظ جبار، الأوراق المالية ، الجزء الثاني، دار هومة الجزائر، 2002، ص: 82 . المرسوم التشريعي رقم 0893 المتمم والمحل للأمر المتضمن قانون التجارة الصادر بتاريخ 25/04/1993.

وهي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بكامله، حيث تكون الجمعية العامة للمساهمين مؤهلة وحدها لتقرير إصدار سندات الاستحقاق وتحديد شروطها أو السماح بذلك.

ويستفيد حاملو سندات الاستحقاق بجملة من الحقوق منها ما يلي:

- إمكانية تكوين جمعية تسمى بجمعية حاملي سندات الاستحقاق للدفاع عن مصالحهم.

- حضور الجمعية العامة للمساهمين بصفة استشارية.

- إدراج مشاريع لوائح في جدول أعمال الجمعية العامة والتي تخضع لتصويت هذهالأخيرة.

حق المشاركة في الجمعية العامة أو تعيين وكيل يمثله. - حق الإطلاع على الوثائق التي تقدم للجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق والإطلاععلى المحاضر.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن للشركة المصدرة لسندات الاستحقاق أن تفرض التسديد المسبق لهذه السندات إلا في حالة وجود شرط صريح في عقد الإصدار، كما يشترط على الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات أن تكون لها ضمانات خاصة لفائدة أصحاب سندات الاستحقاق والتي يترتب عنها القيام بإشهار قبل كل اكتتاب.[1]

ب -3- السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم: وهي أوراق تمكن حاملها من حق الاكتتاب في الشركة وتسليمه قسيمة من تلك القسيمات التابعة لسنداته، تؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفيفترة زمنية محدودة مسبقا.

ويمكن فصل تلك القسيمات عن السندات وبيعها في البورصة، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى، إضافة إلى احتفاظ حامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم بحقه كحامل للسندات المعنية.2 وعلى هذا الأساس، فإنه يمكن لحامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم أن يصبح من المساهمين العاديين في المستقبل، حيث تنص المادة 715 مكرر 127 وما بعدها على أنه: تمنح قسيمات الاكتتاب حق اكتتاب أسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة وفقا للشروط والآجال المحددة في عقد الإصدار، وتحدد الجمعية العامة كيفية حساب سعر ممارسة حق الاكتتاب وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتسبها أصحاب القسيمات كما أن سعر ممارسة الحق في الاكتتاب يجب أن يكون

[1]النفس المرجع من سنة 46 - 47 - المحفوظ جبار، مرجع سابق، 2002 ، ص: 84.

مساويا على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتبة بناء على تقديم القسيمات ويجوز التنازل عن قسيمات الاكتتاب أو التداول فيها بصفة مستقلة عن سندات الاستحقاق"[1]1

ب-4- شهادات الاستثمار:

تمثل شهادات الاستثمار، التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية الأسهم الشركة المصدرة حقوقا مالية وهي قابلة للتداول، وتصدرها شركات المساهمة بمناسبة زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة.

ويستفيد حاملي شهادات الاستثمار بجملة من الحقوق منها:

- حق اكتتاب تفضيلي في شهادات الاستثمار الصادرة بما يتناسب وعدد السندات التي يمتلكونها.

حق الإطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين.

الاستفادة بجميع حقوق حملة الأسهم العادية إلا حق التصويت. ومن ثم يمكن القول بأن شهادات الاستثمار هي عبارة عن جزء من السهم، والذي يتمثل جزؤه الآخر في شهادات الحق في التصويت التي يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها، وهي من حقوق حملة الأسهم العادية. ويقوم بإصدار هذه الشهادات كل من شركات القطاع العام أو الخاص، بهدف توفير مصادر تمويل دون التخلي عن حق السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامي، الذين يتمتعون بحق إدارة ومراقبة الشركة.

ويتم تداول شهادات الاستثمار في البورصة مثل باقي الأوراق المالية، ولا يتم التنازل عن شهادات الحق في التصويت إذا كانت مرفقة بشهادة الاستثمار، حيث أن الجمع بين هاتين الشهادتين يمثل مهما كاملا تطبق عليه القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم

وتسديدها.[2]

2-2 - السندات:

[1]الجريدة الرسمية عند 27 ، الجزائر، 2004 ، ص50-ص52

[2]تمست براق تسير المحافظ ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسير : تخصص مالية ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر،1998، ص: 35

فيما يلي سيتم توضيح مفهوم وخصائص السندات ومزايا الاستثمار فيها:

1-2-2- تعريف السندات وخصائصها:

قبل توضيح خصائص السندات، سيتم التعريف بها.

تعريف السندات:

لقد وردت العديد من التعاريف للسندات، يتم اختيار البعض منها وفقا لما يلي: حيث تعرف السندات على أنها صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام تصدره الشركات أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة داتنا لها، له حق دائنيه في مواجهتها، ولا يعد شريكا فيها".[1]

وتعرف أيضا بأنها صكوك قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة ولها قيمة اسمية واحدة تمثل قرضا طويل الأجل يتم عن طريق الاكتتاب العام .[2]

وهناك من يعرف السندات بأنها صكوك مديونية تدل على دين طويل الأجل خاصة

بشركة أو هيئة حكومية أو هيئة اجتماعية... إلخ، وهي مستحقة في ميعاد استحقاق محدد ويتحصل صاحبها على فوائد دورية، وتعتبر من الأوراق المالية ضعيفة المخاطرة .[3]

كما عرفها البعض على أنها صكوك متفاوض عليها تمثل دين طويل الأجل مصدرة من طرف شركة أو هيئة حكومية، ويعطى بموجبها حق الدائنية لحاملها في مقابلعوائد ذات قيم ثابتة تحتسب وفقا للقيمة الاسمية للسند ومعدل الفائدة الذي يحمله.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن الاستنتاج أن السندات عبارة عن صك مديونية على الجهة التي أصدرته والمتمثلة في الشركة أو الهيئة المرخص لها بذلك عن طريق

[1]المحمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية في الفقه الإسلامي (الأسهم والسكنات) دار النفائس للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 1999 ،

[2]ا علي تقيم الممي، الشركات المساهمة في ظل القانون الوضعي والفقه الإسلامي، مؤسسة مجد للنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى 2003، ص 22

[3]*F. Telon, Op.c. 1997, P15. "D. Martina, Op.cit. 1997, 80.

الاكتتاب العام هذا الصك قابل للتداول، ويحصل حامله على سعر فائدة ثابتة خلال مدة استحقاقه، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه أو قبل هذا الميعاد، وذلك

بحسب ما تم الاتفاق عليه في نشرية الاكتتاب.

خصائص السندات:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيحها فيما يلي:

- يعتبر السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته. - يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء حققت المؤسسة ربحا أو خسارة. - استيفاء قيمة السند عند التاريخ الاستحقاق.

- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله ببيعه للغير.

تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية.

- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمان المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق

الثانوية.

- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة، ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.

- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز اقتطاعها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع لضريبة على أرباح الشركات. [1]

إضافة لما سبق، تتميز السندات أيضا بالخصائص الموالية: - يمكن للسند أن يصدر بالسعر الأكبر من قيمته الاسمية ويسمي الفرق بعلاوة الإصدار، كما يمكن أن يصدر بسعر أقل من قيمته الاسمية ويسمى الفرق بخصم الإصدار، وذلك قصد تشجيع الجمهور على الاكتتاب فيها، كما يمكن للسند أن يكون مخصوم الفائدة مسبقا، حيث يدفع المستثمر حامل السند القيمة الاسمية منقوصا منها الفوائد التي ستترتب على السند طيلة مدة استحقاقه.

[1] الضياء مجيد موسوي مرجع سابق، 1993، ص: 37.

يمكن للسند أن يكون مضمونا بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها، كما يمكن أن يكون مضمونا بضمانات معنوية، وذلك في حالة السندات التي تصدرها الدولة أوأحد هيئاتها . 1

2-2-2- مزايا الاستثمار في السندات:

تتعدد مزايا الاستثمار في السندات سواء بالنسبة للمستثمر أو الجهة المصدرة له،

والتي سيتم توضيحها فيما ما يلي:

مزايا الاستثمار في السندات بالنسبة للمستثمر :

يمكن للمستثمر في السندات أن يستفيد من عدة مزايا منها ما يلي:

1-1- ثبات العائد واستمراره: حيث يمكن لحامل السند أن يحصل على قدر ثابت من الفائدة عند تواريخ استحقاق محددة باعتبار أن كون كبون السند واجب الدفع ولا يرتبط بنتيجة الشركة، على عكس ما هو معروف عند الأسهم التي لا تدفع عنها عوائد إلا عند تحقيق المؤسسة نتيجة إيجابية، كما أن الاكتتاب السندات التي تصدرها الحكوماتوالمؤسسات المالية المختصة يؤدي بالمستثمر فيها إلى تنويع المخاطر الائتمانية.

1-2- استرجاع المبلغ المستثمر في أجال الاستحقاق في غالب الأحيان يصدر السند مضمونا بأصل من أصول الشركة، مما يمكن للمستثمر فيه أن يحصل قيمته عند الاستحقاق أو قبله إذا نصت نشرية الاكتتاب على ذلك، كما أن هناك حرية اختيار مجال أجال الاستحقاق التي قد تتراوح بين سنة واحدةإلى 25 سنة أو أكثر في بعض الحالات[1].

1-3- الإعفاء الضريبي:

توجد بعض السندات، خاصة التي تصدرها الحكومة أو إحدى هيئاتها، التي تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي، وهذا ما نجد الكثير من المستثمرين يحبذون الاستثمارفيها. [2]

1-4- الاستقرار النسبي للقيمة السوقية:

---

[1]نوزاد البيتي، مقدمة في الأسواق المالية ، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية طرابلس، 1998 ، من 58 -

[2]النفس المرجع، من من 67 - 63 -

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى باستقرار قيمتها، مما يجعلها ورقة مالية أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في المخاطرة، كما : ما يسمح التقييم الائتماني للسندات للمستثمر بقياس مستوى المخاطرة.

1-5- توفير السيولة وسهولة التسوية:

يؤدي الاستثمار في السندات إلى توفير درجة عالية من السيولة في الاستثمارات من خلال صناع السوق، كما أن إجراء التسوية يتم بسهولة والتي يمكن أن

تتولاها هيئات مختصة داخل البورصة.

أ- مزايا الاستثمار في السندات بالنسبة للجهة المصدرة:

تستفيد الجهة المصدرة للسندات بعدة مزايا من أهمها ما يلي:

- تعتبر السندات مصدرا للموارد المالية طويلة الأجل، يمكن الحصول عليها بمبالغ

كبيرة بسرعة وبسهولة.

- الحصول على تمويل مباشر دون الحاجة اللجوء إلى القروض المصرفية.

- توفر السندات تشكيلة اختيارات مالية واسعة.

المبحث الثاني :المحافظ المالية

المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية

تعرف المحفظة بأنها تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل العقارات و الذهب أو مالية مثل الأسهم و السندات أو مزيج من النوعين من الأصول، ويقصد بالمفهوم الخاص للمحفظة الاستثمارية تلك المحفظة التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط، كالأسهم والسندات والعملات، فهي تختلف عن المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية باقتصارها على الاستثمار في الأوراق المالية؛ كما تعني المحفظة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية بأنها توليفة أو مجموعة من الأوراق المالية الشركات تكون ذات خصائص مختلفة مثل الصكوك الأسهم السندات المشتقات المالية...الخ) و مثل هذه المجموعة من الأوراق يتشكل منها محفظة الأوراق المالية.[1]

المطلب الثاني :انواع المحافظ المالية:

يختلف نوعالمحفظة المالية باختلاف الاهداف التي تسعى لها فنجد :

أولا: محفظة الدخل income portfolio : ترتكز على الأوراق المالية التي تعطي دخلا (عائدا) سنويا عاليا، سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح بالنسبة لحملة الأسهم, أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات وعادة يفضل المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت تنطوي على عوائد أكبر) وصغار المستثمرين تكوين مثل هذه المحافظ[2].

[1]مؤيد عبد الرحمن الدوري : إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 199-200

[2]أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس، عمان، 2008، ص 12 - أنظر أحمد معجب العتيبي، مرجع سبق ذكره ص 101-102

ثانيا : محفظة النمو growth portfolio : تعتمد هذه المحفظة على الأوراق المالية التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة و زيادتها والمتمثلة أساسا في أسهم الشركات التي تحقق نموا في ايرادتها؛ وبالتالي فمعدلات النمو تكون المعيار الأساسي لإنتقاء أدوات الإستثمار وتقييم أداءالمدراء[1].

ثالثا :المحفظة المختلطة gwowth-incom portfolio: يرتكز هذا النوع من المحافظ على الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو و زيادة أموال المحفظة المالية أسهم الشركات التي تحقق نمو عاليا في ايرادتها).

رابعا :المحفظة المتوازنة balanced profolio : يهدف المستثمر من خلال المحفظة المتوازنة الحصول على توزيعات نقدية من أرباح الأسهم وفوائد السندات، وفي نفس الوقت المحافظة على رأس المال المستثمر، هذا ما يفسر أنها من أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات. هذا يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة لتحقيق التوازن العام للإستثمارات الخاصة في مكوناتها.

المطلب الثالث: خصائص المحفظة المالية

إن الانتقال من الاستثمار في أصل مالي منفرد إلى صياغة توليفة استثمارية متكاملة يفرض على المسير المالي استيعاب الأبعاد الفنية التي تحكم سلوك هذه المجموعة، وهو ما يتبلور بدقة عند دراسة خصائص المحفظة المالية .فالمحفظة ليست مجرد تجميع عشوائي للأسهم والسندات، بل هي كيان مالي ديناميكي يتسم بخصائص بنيوية واقتصادية محددة تميزه عن أصوله المكونة له؛ حيث ترتبط هذه الخصائص بآليات حساب العائد المرجح، وقياس درجة التشتت والمخاطرة الكلية بناءً على معامل الارتباط والتغاير بين الأصول.

[1]محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات الإستثمار في البورصة، دار الحامد، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص.26.

وانطلاقاً من هذا المنظور الأكاديمي، يستوجب علينا في هذا المطلب تسليط الضوء على أبرز الخصائص الفنية والمحددات الجوهرية التي ترتكز عليها المحفظة المالية.

تعرف المحفظة المالية بخاصيتين هما العائد والمخاطرة.

اولا : العائد

العائدReturn : العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلا نظير استثماره الأمواله فالمستثمر يتطلع دائما إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه.

أما العائد المتوقع Expected Return (R) هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع". وفي حالة عدم التأكد يصعب تحديد عائد الاستثمار المتوقع بسهولة، ولذلك فإن المستثمر يسعى لتقدير العائد حيث أن ذلك يساعده في تقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد. ولكن إذا كان المستثمر يعمل في ظل التأكد التام، فإنه من الممكن له أن يحدد بدقة تامة العائد المتوقع الحصول عليه من الاستثمار. في ظل عدم التأكد يصبح من المستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، غير أنه يستطيع أن يضع إطاراً للتوزيع الإحتمالي لهذا العائد، أي يستطيع تقدير عدد الإحتمالات الممكنة، ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظله.[1]

قياس العائد:

1. قياس عائد أصل مالي (سهم) : يمكن قياس معدل عائد السهم باستخدام المعادلة التالية:

R: معدل عائد السهم .

P: سعر السهم ز بالتاريخ : .

[1] - حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الزهران للنشر والتوزيع، الأردن، 1999 ص 115.

D : ريح السهم الموزع بالتاريخ 1-

$$R1 = Peri - Pe + Dee\ Pt$$

قياس العائد المتوقع لأصل مالي يمكن قياس العائد المتوقع للأصل المالي من خلال ضرب كل عائد محتمل للأصل المالي في احتمال حدوثه ثم تجمع فيكون الجواب هو العائد المتوقع.

$$E(R) = \Sigma R.R1$$

حيث : R: معدل العائد المتوقع من حيازة الأصل في الزمن (1) والمرتبط بحالة الطبيعة .. : عدد حالات الطبيعة احتمال تحقق حالة الطبيعة لحالة الاقتصاد مزدهر، متوسط، كاست،

الإحتمال:

العائد المتوقع العائد المتوقع العائد المتوقع

للسهم 1 % للسهم 2 % للسهم 3 %

أما عدم التأكد فيرتبط بتلك المواقف التي لا يتوفر فيها المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير توزيع الاحتمالات".

تتكون المخاطر المرتبطة باستثمار معين من عنصرين هما المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة: ا المخاطر المنتظمة : وهي مخاطر لا يمكن التخلص منها بالتنويع، وتتأثر بها عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأت المصدرة لتلك الأوراق وبالتالي يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بتنويع مكونات المحفظة، وبالطبع لا يتوقع أن يكون لتلك المخاطر تأثير متماثل على عوائدكافة الأوراق المالية.

- وللمخاطر المنتظمة عدة خصائص هي:
- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشك عام.[1]
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

[1]- محمد صالح المناري، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2000، ص 230.

- ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية (مثل الإضرابات العامة، الكسادوالتضخم، ارتفاع الفائدة، الحروب، الاعتيالات)
- تكون درجة المخاطرة مرتفعة في عدة حالات منها:

- الشركات التي تنتج سلعا غير أساسية (السكك الحديدية السلع الكيماوية)
- الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية (شركات الطيران)
- شركات تنتج سلعا تتعرض لسرعة التقادم (الإلكترونية)[1].

وتشتمل المخاطر المنتظمة ما يلي:

1. مخاطر تغير معدل الفائدة intereste rate: اذا ارتفع معدل الفائدة على السندات سيتوجا جزء من رأس المال المستثمر في الأوراق المالية الأخرى الى سفنات مما يقلل الطلب على الأسهم، وهذا بدوره يجعل أسعار الأسهم مكنية الى حد ما وهذه هي المخاطرة التي تتحدث عنها. وتبرز كذلك هذه المخاطر عندما يضطر المستثمر لبيع السندات التي يملكها لحاجته إلى النقد الجاهز فإذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أعلى من أسعار الفائدة التي تحملهاسنداته فإنه سيضطر لبيع سنداته بأقل من قيمتها الاسمية والعكس صحيح[2].

2. مخاطر التضخم inflation rate: إذا ارتفع معدل التضخم ستنخفض القوة الشرائية للعملة ، وينعكس سلبا على السندات حيث ان المستثمر سيقوم بتصفية استثماراته في السندات وتوجيهها الى أوراق مالية أكثر ربحية، وذلك من أجل تغطية نسبة ارتفاع معدل التضخم لذلك سيتجه قسما كبيرا نحو الاستثمار في الأسهم، وبالتالي سترتفع قيمتها السوقية[3].

3. مخاطر السوق Market risk يتأثر السوق بعوامل مختلفة تؤثر على سلوك المستثمر حيث ينقل هذا السلوك الى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير ويتأثر السوق في ذلك مما يدفع السوق الى حالات الحركة ارتفاعا أو ركود في حجم التداول حيث تكون الأسعار مرتفعة في حالة ارتفاع حجم التداول وتكون منخفضة في حالة الركود في حجم التداول والكساد، وهذه مخاطرة تؤدي إلى عدم استقرار عوائد المستثمر. كما تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية

[1] غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، من 80

[2] - مير ابراهيم هندي، مرجع سيل قاره، ص 228-229

[3] زياد رمضان، مرجع سبق ذكره ، ص 334

في السوق مثل الولاء الأسهم معينة، أو حالات الذعر المالي في السوق، والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار.

ب المخاطر غير المنتظمة : وهي المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع في الأصول المكونة للمحفظة، وتتفتح بسبب ظروف تمر بها المؤسسة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، وتختلف من منشأة الأخرى ومن أمثلة تلك المخاطر[1]:

- ✓ حدوث إضراب عمال في الشركة
- ✓ الأخطاء الإدارية
- ✓ ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة؛ . الحملات الإعلانية من المنافسين.
- ✓ تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة هذه الشركة؛ . ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.

وتشتمل المخاطر غير المنتظمة ما يلي[2]:

4.المخاطر الصناعية: ويقصد بها تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناتجة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة، مثل عدم توفر المواد الخام لصناعة معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلتوقف أو الحد من الطلب على المنتجات القديمة.

مخاطر سوء الإدارة: إن الأخطاء الإدارة أثارا سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد يؤثر على أرباحالشركة.

المخاطر المختلطة: يقصد بالمخاطر المخططة المخاطر التي تجمع بين مظاهر وأسس المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، والتي تشمل مخاطر الرفع المالي والتشغيلي.

قياس المخاطرة (الكلية): يمكن قياس المخاطرة بطريقتين : قياس المخاطرة في حالة المعلومات التاريخية هنا تتعلق المخاطرة بتشتت العوائد أي عدم تجانسها، وكلما زادت

[1] زياد رمضان، مرجع سبق ذكره ، ص 334

[2] زياد رمضان، مرجع سبق ذكره ، ص 334

درجة التشتت زادت المخاطرة. أي: العائد الفعلي أقل من العائد المتوقع . وتستخدم في هذه الحالة الانحراف المعياري (SD) Standard Deviation) كمقياس التشتت في حالة تساويالمتوسطات الحسابية لعوائد الأصول المالية المراد الإختيار بينها.

قياس المخاطرة في حالة المعلومات المستقبلية: يعتبر قياس المخاطر هنا أكثر أهمية لأنه يساعد المستثمرين والمدراء الماليين في تقييم مشاريعهم المستقبلية . حيث يتم تقدير احتمال حدوث القيم المتوقعة للمشاريع الاستثمارية بناء على تجربة سابقة أو بناء على حدس واجتهاد متخذ القرار. ويمكن احتسابها من خلال الانحراف المعياري (ومربعه التباين) كما يلي:

$$A=[Ry - ER)2$$

ويفضل استخدام معامل الاختلاف (Coemclent of variation) في قياس الخطر حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، كما أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في الإستثمارات الفردية في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمار تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة[1].

4-1- التنويع كأسلوب التقليل من المخاطر

هناك أسلوبان للتنويع هما التنويع الساذج البسيط) وتنويع ماركوفيتش:

أولا التنويع الساذج يقوم أسلوب التنويع الساذج على فكرة أساسية مفادها، أنه كلما زاد تنويع الأوراق المالية داخل المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي تتعرض لها المحفظة. إلا أن المغالاة فيالقويع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من ايفانز EVANS وأرشر "Archer" حيثتوصلا إلى إلى الآثار التالية :

- ✓ صعوبة إدارة المحفظة المالية
- ✓ تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن إستثمارات جديدة لضمها إلى المحفظة.
- ✓ إتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، نتيجة لتزايد عدد إصدارات الأوراق المالية؛

---

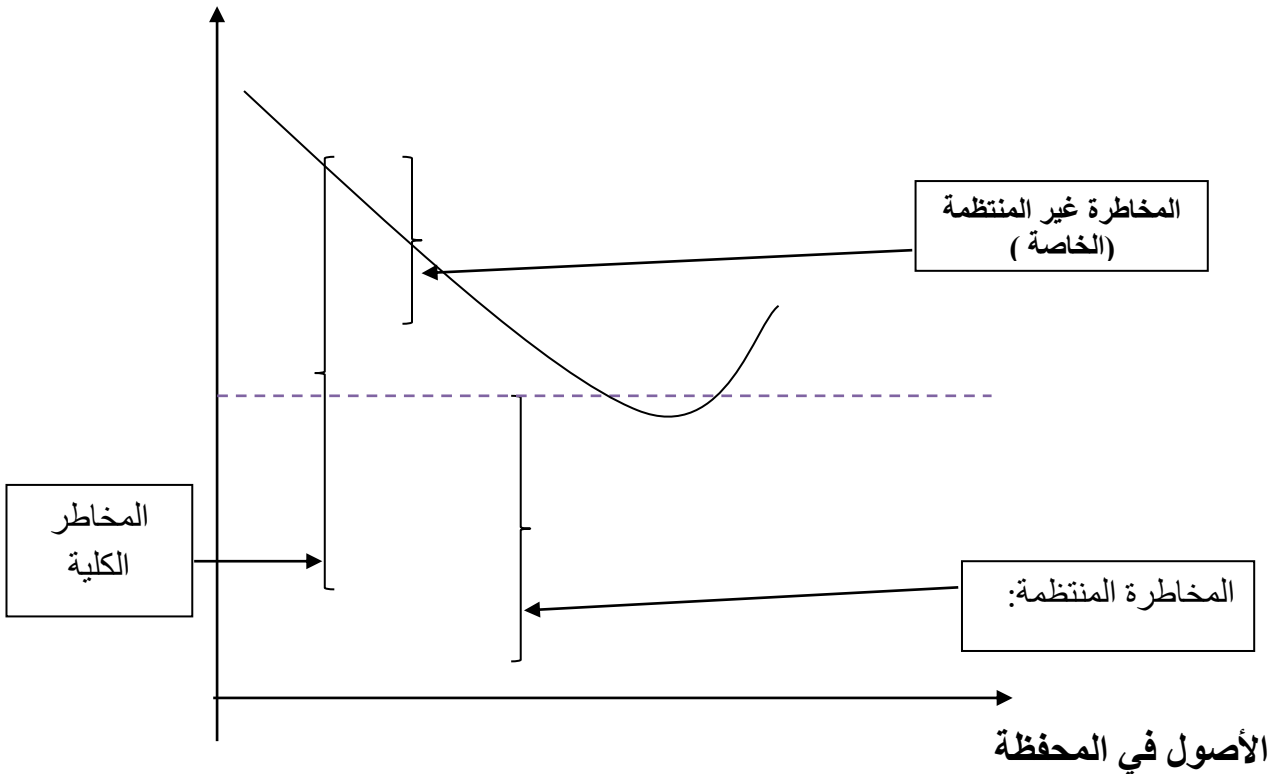
[1]- أنظر : فايز سليم الحداد ، الاثارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، سال، 2009، ص 132 .

✓ ارتفاع متوسط تكاليف شراء الإستثمارات،

نتيجة لارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة لأن زيادة التقويع يعني شراء كميات قليلة من كل إصدار.

تنويع ماركوفيتش يعتبر معامل الارتباط كأساس في عملية التنويع، حيث بين ماركوفيتش أن العلاقة العكسية بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة تؤدي إلى تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن من خلال اختيار أوراق مالية يكون معامل الارتباط بينها .سالب. إن تخفيض المخاطر عن طريق التقويع يؤدي إلى تكوين محفظة مالية ذات مخاطرة أقل و هو ما يمكن تمثيله في الشكل الموالي :

الشكل 1-1 تخفيض المخاطر عن طريق التنويع



source: Dominique POINCELOT, GESTION DE PORTEFEUILLE, Cours ct Applications, http://docplayer.fr/6358244-Gcation-de-parcfeuille-cours-ct-applicatiana.html

المبحث الثالث : العوائد و المخاطرة في الاستثمار

المطلب الأول : مفهوم العائد الاستثمار

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي توافق عوائده مخاطره هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضا المقصود بالمبادلة بين العوائد والمخاطر، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

1-2: العائد على الاستثمار

يتوقف تحقيق العائد على الاستثمار في الأوراق المالية على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية فكلما كانت السوق كفؤة ارتفعت نسبة إمكانية تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار بالأوراق المالية باعتبار أن أسعار الأوراق المالية المدرجة في سوق ما مساوية لقيمتها العادلة وهي القيمة المحسوبة والمتوقعة بناء على المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين في السوق، وتتحقق كفاءة السوق إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي وسعره الحقيقي.

ويعرف العائد على الاستثمار بأنه المبلغ الذي يحصل عليه صاحب رأس المال مقابل تخليه عن الاستمتاع بماله للغير ولفترة زمنية معينة، أو يمكن تعريفه على أنه: ثمن تحمل عنصر المخاطرة أو عدم التأكد"، وكلما كان طموح المستثمر بالحصول على عائد أكبر كانت درجة المخاطرة أكبر فالعلاقة طردية، وهناك علاقة أيضا بين طول فترة الاستثمار ودرجة المخاطرة، أي كلما زادت الفترة لاسترجاع رأس المال المستثمر زادت درجة المخاطرة، والمخاطرة تظهر نتيجة لظروف عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقيق أم عدم تحقيق العائد المتوقع.[1]

[1] امحمد عبده مصطفى تقييم المؤسسات والأوراق المالية الأمراض التعامل في البورصة الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص20-21

وهناك عدة مفاهيم للعائد من الاستثمار يمكن توضيحها على النحو التالي:

2-2: العائد المتوقع من الاستثمار

يقاس العائد المتوقع اتجاه أو ميل العوائد على الاستثمار، وهذا لا يعني بأن تلك العوائد هي العوائد الممكنة فقط، وإنما هي أفضل خلاصة لقياس ما نتوقعه

. ويعرف العائد المتوقع على أنه: " قيمة الوسط للتوزيعات الاحتمالية للعوائد من الاستثمار أو هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع.

ويتم حساب العائد المتوقع للاستثمار من خلال ضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه ثم تجمع الإجابات فيكون الجواب هو العائد المتوقع.

ويتم التوصل إليه إذا كان الاستثمار قائما من خلال المتوسط الحسابي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي حصلت في الماضي، أما إذا كان الاستثمار جديدا فإنه سوف يتم احتساب العائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة باحتمال حصولها على أرض الواقع في المستقبل.[1]

ويتأثر هذا المعدل بـ . الشراء الهامشي أو الشراء الحدي" الذي يتم عن طريق التمويل الجزئي العملية الشراء، لذلك فإن استخدام مثل هذا الائتمان من قبل المستثمر سوف يؤدي إلى تعظيم أثر التغير في سعر الورقة المالية التي تم تمويلها باستخدام الهامش على معدل العائد على الاستثمار أعلى من الرفع المالي (أي التمويل عن طريق الاقتراض).

2-3: معدل العائد المطلوب

هو العائد الذي يطلبه المستثمر يأمل في تحقيقه حتى يقبل على شراء الورقة المالية، ويتكون هذا العائد من جزأين على الوجه التالي :[2]

العائد المطلوب =العائد الخالي من المخاطرة + بدل المخاطرة.

العائد الخالي من المخاطرة: هو معدل الفائدة الذي يفترض اكتسابه بالاستثمار في الأدوات

[1] عدنان عليه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط 2 2008،

[2] نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره،ص158-159.

المالية (أدوات الدين) التي لا تكتنفها مخاطر الإعسار والتخلف عن السداد. هذا يعني أن استرداد الأصل (أصل الدين) والحصول على أقساط الفائدة في هذا النوع من الأدوات أمران شبه مؤكدين، إلا أن ثمة أنواعاً أخرى من المخاطر المرتبطة بالأداة المالية تجعلها لا تخلو تماماً من عنصر المخاطرة، ومن أمثلة ذلك المخاطرة السوقية ومخاطرة السيولة ومخاطرة سعر الصرف ولغايات عملية يستخدم معدل الفائدة على أذونات الخزينة كمعدل تقريبي المعدل الخالي من المخاطرة.

2- بدل المخاطرة: هو عبارة عن المقدار الذي يطلبه المستثمر ثمنا للمخاطرة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا أو ذاك الاستثمار، وبصيغة أخرى هو عبارة عن العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة مقابل التضحية في الاستهلاك الحالي.[1]

ويستخدم معدل العائد المطلوب لاتخاذ قرار القبول أو الرفض النهائي بخصوص الاستثمار الأفضل من وجهة نظر المستثمر

وجدير بالذكر أنه إذا تساوى العائد المطلوب مع العائد المتوقع يكون السوق متوازنا، إلا أن هذا نادرا ما يحدث لجميع الأوراق المالية في وقت واحد، حيث له في أية لحظة يكون هناك عدم توازن البعض الأوراق المالية مما يغري بعض المستثمرين بالتعامل، حيث أنه لو كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب فإن ذلك يدعو للشراء، وبالعكس إذا العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب فإن ذلك يدعو للبيع

2-4: معدل العائد المحقق

يمثل هذا المعدل مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر الذي يقوم بشراء الورقة المالية بسعر معين ثم يقوم بالاحتفاظ بتلك الورقة لفترة معينة يقوم بعدها ببيع الورقة في سوق الأوراق المالية، وفي تلك الحالة تتمثل العوائد التي يحصل عليها فيما يلي:

- المبالغ المالية التي يحصل عليها المستثمر من الجهة المصدرة على شكل فوائد أو عوائد؛

- مقدار التغير الذي طرأ على سعر الورقة المالية خلال فترة الاستثمار؛

ويتم احتساب ذلك المقدار عن طريق طرح سعر شراء السهم من سعر بيعه

2-5: معدل العائد على الاستثمار في المحافظ الدولية.[1]

[1] امحمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، من 59.

يتم قياس معدل العائد على الاستثمار في المحافظ الدولية بأساليب أكثر تعقيدا من تلك المتبعة في قياس معدل العائد على الاستثمار المحقق من المحافظ المحلية، وذلك لأن قياس معدل العائد على المحافظ الدولية يتطلب أن يأخذ بعين الاعتبار عنصران أساسيان يمكن إهمالهما في قياس معدل العائد على الاستثمار في المحافظ المحلية وهما: أسعار صرف العملات الأجنبية ومعدلات التضخم في البلدان الأجنبية المستثمر فيها.

المطلب الثاني : مخاطر الاستثمار

لقد بدأ يستحوذ مفهوم المخاطر على اهتمامات المستثمرين في الآونة الأخيرة وذلك على إثر تطور المحافظ الاستثمارية، وقد اكتسبت المخاطرة أهميتها في المفهوم المالي حينما أصبحت جزءا من عملية اتخاذ القرارات المالية. وقد أصبح الخطر يمثل الشغل الشاغل للمسيرين، سواء تعلق الأمر بالمجال التجاري أو المالي أو الاجتماعي أو الإنتاجي، فإنه يتعين إدراج الخطر في كل قرار مهما كانت طبيعته أو مجاله أو مداه أو مستواه يعتزم السير اتخاذه.

ونظرا للأهمية البالغة للخطر في اتخاذ القرارات داخل المؤسسة، فقد أصبح لزاما على المؤسسات أن تدرجه ضمن إدارته وتكون له إدارة خاصة مهمتها متابعة الأخطار وتحديدها وتحديد مسبباتها، وكذلك التعامل معها. ويمكن تصنيف المخاطر التي تحدق بالمؤسسة من عدة زوايا، فمن حيث نشأتها يمكن تقسيمها إلى أخطار المضاربة والأخطار الاقتصادية، كما يمكن تقسيمها من حيث نتائج تحققها ومن حيث مصادرها.

1-3: تصنيف المخاطر حسب نشأتها

نميز بين:

1- **أخطار المضاربة:** هي تلك المخاطر التي يحدثها الإنسان بنفسه، أملا في تحقيق مكاسب مالية، وتشمل الأخطار التي تترتب على الأعمال التجارية والصناعية، وأعمال الخدمات بالإضافة إلى أعمال المقامرة؛

[1]محمد مجد الدين بنكير، محافظ الاستثمار: إدارتها واستراتيجياتها amin تاريخ الزيارة: 12-03-2010،

2- **- الأخطار الاقتصادية الطبيعية (البحتة):** تتمثل في المخاطر التي تحدث نتيجة لظواهر طبيعية لا دخل للإنسان فيها كما أنه لا يمكن تجنب وقوعها ويترتب على هذه المخاطر خسائر مالية مؤكدة كخطر الحريق أو الفيضانات[1].

2-3: تصنيف المخاطر حسب نتيجة التحقق

وفقا لهذا التصنيف ينبغي تحديد النتائج أو الآثار المترتبة على تحقق الخطر، وبالتالي وقوع الضارة المحتملة التي قد تكون نفسية أو مادية، فالأخطار النفسية هي التي يترتب عليها أثر أو ضرر نفسي على الشخص الذي يقع عليه الخطر كما أنها غير قابلة للقياس الكمي، حيث تحكمها محددات أغلبها معنوية. أما الأخطار المادية فهي التي يترتب عليها خسارة مادية تصيب الأشخاص والممتلكات.[2]

3-3: تصنيف المخاطر من حيث العوامل المسببة لها

يمكن تقسيم مصادر المخاطر حسب نوع المخاطر التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة أو المخاطر غير القابلة للتنويع وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع وذلك بالإضافة إلى وجود عوامل شبب النوعين معا.

1- المخاطر المنتظمة أو المخاطر غير القابلة للتنويع: هي ذلك الجزء من المخاطرة لورقة مالية الذي تسببه عناصر المؤسسة ككل، وبالتالي لا يمكن تجنبها من خلال التنويع لأنها تؤثر على جميع المؤسسات دون وجود فاصل زمني وتتسم المخاطر المنتظمة بالخصائص الآتية:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله؛

- تؤثر في جميع المؤسسات العاملة لذلك تصيب كل الاستثمارات؛

- لا يمكن تجنبها بالتنويع ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال العائد المتوقع؛

يمكن قياسها بمعدل بينا (beta coefficient).

---

[1] يختلف مفهوم الخطر بالنسبة للفرد والمؤسسة عن مفهوم الخطر بالنسبة لمؤسسات التأمين حيث يتمثل مفهوم الخطر لديها في الفرق بين كل ما هو مخطط وما تم تحقيقه فعلا، وذلك بالنسبة للحقوق والالتزامات، وعلى ذلك فإن أسلوب القدير حجم الخسائر المتوقعة يختلف في الحالتين، إذ أن الفرد أو المؤسسة ينظر إلى الخطر على أساس أنه الخسائر المادية الاحتمالية نتيجة وقوع حادث معين، أما بالنسبة لمؤسسات.

[2] محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 195

وتتمثل مصادرها فيما يلي:

2مخاطر أسعار الفائدة: مخاطر أسعار الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث وجود تقلبات بين معدلات الفائدة السائدة ومعدلات الفائدة المتوقعة بسبب وجود تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية، فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية ترتبط عكسيا مع أسعار الفائدة خاصة السندات، أي أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي إلى انخفاض الأسعار السوقية السندات والعكس في حالة انخفاض معدلات الفائدة. ويمكن القول بصفة عامة أنه كلما طال أجل الأوراق المالية ازداد تعرضها لمخاطر أسعار الفائدة؛

ب مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد: أي المخاطر المتولدة عن احتمال انخفاض القوة الشرائية المبالغ المستثمرة نتيجة التضخم في الاقتصاد لتعكس القيمة الشرائية لوحدة النقد، وبالتالي تنخفض قيمتها، وتعتبر السندات ذات الدخل الثابت أكثر عرضة لهذه المخاطر خصوصا تلك التي لها أجل بعيد. فارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحقيقية، وتشكل الأسهم العادية وقاية للمستثمر من هذا النوع من المخاطر حيث أن أسعارها تستجيب عليا للظروف التضخمية وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية.

ج المخاطر السوقية :تتأثر أسعار الأسهم بالأحداث الجارية مثل المخاطر النظامية، أي أن أسعار الأسهم في السوق تتأثر بتوقعات المستثمرين للمستقبل، وعلى هذا الأساس يجب على المستثمر أن يدرس بعمق أسعار الأسهم في الماضي ليعرف مقدار الخطر الذي يتعرض له في أسوأ الحالات، ويمكنه حماية استثماراته من مخاطر السوق، أي تغيير الأسعار عن طريق التوقيت الصحيح لاتخاذ قراراته الاستثمارية، فلا يشتري والسوق في أوج تحركه وازدهاره، بل يحاول أن يشتري والسوق يشهد بعض الركود في الأسعار، إذ أن ذلك من شأنه إعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الأسعار للارتفاع.[1]

ومن أمثلة المخاطر السوقية الحالة التي أصابت بورصة نيويورك عام 1963م بعد أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي "كندي" حيث حصلت عمليات بيع الأوراق مالية بشكل هستيري، والانهيار الكبير الذي حصل في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية بتاريخ 19 أكتوبر 1987م وهو مـا عرف بيوم الاثنين الأسود.

[1] براق محمد والجودي ماطوري، مرجع سبق ذكره ص 3-1.

د المخاطر السياسية: ترتبط هذه المخاطر بالأحداث السياسية التي تحدث في دولة معينة والتي تؤثر بشكل كبير على قرار الاستثمار فهي قد تحول المستثمر إلى مضارب، وتزج بالمستثمرين إلى التخلص من أصولهم المالية لتفادي المخاطر التي قد تلحق بهم، وتعتبر الحروب العسكرية والاغتيالات السياسية والتصريحات السياسية مثالا عن هذه المخاطر.
وفي هذا الصدد أكد زينهارت وروجوفRogof&Rainhar على أن سمعة سوق الأوراق المالية والمخاطر السياسية يلعبان دورا مركزيا في جذب الاستثمار المحفظي، فالدول التي لا تقوم برد ديونها نجدها عاجزة على الاقتراض من الأسواق العالمية، وأن الدول الفقيرة هي التي تكون أكثر عرضة لخطر التخلف عن السدادة.

3- **المخاطر غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع:** تتمثل في المخاطر التي تسبه عناصر خاصة بالمؤسسة، وبالتالي يمكن التخلص منها أو التقليل من حدتها من خلال التنويع، لأن أي تأثيرات سلبية على المؤسسة تقابلها تأثيرات إيجابية على مؤسسة أخرى ويمكن قياسها بالانحراف المعياري أو التباين أو معامل الاختلاف، وتتمثل مصادرها في مخاطر الأعمال ومخاطر التمويل ومخاطر السيولة.
4- **ا مخاطر الأعمال:** هي المخاطر التي تصيب جميع المؤسسات بصفة عامة في جميع الاقتصاديات، مع التأكيد على وجود تفاوت في حدتها من قطاع اقتصادي إلى آخر، ومن مؤسسة إلى أخرى داخل نفس القطاع وبين اقتصاد وآخر، وبصورة عامة فإن مخاطر الأعمال مرتبطة بقرارات الإدارة المالية للمؤسسة وسياساتها وبالظروف المحيطة بها وتغيرات رغبات المستهلكين وغيرها من الظروف.

ب مخاطر التمويل: هي تلك المخاطر التي ترتبط بطبيعة هيكل رأس المال، أي الأهمية النسبية لتكوين رأس المال من حقوق الملكية والقروض، فتمويل هيكل المؤسسة يتم عادة إما بواسطة حقوق الملكية أي بالأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المساهمين أصحاب المؤسسة أنفسهم نظير شرائهم الأسهم أو استخدام الاحتياطات والأرباح المحتجزة المتوفرة لدى المؤسسة، أو التمويل بالاقتراض وهـو الحصول على الأموال من الغير مقابل فائدة ثابتة تعتبر كلفة على رأس مال المؤسسة مثل الاقتراض من البنوك أو التمويل بالسندات طويلة وقصيرة الأجل، وينتج عن ذلك ما يسمى بـ: "المتاجرة بالملكية"،[1]

والذي يساهم في زيادة العائد على حقوق المالكين، لذلك فإن المؤسسات التي تمول نسبة عالية من رأسمالها بالاقتراض تكون أكثر عرضة لمخاطر الرفع المالي، لأنها ملتزمة بتسديد

[1]نظير رياض محمد الشحات مرجع سبق ذكره من 62.

القوائد وخاصة إذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية للأصول، وتكون مخاطر الرفع المالي مرتفعة.

ج- مخاطر السيولة: ما يعرف بتسييل الاستثمارات هو تصفية الاستثمار أو جزء منه وتوجيهه ليكون سيولة نقدي، وكثير من الأشخاص لا ينتبه لهذا العامل المهم عند اختيارهم لاستثمارات معينة، وتتشا مخاطر السيولة حيث لا يمكن التعامل بحرية كاملة في كل أدوات إدارة المخاطرة المالية، فهناك مثلا الأسواق القليلة السيولة مثل أسواق العقارات وأسواق أسهم ملكية رأس المال الصغير. ويشير مصطلح "عدم استمرارية السوق" إلى الأسواق التي لا تحدث فيها التغيرات بشكل تدريجي من معاملة الأخرى.

وفي النهاية لا بد أن نقول أن المخاطر النظامية وغير النظامية ليست معزولة عن بعضها البعض، فقد تتداخل أيضا بجميع أنواعها مما يصعب فصل الواحدة عن الأخرى في أغلب الأحيان، وقد تكون هذه المخاطر متعاكسة، ونعني بذلك تلغي أحدهما الأخرى، مثل التضخم يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة، وهذه الزيادة تؤدي إلى انخفاض القيمة الحالية للدخل، وبدوره يؤدي إلى انخفاض عام في الأسعار إلى دون القيمة الحقيقية للأوراق المالية، لأنها تحقق خسارة مما يؤدي إلى انخفاض عام في الأسعار إلى دون القيمة الحقيقية للأوراق المالية.[1]

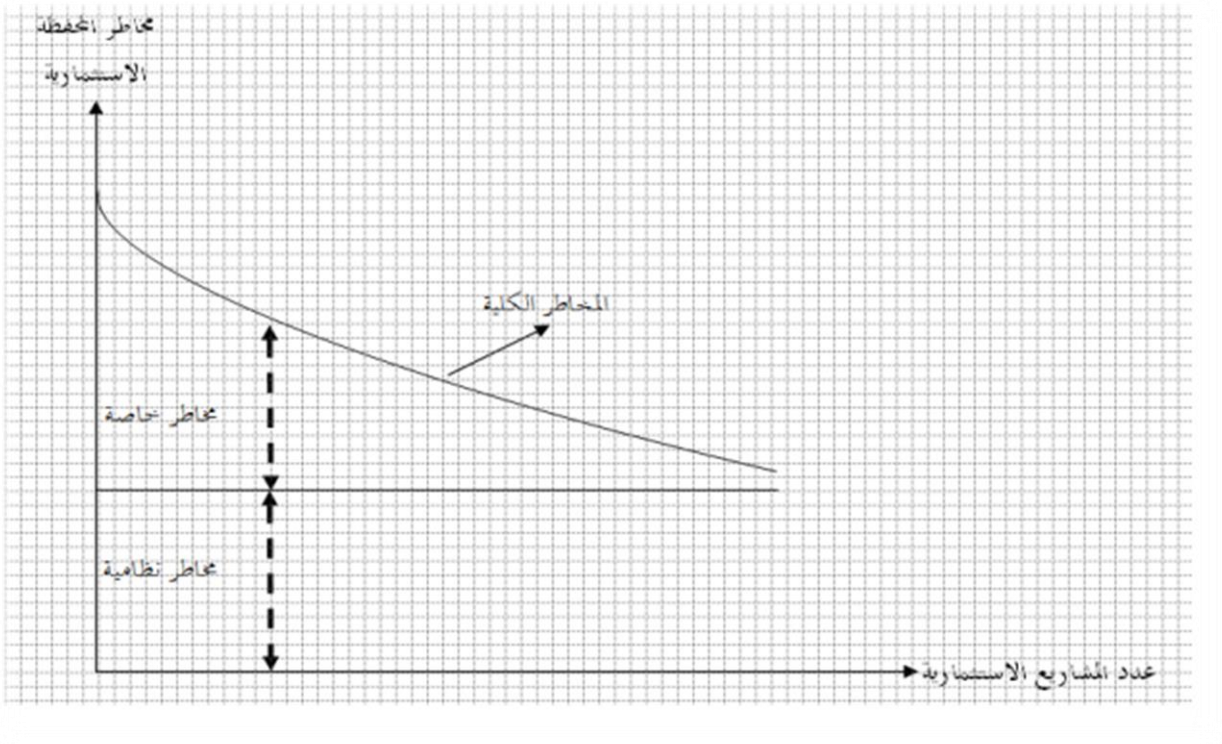
المطلب الثالث: العلاقة بين العائد و المخاطر

كما هو الشأن بالنسبة لعنصر الزمن، فإن العائد يتناسب أيضا مع درجة المخاطرة، فكلما كانت المخاطرة أكبر كان العائد أكبر والمستثمرون عادة ما يترددون أمام اقتحام استثمارات عالية المخاطر، وهم يدركون أن ذلك يعني التنازل عن عوائد أعلى، ففي مجال الاستثمار يعتبر التوظيف من خلال شراء سندات أقل مخاطرة من شراء أسهم، ولكن بعضهم يفضل إيداع المبلغ في بنك بفائدة تجنبا للمخاطرة .من هنا كان لا بد من دراسة الخطر وتحليله ومحاولة قياسه وتكميمه، هذا بالإضافة إلى السعي نحو تنويع المخاطر أو توزيعها بما يحقق التوازن في المحفظة الاستثمارية، وفي هذا الصدد يتعين التمييز ما بين مخاطر تتعلق بالمحيط عموما، وبالسوق على وجه الخصوص وتسمى بالمخاطر النظامية وهي

[1]سيد سالم عرفة إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الرابية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص 3-2،

مخاطر لا يمكن التحكم هبا، وبين مخاطر تتعلق بالمؤسسة والمشروع الاستثماري وتسمى بالمخاطر الخاصة، والمخاطر الكلية هي مكون 0 وهو ما يبينه الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-1): مكونات المخاطر الكلية وعلاقتها بتنويع المحفظة الاستثمارية



المصدر: مطبوعة مقياس محاضرات في ادارة المخاطر المالية (تخصص ادارة مالية)

ومن الملاحظ أنه كلما زاد عدد المشاريع المكونة للمحفظة الاستثمارية ،

(وهو ما يدل على التنويع) كلما تناقصت درجة المخاطرة، غير أن هذا التناقص يرتبك بالمخاطر الخاصة، ذلك أن المخاطر النظامية غير متحكم فيها ومستواها يتحدد خارج نطاق المؤسسة ويوكل غلى هيئات الضبط ومؤسسات الرقابة والإشراف المركزية.

المطلب الرابع: ُ نموذج تسعير الأصول المالية CAPM

لقد حظيت الأسواق المالية في الوقت الراهن خاصة بعد العولمة والتطور التكنولوجي بمكانة عظيمة حيث أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاطها في السوق من خلال الاستثمار المالي الذي يتضمن جميع أنواع النشاطات المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية وصولا إلى أعلى عائد عند أقل مستوى من المخاطرة. وعلى أساس ذلك فقد وجدت عدة نماذج تستخدم لتقييم عوائد الأصول المالية وقياس مخاطرتها من أهمها نجد نموذج تسعيير الأصول المالية CAPM الذي نحن بصدد دراسته في إطار هذا المبحث.

أولا:مفهوم نموذج تسعير الأصول المالية

1-1: نشأة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

كان الفضل في ظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للاقتصادي البروفيسور وليام شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركو فتز عام 1952. ثم طور النموذج من قبل لينتر عام 1965، وموسين عام 1966 ثم من قبل بلاك ،1972، ليكون نموذجا مرجعيا Banch Mark لتقييم الاستثمارات وتخمين العائد المتوقع منها، ويحتل مكانة متميزة بين عموم المستثمرين في سوق الأوراق المالية[1].

2-1: تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

[1] **الديمي عدنان تابه** ، أريد فواد التميمي الإمارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2009، ص 96

هو النموذج الذي يستخدم لتحليل العلاقة بين المخاطر ومعدل العائد وهو وسيلة تحليلية تستخدم من قبل إدارة المحافظ الاستثمارية، وأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار وفقاً لهذا النموذج يتكون من جزئين أساسيين هما:

- العائد الخالي من الخاطرة باعتباره حدا أدنى من العائد الذي يمكن تحقيقه دون مخاطر تذكر.

-علاوة المخاطرة باعتبار الاستثمار يحقق عائدا أكثر من العائد الخالي من المخاطر وهذه العلاوة تتحقق بسبب قبول المستثمر بأن يتحمل المخاطر.

-ويعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين العائد و المخاطر باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطر[1].

3-1:أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

تظهر أهمية نموذج CAPM في كونه أداة لقياس العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة التي ترافقه عند تقييم استثمار معين، هذه المخاطر محيطة بالأصول أو الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر أو محفظة الأوراق.المالية، أما المخاطر غير المنتظمة يستطيع المستثمر التخلص منها عن طريق التنويع، وعليه فالنموذج لا يهتم بها، لذلك فهو يوضح للمستثمر كيفية تعديل مكونات محفظته المالية في ضوء متطلبات العائد والمخاطر بالاعتماد على محفظة السوق وذلك عن طريق الاحتفاظ بكميات موجبة أو سالبة من الأوراق المالية الخالية من المخاطر، كما يستخدم CAPM في العديد من المجالات من بينها تقييم البدائل المقترحة ووضع معايير للقرارات الاستثمارية وتقدير تكلفة التمويل[2].

---

[1]دريد كامل الشبيب مرجع سبق ذكره، من 200 - 201.

[2]**قط سليم**، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل جامعة محمد خيضر بسكرية الجزائر 2015-2016

ويمكن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من الناحية العملية في[1]:

حساب تكلفة رأس المال للأسهم العادية حيث يعتبر معدل العائد المطلوب على الأسهم من قبل المستثمرين هو تكلفة رأس المال للأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة لهذه الأسهم.

- تحديد أسعار الأسهم الحقيقية؛

- تقييم الاستثمار في الأوراق المالية ويتم ذلك من خلال اعتبار معدل العائد المطلوب الذي يتم احتسابه من خلال تلك النماذج كمعدل خصم يتم احتساب به صافي القيمة الحالية ومعدل المردود الداخلي.

ثانيا: فرضيات و معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

2-1: فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

ككل نموذج رياضي أو كمدخل لقياس عائد و مخاطر الأصول الرأسمالية يتطلب الأمر تحديد مجموعة من الفرضيات، وبذلك فان فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هي كما يلي[2]: المستثمر يجري تقييمه للمحافظ البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطر. ولكي يتحقق هذا الفرض يشترط أن يكون التوزيع الاحتمالي للعائد توزيعا طبيعيا و

تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة، مثل هذا الفرض من شأنه أن يتيح فرصة أفضل لتقدير دقيق للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

[1] **إسماعيل جميل الصعيدي**، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي الدراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق السطين للأوراق المالية) رسالة ماجستير في الاقتصاد والعلوم الإدارية ، تخصص محاسبة، جامعة الأزهر ، غزة ، 2011 ص 44

[2] **مير إبراهيم هندي**، أساسيات الاستثمار وتحليل الوراق المالية، توزيع المكتب المربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص 248، 249،

- المستثمر يسعى دائما للمزيد من العوائد، فلو أنه يعطي الفرصة ليفاضل بين محفظتين متساويتين من جميع النواحي إلى المائد، فانه يختار المحفظة ذات العائد الأعلى.
- المستثمر بطبيعته يبغض المخاطر، وهي الفئة الغالية من المستثمرين بين الفئات الأخرى مثل المستثمر المخاطر والمستثمر الذي يقبل بمعدل متوسط من المخاطرة.
- الأصول المالية قابلة للتجزئة أي أن المستثمر يمكنه شراء أي كمية يرغبها من ورقة مالية معينة مهما تضامل حجم تلك الكمية ؛
- المستثمر يمكنه أن يقرض ويفترض على أساس معدل يساوي معدل العائد الخالي من الخطر، وأن هذا المعدل متماثل لكافة المستثمرين.
- المعلومات تصل بسرعة وبدون كلفة للمستثمرين أي أن السوق كفؤة.
- للمستثمرين توقعات متماثلة أو متجانسة، بمعنى أن لديهم نفس التصور بشان العائد المتوقع والانحرافات المعيارية للأوراق المالية المتداولة، وهذا أمر تقريبا واقعي ذلك أن المستثمرين الرئيسيين في أسواق الأوراق المالية هم مؤسسات الاستثمار والبنوك وشركات التامين وغيرها، ومن المؤكد أن هذا النوع من المستثمرين لديهم توقعات متجانسة، باعتبار أنه يمكنهم الوصول إلى نفس مصادر المعلومات.
- لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفه على المعاملات.

2-2: مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

إن المعالم الأساسية لتكوين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هي كل من معدل العائد الخالي من الخطر ، عائد محفظة السوق، معامل بيتا وهي كما يلي[1]:

أ- معدل العائد الخالي من الخطر (R) Rique Free Rate: إن مفهوم الاستثمار الخالي من المخاطر (R) وفقا لتحليل ماركوفتز هو أن المستثمر الذي يشتري في بداية الفترة استثمارا يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة المحددة

[1] **قط سليم**، مرجع سابق ص253 254

للاستثمار، ويمثل العائد الخالي من المخاطر (R) بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق أو إشباع منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية الحكومية ذات أجل قصير (لا) تتجاوز السنة الواحدة لأن الجهة المصدرة لهذه الأصول المالية ذات ملامة مالية جديدة جداء وبالتالي سوف يحصل المستثمر على العائد المتوقع من استثماره بشكل مؤكد.

ب معدل عائد محفظة السوق (R) Market Return: ويمكن أن نسميها عائد السوق، ومنه فان محفظة السوق هي المحفظة التي تشمل كافة الأوراق المالية المتداولة وكذلك كافة أوجه الاستثمار من أسهم عادية وممتازة وسندات وعقارات وذهب وعملات وغيرها من الأصول الاستثمارية. ويقصد بعائد محفظة السوق في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية. ت معامل بيتا (8) معامل بيتا من أهم العناصر المكونة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهو يحدد العلاقة بين مخاطر السوق وعائد أصل معين (1) ، ويتم قياس هذه العلاقة بمعامل بينا، حيث يعتبر المعامل مقياسا للمخاطر النظامية ومؤشرا لدرجة حساسية عائد الأصل (أ) في الاستجابة للتغير في عائد السوق.

ويمكن تحديد معامل بيتا لأصل معين من خلال المعادلة التالية[1]:

=

حيث أن:

$Cov(R_i . R_m)$: يمثل التباين المشترك لعائد الورقة المالية بالنسبة لعائد السوق؛

$Var\ (R_m)$: يمثل تباين السوق.

[1]Pierre Verninmen, Pascal Quiry, Yann Le Fir, Finance d'entreprise, Edition Daller, Paris, 2010 . 433

ان معامل للسوق يساوي الواحد الصحيح، وأما معامل 8 للموجود خالي المخاطرة فيساوي صفر، بسببتباينهما المشترك الصفري مع محفظة السوق كما في المعادلة الآتية[1]:

=

والسبب في كون معامل B السوق يساوي الواحد الصحيح هو أن التباين المشترك في البسط يمثل التباينالمشترك بين عوائد محفظة السوق مع نفسها، الذي يمثل التباين بعوائد محفظة السوق كما في المعادلة الآتية:

=

3.2. الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يمكن جمع العناصر الأساسية المكونة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في المعادلة أو الصيغةالرياضية التالية (1):

حيث أن:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)$$

R العائد المطلوب من السهم أو المحفظة المالية في السوق

R العائد الخالي من الخطرة

R: عائد السوق

معامل بيتا للسهم أو المحفظة المالية بمعنى المخاطر السوقية للسهم أو المحفظة المالية.

[1] **أرشد عبد الأمير جاسم**، التسعير الدولي للمخاطرة بإطار نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولي، (دراسة تحليلية لعينة من الأسهم العادية لأسواق الأسهم الدولية)، أطروحة دكتوراه، تخصص فلسفة في إدارة الأصال، جامعة كربلاء العراق 2016، ص 12 .

ويتضح من المعادلة أن معدل العائد المطلوب يتكون من جزئين هما[1]:

معدل العائد الخالي من المخاطرة وهو عائد ظروف التأكد التام.

علاوة مخاطرة الورقة المالية السوقية $(R_m - R_f)$ وهي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليهالمستثمر كعائد إضافي لقبول الاستثمار.

يعتبر نموذج CAPM من أفضل النماذج التي توضح العلاقة التوازنية بين العائد المطلوب على الأصل والخطر، ويشمل على نوعين من العلاقات وهي:

1-3: خط سوق رأس المال CML

يحدد هذا الخط العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع والمخاطر الكلية للمحافظ المنوعة بكفاءة. وانطلاقا من هنا فإن المستثمرين سيختارون محافظهم الاستثمارية على أية نقطة من الحد الكف. حيث تمثل كل نقطة من هذا الحد العائد الأعلى من بين كل الاستثمارات التي لها نفس التباين (المخاطر)، وهي تمثل المخاطر الأقل من بين كل الاستثمارات التي لها نفس العائد المتوقع. وهذا يعني أن هناك نقاط عديدة على الحد الكفء وأن كل مستثمر سيختار النقطة التي تتناسب مع موقفه من المخاطر[2].

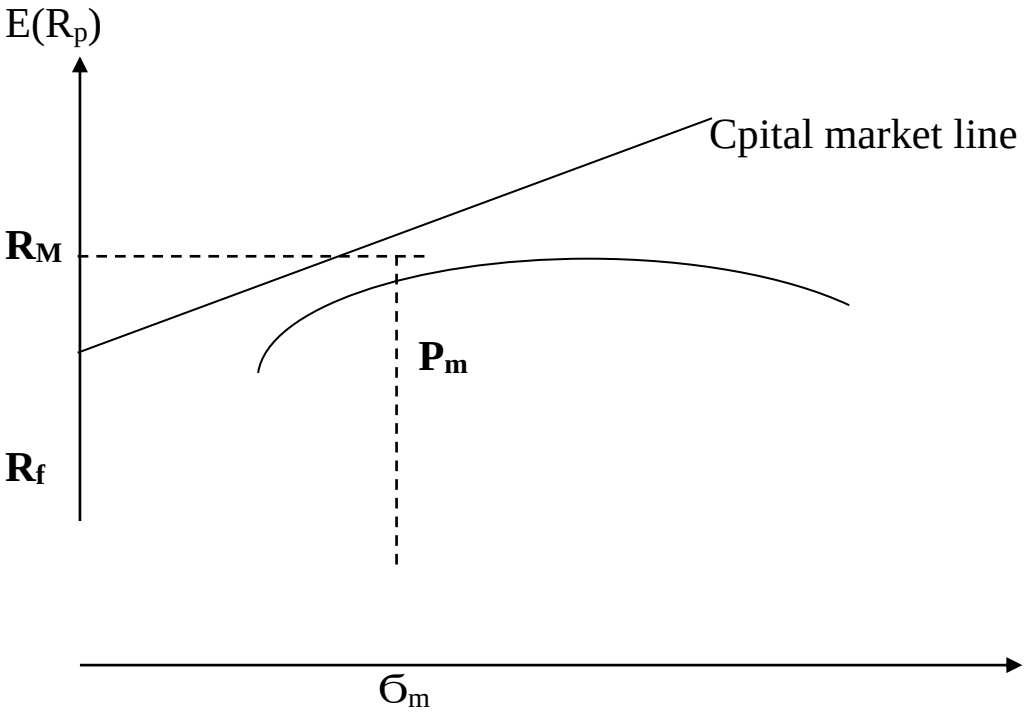
ويمكن تمثيل خط سوق رأس المال كما يلي:

---

[1] **مؤيد عبد الرحمن الدوري**، حسين محمد سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 217 ، 218 مندان نامه ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق من 97 .

[2] **سليمة حشاشي**، التانييم العامل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية المواجهة الأزمات المالية، الملتقى الدولي العلمي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف -20 21 أكتوبر 2009، ص15.

الشكل رقم (3-1) خط سوق رأس المال Capital Market Line (CML)



Source :Pierre Varmimmnan, Pascal Quiry. Yamn Lo For Finance d'entreprise, Edition Dalloz, Paris, 2010. p449.

من الشكل يبدو أن خط سوق رأس المال هو عبارة عن خط مستقيم يمر بالمحور العمودي الخاص بالعائد المتوقع في النقطة R_f التي تمثل العائد الخالي من الخطر،

وبالتالي فان معادلته من الشكل:

$$\mathbf{E(R_p) = R_f +}$$

حيث أن:

$E(R_p)$: يمثل معدل العائد المطلوب على المحفظة المراد الاستثمار فيها.

$\mathbf{R_f}$: يمثل العائد الخالي من المخاطرة

: الانحراف المعياري العوائد المحفظة

R_m: العائد المتوقع للسوق

الانحراف المعياري لعوائد السوق

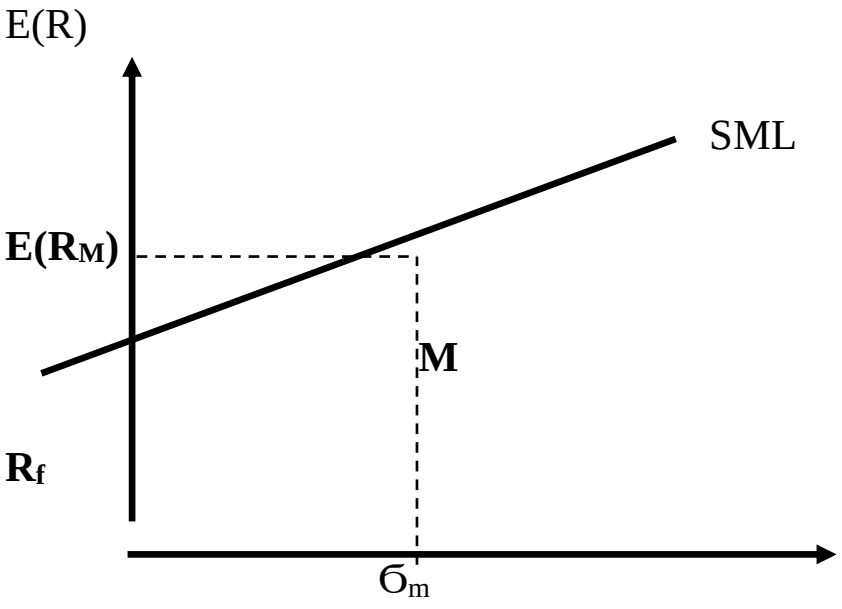
2-3: خط سوق الأوراق المالية SML

يمكن من خلال خط سوق رأس المال تحديد العلاقة بين المحافظ الاستثمارية ذات الكفاءة كعلاقة خطية بسيطة لكن بالنسبة للأصول المنفردة فإن قيم عوائدها وانحرافاتها المعيارية لا تقع على خط سوق رأس المال. وذلك لكون الأصول المتفردة لا تتمتع بكفاءة المحافظ التي تمتاز بالتنويع.

وعليه فإن مخاطر الأصل المنفردة يتم قياسها عن طريق معامل B ومنه تم تطوير معادلة انحدار خطي بسيط تربط بين عوائد الأصل المنفردة ومخاطره[1].

إن العلاقة بين العائد والمخاطرة للورقة المالية يمكن تمثلها بيانيا بالشكل الموالي:

الشكل رقم (4-1) خط سوق الأوراق المالية Stock Market Line (SML)



[1] **المرجع السابق، ص 16.**

Source: Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Perignon, Marché Financicra gestion de portefeuille et des risques, Edition Dunod, Paris, 5 edition, p154.

تظهر بيتا (B) في المحور الأفقي والعائد المتوقع في المحور الرأسي أما الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة بين العائد والمخاطر فهو يسمى خط الأوراق المالية (SME)، ومنه فإن نقطة تقاطع الخط SML مع المحور الرأسي تمثل العائد الخالي من المخاطر (R) ومقدار بيتا (B) في هذه النقطة يساوي الصفر، وكل نقطة أخرى على خط الأوراق المالية تحتمل مقدارا معينا من العائد مع احتمال B أكبر أي مخاطر أكبر. كما تلاحظ أن B لمحفظة السوق يساوي الواحد [1] لأنها تشمل كل الأوراق المالية الموجودة في السوق

ولذلك فإن العائد المتوقع على محفظة السوق يساوي العائد المتوقع .

رابعا : الاختبارات التجريبية على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPMتتمثل الاختبارات التجريبية على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فيما يلي:

4-1: اختبار ثبات معامل بينا للسهم

يفترض نموذج CAPM أن معامل بينا ثابت لا يتغير، حيث أجريت العديد من الدراسات التي اختيرت مدى ثبات معامل بيتا للأسهم وللمحافظ الاستثمارية ومن تلك الدراسات دراسة (Rober1971) والتي توصلت إلى عدم ثبات معامل بينا للأسهم الفردية، وأيضا بيتا التاريخية (المعد) على أساس البيانات التاريخية) لا تستطيع تقدير بشكل جيد التغيرات المستقبلية التي تطرأ على عائدات الأسهم، ولكن بيتا المحافظ الاستثمارية كانت ثابتة وتستطيع تقدير بشكل جيد التغيرات المستقبلية التي تطرأ على عائدات المحافظ.

4-2: اختبار العلاقة بين معدل العائد المطلوب ومعامل بيتا

[1]. **قط سليم، مرجع سابق من 256.**

حيث يفترض نموذج CAPM أن هناك علاقة خطية بين معدل العائد المطلوب ومعامل بينا، فإذا تم إثبات عكس ذلك فيمتر ذلك دليلا ضد نموذج CAPM و العكس صحيح.

ومن الدراسات التي قامت باختبار نموذج CAPM في هذا المجال دراسة

Jansen, Scholes1972 ودراسة famma Mcbeth 1973حيث توصلت تلك الدراستان إلى أن هناك علاقة خطية بين معدل العائد المتوقع ومعامل بيتا.

3-4:اختبار أن intercept المقدار أو المسافة الثابتة لمعادلة الانحدار) يساوي تقريبا صفر

فإذا توصلت الدراسة إلى أن المقدار الثابت لا يساوي صفر، أو أن هناك عوامل إذا تمت إضافتها لنموذج CAPM فإنها تستطيع أن تخفض المقدار الثابت إلى صفر فإن ذلك يعتبر دليلا ضد نموذج CAPM والعكسصحيح.

ختبار وجود عوامل أخرى تستطيع تفسير التغيرات التي تطرأ على عائد المسهم

4. الانتقادات الموجهة لنموذج تقييم الأصول الرأسمالية

بالرغم من أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد معدل العائد المفروض والاستخدام المكثف من قبل الممارسين في الواقع العملي إلا أن له جملة من الانتقادات التي نوجز أهمها في النقاط التالية):[1]

-الاعتماد على فرضية كفاءة السوق المالي والتي تبقى نظرية

-الاعتماد على البيانات التاريخية

[1]**إسماعيل جميل الصعيدي، مرجع سابق، ص 37.**

- فرضية العلاقة الخطية بين معدل العائد و المخاطر النظامية؛

- الفرضيات المتعلقة بيوافي النموذج حيث يفترض أنها تشويش أبيض وذات تباين ثابت وأثبتت العديد من النماذج عدم ثباته مثل نماذج GARCH

- فرضية ثبات ، نموذج CAPM هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية يسمح بتحديد العائد المتوقعكدالة للمخاطر النظامية ومن ثم يستوجب حساب B التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن

- التنويع هذا النموذج هو نتيجة للنظرية المحفظة التي تقضي بأن التنويع يقتل من المخاطر غير النظامية؛

- صعوبة التطبيق خاصة في تحديد معدل العائد بدون مخاطرة، والذي يبقى نظري فسندات الحكومة حقيقة ليس بها مخاطر الإفلاس لكن قد تنطوي على مخاطر أخرى؛

- الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل العائد[1].

خلاصة الفصل:

لدراسة إلى أن الاستثمار المالي لم يعد مجرد عملية توجيه عشوائي للفوائض النقدية، بل تحول إلى علم وفن استراتيجي قائم على موازنة دقيقة بين ثنائية)**العائد والمخاطرة**(في ظل بيئة أسواق تمتاز بعدم اليقين والتقلبات المستمرة. ومن خلال تتبع الأدبيات المالية، يتضح أن حيازة الأصول المالية المنفردة تضع المستثمر في مواجهة مباشرة مع تقلبات السوق العنيفة، وهو ما دفع الفكر المالي الحديث إلى ابتكار نظرية المحافظ المالية القائمة على فلسفة **التنويع**

[1] **علي بن الضب**، سيدي امحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة (دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء)، مجلة أداءالمؤسسات الجزائرية العدد 02/2013 ص 133 132.

الكفوء، بهدف تفتيت المخاطر غير النظامية (الخاصة) وتخفيضها إلى أدنى حد ممكن دون المساس بالعائد المتوقع للمحفظة.

إلا أن هذه التوليفة الكلاسيكية لإدارة المحافظ، ورغم نجاعتها النظرية، أثبتت قصوراً عملياً أمام الصدمات الهيكلية والمخاطر النظامية (العامة) التي تجتاح الأسواق المالية ككل مثل تقلبات أسعار الفائدة والصرف والأزمات الاقتصادية والتي لا يمكن تحييدها بالتنويع البسيط. هذا القصور الهيكلي أفرز حتمية الانتقال من أساليب الدفاع الساكنة إلى تبني تكنولوجيات تعاقدية وقائية أكثر ديناميكية، تجسدت في منتجات الهندسة المالية وعلى رأسها المشتقات المالية.

بناءً على ذلك، فإن فهم آليات بناء المحافظ وتقييم استثماراتها يُعد الممر الإلزامي والقاعدة التأسيسية التي ينطلق منها الباحث للاستيعاب الأعمق للأسواق المشتقة؛ حيث لم تعد المشتقات المالية مجرد أدوات قائمة بذاتها، بل غدت وسائل تحوط هندسية مصممة خصيصاً لتأمين قيم هذه الاستثمارات والمحافظ، وحماية تدفقاتها النقدية المستقبلية من مخاطر السوق، وهو ما سنعمل على تفصيله وتحليله في الفصول القادمة.

الفصل الثاني

السوق المالي و مشتقاته

تمهيد

في ظل التطورات المتسارعة التي يشهدها النظام المالي العالمي، برزت المشتقات المالية كإحدى أهم الأدوات الحديثة التي أحدثت تحولًا جوهريًا في آليات إدارة المخاطر والتحوط ضد تقلبات الأسواق. فقد أدى اتساع نطاق العولمة المالية، وتحرير الأسواق، وزيادة حدة تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلى تعاظم الحاجة إلى أدوات مالية قادرة على تقليل درجة عدم اليقين التي تواجهها المؤسسات المالية والشركات والمستثمرون على حد سواء. وفي هذا السياق، أصبحت المشتقات المالية تمثل ركيزة أساسية في إدارة المخاطر المالية، سواء تعلق الأمر بمخاطر السوق، أو مخاطر الائتمان، أو مخاطر السيولة.

وتتميز هذه الأدوات بكون قيمتها تستمد من أصل أساسي كالأوراق المالية أو السلع أو العملات أو معدلات الفائدة، مما يجعلها وسيلة فعالة لنقل المخاطر وإعادة توزيعها بين الأطراف المتعاملة في السوق. غير أن الاستخدام المتزايد للمشتقات المالية لم يخلُ من آثار جانبية، حيث ساهم سوء استخدامها في بعض الأزمات المالية، الأمر الذي يبرز أهمية دراستها من منظور علمي دقيق يجمع بين فهم طبيعتها النظرية وتحليل أبعادها التطبيقية.

وعليه، يهدف هذا الفصل إلى تقديم دراسة شاملة حول المشتقات المالية من خلال التطرق إلى ماهيتها وخصائصها ونشأتها التاريخية، ثم عرض أهم أنواعها والمتمثلة في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلة، وأخيرًا تحليل طبيعة أسواق المشتقات سواء المنظمة أو غير المنظمة، مع إبراز أهم مزاياها وعيوبها.

المبحث الاول: ماهية الأسواق المالية

تُشكل الأسواق المالية العصب الحيوي والركيزة الهيكلية للمنظومة الاقتصادية الحديثة، حيث تتجاوز وظيفتها مجرد التقاء قوى العرض والطلب إلى كونها قنوات ديناميكية لتوجيه الموارد المالية نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة وإنتاجية. وفي ظل التحولات المتسارعة وزيادة حدة التقلبات في البيئة الاستثمارية العالمية، شهدت هذه الأسواق تطوراً عميقاً في بنيتها وآلياتها لتنتقل من جيل الأدوات التقليدية إلى بيئة خصبة لابتكار أدوات مالية مستحدثة. وبناءً على ذلك، فإن الإحاطة بالإطار المفاهيمي والتنظيمي للأسواق المالية يُعد خطوة أساسية وأرضية نظرية ضرورية، تفيد في فهم البيئة التي نشأت وترعرعت فيها الأدوات المشتقة، وتفسير الدور الوظيفي الذي باتت تؤديه في إدارة المخاطر المعاصرة.

المطلب الأول : مفهوم السوق المالي

تُعدّ الأسواق المالية من أهم مكونات النظام الاقتصادي الحديث، لما تؤديه من دور حيوي في تنظيم حركة الأموال وتوجيهها بين مختلف الفاعلين الاقتصاديين. فهي تمثل حلقة وصل أساسية بين الادخار والاستثمار، وتسهم في تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأموال داخل الاقتصاد.

"سوق المال هي آلية لانتقال الأموال بين المقرضين أصحاب المدخرات والمقترضين الراغبين في توظيف هذه الأموال . فمن خلال هذا السوق يتم تجميع مدخرات الملايين من البشر، وتحويلها إلى أيدي المقترضين والذين تتجاوز احتياجاتهم للاموال مقدار ما يملكونه منها . و هي قنوات يستطيع من خلالها اولائك الدين لا ينفقون كل دخولهم وضعها تحت تصرف أولئك الدين يتجاوز انفاقهم حجم دخولهم

سوق المال هي هيكل مؤسسي منظم، وان شئت فقل هي آلية لخلق وتداول الأصول المالية[1]

[1] سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص 20.

وقد شهد مفهوم السوق المالي تطورًا تاريخيًا ملحوظًا، حيث تعود بدايات ظهوره إلى فترات قديمة مثل العصر الروماني، إلا أنه عرف تطورًا تدريجيًا مع تطور المجتمعات إلى أن اكتسب شكله الحديث منذ العصور الوسطى. ومن خلال تعدد التعاريف، يمكن النظر إلى السوق المالية باعتبارها إطارًا يشمل مختلف الأصول المالية سواء ذات السيولة الفورية أو المؤجلة، كما تُعد عنصرًا أساسيًا في الجهاز المالي لما تؤديه من دور في تعبئة المدخرات وتحديد حجم الائتمان والسيولة، والتأثير في معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية، إضافة إلى توجيه الموارد نحو مختلف أوجه الاستثمار بما يساهم في تنشيط الاقتصاد. كما تُعرف الأسواق المالية بأنها فضاءات منظمة يتم من خلالها التقاء العارضين والطالبين للأوراق المالية، حيث تتم العمليات بكفاءة وسرعة وفي ظل أسعار عادلة، وهي بذلك تشكل إطارًا يجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض وتلك التي تعاني من عجز، من خلال قنوات اتصال فعالة ووسطاء متخصصين. ويسهم هذا التنظيم في توفير الموارد المالية اللازمة للمؤسسات، وفي نفس الوقت يحقق عوائد لأصحاب المدخرات، مما يجعل السوق المالية وسيلة فعالة لتحويل الادخار إلى استثمار منتج[1]

وتُصنّف الأسواق المالية وفق عدة معايير، من بينها أجل الأدوات المالية المتداولة، وطبيعة التعامل، وصفة الإصدار، ودرجة التنظيم، وتوقيت تنفيذ الصفقات، إضافة إلى معيار الكفاءة. وبشكل عام، تنقسم هذه الأسواق إلى سوقين رئيسيين هما: السوق النقدي وسوق رأس المال[2]

وفي هذا السياق، تُعدّ الأسواق المالية إطارًا مؤسسيًا يهدف إلى تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد الاقتصادية، من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو استثمارات منتجة تدعم تكوين رأس المال وتعزز النمو الاقتصادي. كما تؤدي دور الوسيط المالي الذي يوفق بين أصحاب الفائض المالي الذين قد يفتقرون إلى الخبرة أو الوقت للاستثمار، وبين المستثمرين الذين يمتلكون الرغبة في الاستثمار لكن تنقصهم الموارد المالية، وذلك عبر أدوات مالية متنوعة تتيح تمويلًا فعالًا يخدم مختلف الأطراف[3]

المطلب الثاني : أنواع السوق المالي

تتشكل الأسواق المالية من بنية هيكلية متنوعة تتوزع إلى عدة أسواق فرعية تختلف تبعاً لطبيعة الأدوات المتداولة وآجالها الزمنية. ويستهدف هذا التعدد تلبية المتطلبات التمويلية

[1] د. علام عثمان أ.حملة عز الدين استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي » مجلة رؤى اقتصادية«، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 11، ديسمبر 2016 ص 151-152

[2] نفس المرجع

[3] الدكتور عمرو محي الدين المال و الصناعة مجلة دورية العدد الثامن عشر بنك الكويت الصناعي 2000 ص 12

المتنوعة للفاعلين الاقتصاديين، مع موازنة اعتبارات العائد والمخاطرة. وتأسيساً على ذلك، يسعى هذا المطلب إلى تفكيك هذه المنظومة من خلال استعراض تصنيفات السوق المالي، وتبيان الخصائص الوظيفية لكل نوع منها.

أولا : سوق النقد

يشكل سوق النقد أحد الركائز الأساسية في هيكل الأسواق المالية، إذ يمثل آلية حيوية لتلبية الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل للوحدات الاقتصادية المختلفة، سواء كانت مؤسسات أو أفرادًا أو حتى البنوك المركزية. ويعتبر هذا السوق حلقة وصل مهمة بين الفوائض المالية لدى المقرضين واحتياجات السيولة لدى المقترضين، ما يعزز فعالية تخصيص الموارد المالية ويحد من التقلبات الاقتصادية القصيرة الأجل. كما يلعب سوق النقد دورًا جوهريًا في دعم استقرار النظام المالي، من خلال توفير أدوات سريعة السيولة يمكن تحويلها إلى نقد بسهولة، مما يساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بتدهور الأسعار وتقلبات السوق

ويتم في سوق النقد تداول مجموعة متنوعة من الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي لا تتجاوز آجالها عادة سنة واحدة، وتتميز هذه الأدوات بسرعة تسييلها وارتفاع مستوى السيولة فيها، ما يجعلها مناسبة لتلبية الاحتياجات التمويلية الفورية. ويضم هذا السوق المؤسسات المالية الكبرى، بما في ذلك البنوك التجارية والبنوك المركزية، إلى جانب الشركات الكبرى التي تتعامل في أدوات مالية قصيرة الأجل مثل الودائع، القروض، أذونات الخزانة، شهادات الإيداع، والأوراق التجارية، والتي تمثل جميعها صكوك مديونية (debt securities)تمنح حاملها الحق في استرداد المبالغ المقرضة وقابلة للتداول بسهولة [1]

وقد عرّف البعض سوق النقد بشكل بسيط و واضح بأنه: "السوق التي تتعامل في أدوات الدين قصيرة الأجل"[2]

فيما وصفه آخرون بأنه: "السوق التي تتخصص في الدوات قصيرة الاجل والتي تتميز بقدر عال من السيولة ويمكن تسييلها فور عرضها للبيع و بادنى قدر من الخسائر"[3]

ويشير تعريف إضافي إلى أن: "سوق النقد هي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل، والسلعة التي يتم التعامل عليها في هذه السوق هي الائتمانCREDIT ، وأما

[1] هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص 69.

[2] Lawrence S. Ritter and William L. Silber, Principles of Money, Banking and Financial Markets, Basic Books, Inc., New York, Fifth Edition, 1986, p. 67.

[3] Lawrence Ritter. Op. Cit p 67

المشترون فهم وسطاء الأوراق التجارية Bill Brokers وبيوت القبول والخصم، أما البائعون فهم البنوك"[1]

وتتضح أهمية سوق النقد من خلال الخدمات المتعددة التي يقدمها على مستويات مختلفة؛ فمن منظور الاقتصاد الكلي، يضمن هذا السوق حصول المقترضين على الأموال اللازمة بسرعة، بينما يمكن المقرضين من تحويل أصولهم قصيرة الأجل إلى نقدية سائلة بسهولة. كما يشكل سوق النقد أداة مركزية للبنوك التجارية في تنفيذ السياسات النقدية، حيث يؤثر على أسعار الفائدة قصيرة الأجل ويتيح التحكم في مستوى السيولة بالاقتصاد، مما يجعله عنصرًا أساسيًا في الحفاظ على الاستقرار المالي وتنشيط النشاط الاقتصادي على المدى القصير[2]

سوق رأس المال :

يشكل سوق رأس المال أحد الركائز الأساسية في الأسواق المالية الحديثة، إذ يمثل الآلية الرئيسية لتمويل الاستثمارات طويلة ومتوسطة الأجل، ويتيح للشركات والمؤسسات تنفيذ مشاريعها الإنتاجية وتوسيع نشاطها على مدى زمني طويل. ويعد هذا السوق أداة حيوية لتحويل المدخرات إلى استثمارات فعلية، بما يسهم في تعزيز النمو الاقتصادي، وتحسين كفاءة تخصيص الموارد المالية، ورفع مستوى الإنتاجية في مختلف القطاعات الاقتصادية. كما يوفر سوق رأس المال للمتعاملين فرصة تنويع محافظهم الاستثمارية والحد من المخاطر المالية المرتبطة بالاستثمارات قصيرة الأجل، من خلال تداول مجموعة متنوعة من الأدوات المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات والأوراق الحكومية والخاصة.

ويعرف سوق رأس المال بأنه سوق مخصص **"التمويل الاستثمارات لآجال متوسطة وطويلة، حيث أن طبيعة استخدام هذا التمويل يتطلب أن يكون لفترة طويلة وهي فترة إنشاء المشروع حتى يبدأ الإنتاج، وتتدفق الموارد النقدية اللازمة لسداد القرض"** ويعتبر هذا السوق من أهم المكونات الأساسية لأسواق المال، حيث تتم جميع العمليات المالية وفق قواعد وأنظمة محددة تهدف إلى جمع المدخرات وضمان استثمارها بطريقة فعالة تتوافق مع آجالها وأشكالها [3]. ويتيح هذا التنظيم للمتعاملين القدرة على الحصول على التمويل المطلوب وفق شروط واضحة، كما يساهم في حماية المستثمرين والحد من المخاطر المرتبطة بتقلبات السوق.

[1] J. H. Adam, *Longman Dictionary of Business English*, Longman, 1982, p. 295.

[2] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 71.

[3] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 73.

وإلى نفس المعنى ذهب Eugene Brigham: **"أسواق رأس المال هي أسواق الدين طويلة الأجل وأسهم الشركات"**[1].

بينما أوضح بعض الكتاب تعريفًا أكثر تفصيلاً **:"أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذا الأسهم. والغرض الأساسي منها هو تحويل المدخرات إلى استثمارات. لذلك فإن الأوراق المالية المتعامل عليها في هذه الأسواق هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد عن عام، أو تلك التي ليس لها تاريخ استحقاق كما هو الحال بالنسبة للأسهم. وتضم هذه السوق الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتي يمكن تسييلها بسهولة، وكذا سندات الشركات، وأسهمها، وسندات البلدية التي تصدرها الدولة أو الحكومات المحلية فضلاً عن سندات الخزانة وسندات الرهن العقاري)**[2]**"**

ويتمتع سوق رأس المال بعدة وظائف حيوية، فهو يتيح للشركات جمع التمويل اللازم للمشاريع الإنتاجية أو التوسعية، كما يوفر للمستثمرين أدوات استثمارية طويلة الأجل تحقق عوائد محتملة أعلى مقارنة بالأدوات قصيرة الأجل، مع إمكانية تقليل المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات. كما يمثل السوق أداة استراتيجية للحكومات في جمع الموارد المالية لتنفيذ مشاريع التنمية والبنية التحتية والخدمات العامة، ويؤثر نشاطه بشكل مباشر على السياسات النقدية والمالية من خلال التحكم في مستويات الفائدة وتنظيم السيولة داخل الاقتصاد [3]

بالإضافة إلى ذلك، يمتاز سوق رأس المال بقدرته على توفير سيولة نسبية للأوراق المالية طويلة الأجل، حيث يمكن بيعها في السوق الثانوية بسهولة، مما يعزز الثقة في الاستثمار طويل الأجل ويحفز المزيد من المدخرات على دخول السوق. كما يوفر آليات رقابية ومؤشرات أداء دقيقة تساعد على متابعة الوضع المالي للشركات والحكومات، وبالتالي تعزيز الشفافية والمساءلة في إدارة الموارد المالية، وهو ما يجعل سوق رأس المال عنصرًا محوريًا في استقرار الاقتصاد وتنشيط النشاط الاقتصادي طويل المدى.

[1] Eugene F. Brigham and Joel F. Houston, Fundamentals of Financial Management, South-Western Cengage Learning, USA, Tenth Edition, 2004, p. 109.

[2] Charles N. Henning, William Pigott and Robert Haney Scott, Financial Markets and the Economy, Prentice-Hall, New Jersey, 3rd Edition, 1981, pp. 11-14.

[3] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 76.

المطلب الثالث :أهمية السوق المالي

يُعدّ السوق المالي عنصرًا أساسيًا في دعم النشاط الاقتصادي، من خلال توفيره إطارًا منظّمًا لتداول الأدوات المالية وتوجيه الموارد نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة. كما يساهم في تسهيل التمويل وإدارة المخاطر، خاصة مع تنامي دور المشتقات المالية. لذلك تبرز أهمية السوق المالي في عدة جوانب يمكن عرضها فيما يلي:

تخصيص الموارد بكفاءة

تتمثل أهمية السوق المالي في قدرته على توجيه الموارد المالية نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة وإنتاجية داخل الاقتصاد، حيث يتم توجيه الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تمتلك فائضًا ماليًا إلى الوحدات التي تحتاج إلى التمويل لتنفيذ مشاريعها الاستثمارية. ويساهم هذا الدور في تعزيز كفاءة استخدام الموارد، إذ تميل الاستثمارات إلى التركز في المشاريع الأكثر ربحية، مما يؤدي إلى تحسين الأداء الاقتصادي العام ودعم النمو[1].

تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار

يُعد السوق المالي أداة أساسية في الاقتصاد من خلال قدرته على تجميع المدخرات من مختلف الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، حيث يعمل كحلقة وصل بين الوحدات التي تمتلك فائضًا ماليًا وتلك التي تعاني من عجز في التمويل. وتكمن أهمية هذا الدور في منع بقاء الأموال معطلة دون استغلال، بل يتم تحويلها إلى مشاريع اقتصادية تساهم في خلق القيمة وزيادة الإنتاج. كما يساعد هذا التحويل في تحسين كفاءة استخدام الموارد المالية داخل الاقتصاد، ويؤدي إلى تعزيز النشاط الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة، خاصة في الاقتصادات التي تسعى إلى رفع مستويات الاستثمار [2].

تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد

يساهم السوق المالي بشكل كبير في توجيه الموارد المالية نحو المشاريع الأكثر كفاءة وربحية، وذلك من خلال آلية الأسعار التي تعكس قوى العرض والطلب في السوق. فالمستثمرون يميلون إلى توجيه أموالهم نحو الاستثمارات التي تحقق أعلى عائد ممكن مقابل مستوى معين من المخاطر، مما يؤدي إلى تركّز رأس المال في الأنشطة الاقتصادية

[1] منير سليمان وسامر موصلي، الأسواق المالية، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، دمشق، سوريا، 2013، ص 17.
[2] A. Mwange, et al., "Explaining The Fundamentals of Financial Markets: A Theoretical Review", Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 13, No. 4, 2022, pp. 70–71.

الأكثر إنتاجية. وتكمن أهمية هذه العملية في تحسين الأداء الاقتصادي العام، حيث يتم استغلال الموارد بشكل أمثل، كما تساعد على تقليل الهدر في استخدام رأس المال وتعزيز كفاءة النظام الاقتصادي ككل [1].

تمويل الشركات

يساهم السوق المالي في توفير التمويل اللازم للشركات من خلال إصدار الأسهم والسندات، مما يمكنها من توسيع نشاطها وتنفيذ مشاريع جديدة. وتكمن أهمية هذا الدور في أنه يتيح للشركات الحصول على مصادر تمويل متنوعة، بدل الاعتماد فقط على القروض البنكية، وهو ما يعزز من قدرتها على النمو والاستمرار في بيئة اقتصادية تنافسية[2].

توفير السيولة للمستثمرين

يوفر السوق المالي درجة عالية من السيولة، حيث يتيح للمستثمرين إمكانية بيع أصولهم المالية في أي وقت تقريبًا وبالسعر العادل في السوق، مما يقلل من القيود المرتبطة بالاحتفاظ طويل الأجل بالأصول. وتكمن أهمية هذه الخاصية في أنها تشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار، إذ يشعر المستثمر بالاطمئنان لإمكانية تحويل استثماره إلى نقد عند الحاجة دون خسائر كبيرة. كما تساهم السيولة في زيادة نشاط السوق وتحسين كفاءته، حيث تسهّل عمليات التداول وتدعم استقرار الأسعار . وتأكيداً على هذا الدور، يشير الباحث (Mwange)وزملائه في دراستهم إلى أن :

"Investors can sell their financial instruments at the market's current fair value at any moment" [3]

توزيع وتقليل المخاطر

يوفر السوق المالي للمستثمرين إمكانية تنويع استثماراتهم من خلال مجموعة واسعة من الأدوات المالية، مما يساعد على توزيع المخاطر وتقليلها. فبدل الاعتماد على استثمار واحد، يمكن توزيع الأموال على عدة أصول، وهو ما يقلل من احتمال التعرض لخسائر كبيرة، ويزيد من استقرار العوائد الاستثمارية.

توفير المعلومات وتحقيق الشفافية

يساهم السوق المالي في توفير المعلومات الضرورية للمستثمرين من خلال الأسعار والتقارير المالية، حيث تعكس هذه المعلومات أداء الشركات وتوقعات المستثمرين. وتكمن

[1] A. Mwange, et al., op. cit., p. 70.

[2] منير سليمان وسامر موصلي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

[3] A. Mwange, et al., op. cit., p. 71

أهمية ذلك في تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على معلومات دقيقة، مما يعزز من شفافية السوق وكفاءته[1].

دعم تكوين رأس المال

يساهم السوق المالي في تكوين رأس المال من خلال توفير قنوات تمويل فعالة للمؤسسات التي تحتاج إلى موارد مالية لتنفيذ مشاريعها، حيث يمكن للشركات والحكومات الحصول على التمويل عبر إصدار الأسهم والسندات. كما يسمح للمستثمرين بتوظيف أموالهم في فرص استثمارية متنوعة تحقق لهم عوائد مناسبة. وتكمن أهمية هذا الدور في دعم عملية التنمية الاقتصادية، حيث يؤدي إلى زيادة الإنتاج والاستثمار، إضافة إلى تعزيز قدرة الاقتصاد على التوسع والنمو على المدى الطويل .

دعم النمو الاقتصادي

يُعد السوق المالي أحد المحركات الأساسية للنمو الاقتصادي، حيث يساهم في زيادة حجم الادخار والاستثمار وتحسين جودتهما، كما يوفر مصادر تمويل متنوعة للمؤسسات الاقتصادية. ويساعد أيضًا في تقليل الاعتماد على التمويل البنكي، مما يساهم في تقليل المخاطر المالية وتعزيز الاستقرار الاقتصادي. كما أن تطور الأسواق المالية يرتبط بشكل مباشر بزيادة الإنتاجية وتحسين مستوى الرفاه الاقتصادي في المجتمع [2].

المبحث الثاني :ماهية المشتقات المالية

فرض التطور المتسارع للأسواق المالية ابتكار أدوات مرنة لإدارة المخاطر، تجسدت في "المشتقات المالية". ورغم اشتراك هذه الأدوات في ميزة أساسية وهي اشتقاق قيمتها من أصل مرجعي، إلا أنها تتباين هيكلياً وتنظيمياً؛ إذ تختلف أشكالها بناءً على طبيعة الالتزامات التعاقدية، وآليات تداولها، وكيفية توزيع المخاطر بين أطراف العقد.

[1] منير سليمان وسامر موصلي، مرجع سبق ذكره، ص 18.

[2] [1] A. Mwange, et al., op. cit., pp. 71-72.

المطلب الأول :مفهوم المشتقات المالية ونشأتها وتطورها.

أولا: تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية **تستمد قيمتها من أصل مالي آخر يُعرف بالأصل الأساسي** .يُمكن أن يكون هذا الأصل سهمًا، سندًا، سلعة، عملة، أو مؤشر مالي. تُعد المشتقات **عقودًا مالية بين طرفين أو أكثر تحدد الالتزامات المستقبلية بناءً على تغيرات الأصل الأساسي،** ويُمكن استخدامها للتحوط ضد المخاطر أو لتحقيق أرباح من التغيرات السعرية المستقبلية.

1.1التعريفات الرسمية

1. **Hull 2022** :

"المشتقات المالية هي عقود مالية تعتمد قيمتها على الأصل الأساسي، وتُستخدم للتحوط أو إدارة المخاطر أو المضاربة، وتشمل العقود الآجلة، الخيارات، والمبادلات. تُساعد هذه الأدوات المؤسسات على توزيع المخاطر المالية وإعادة توجيهها إلى الأطراف القادرة على تحملها."[1]

2. McDonald (2013) :

"المشتقات هي أدوات مالية تتيح للأطراف تحويل المخاطر المالية الناتجة عن تقلبات الأسعار بين بعضها البعض، بحيث يتحمل كل طرف المخاطر التي يمكنه التعامل معها مقابل تكلفة محددة، مما يعزز كفاءة الأسواق المالية ويزيد من فرص الاستثمار الآمن." [2]

3. عبد الله الشيخ (2019) :

"المشتقات المالية هي عقود تهدف إلى حماية المستثمرين أو المؤسسات من تقلبات الأسعار، أو لتعظيم الأرباح المتوقعة، وتشمل العقود التي تحدد الالتزامات المالية وفقًا للشروط المتفق عليها بين الأطراف، سواء في الأسواق المنظمة أو الأسواق غير المنظمة[3].

[1] John C. Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, Pearson, New York, 11th Edition, 2022, p. 23.

[2] Robert L. McDonald, Derivatives Markets, Pearson, Boston, 3rd Edition, 2013, pp. 1-2.

[3] عبد الله الشيخ، المشتقات المالية وأدواتها في إدارة المخاطر، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2019، ص 25.

4. البنك الدولي(2015) :

"المشتقات هي أدوات مالية مشتقة من قيمة أصل أساسي، وتستخدم لإدارة المخاطر المالية والتحوط، وهي جزء أساسي من الهيكل المالي في الأسواق الحديثة، خاصة في المؤسسات الكبرى والشركات متعددة الجنسيات." [1]

5. IOSCO (2017) :

"المشتقات هي عقود مالية تربط طرفين أو أكثر، حيث يتم الاتفاق على تسوية مالية تعتمد على أداء الأصل الأساسي خلال فترة زمنية محددة، وتستخدم لأغراض التحوط أو المضاربة أو إعادة توزيع المخاطر بين الأطراف." [2]

ثانيا : نشأة وتطور المشتقات المالية

جاءت المشتقات المالية نتاج مسار تاريخي تراكمي فرضته حاجة الأسواق للتحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار. حيث تطورت تدريجياً من عقود سلعية بسيطة لتأمين المحاصيل، إلى أدوات هندسية معقدة لإدارة وتداول المخاطر المالية الحديثة، وهو ما يمكن تتبعه عبر المحطات الرئيسية التالية:

أولاً: الجذور التاريخية المبكرة لفكرة تثبيت الأسعار

تشير الدراسات التاريخية إلى أن فكرة التعاقد على تسليم سلعة في المستقبل بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقاً ظهرت في المجتمعات الزراعية القديمة، حيث كان المنتجون يواجهون مخاطر مرتبطة بتقلبات الأسعار بين موسم الزراعة وموسم الحصاد. وقد أبرم التجار والمزارعون اتفاقات مسبقة تضمن سعراً محدداً لتسليم المحصول مستقبلاً، الأمر الذي وفر قدراً من اليقين للطرفين.

ويذكر John C. Hullأن هذه الممارسات تمثل الأساس التاريخي لفكرة العقود الآجلة الحديثة، رغم افتقارها آنذاك إلى الإطار المؤسسي والتنظيمي المتكامل[3]. كما تشير بعض الأدبيات إلى وجود ممارسات شبيهة في الحضارات البابلية واليونانية، حيث كانت تُبرم

[1] World Bank, Derivatives and Risk Management, World Bank Group, Washington D.C., 2015, pp. 12-15.
[2]IOSCO, Derivatives Markets: Principles and Guidelines, International Organization of Securities Commissions, Madrid, Spain, 2017, p. 8..
[3] John C. Hull, op. cit., p. 25..

اتفاقات تتيح الاستفادة من فروق الأسعار المستقبلية، وهو ما يعكس إدراكاً مبكراً لفكرة نقل المخاطر.

غير أن هذه الاتفاقات ظلت ذات طبيعة فردية، تعتمد على الثقة الشخصية، وتفتقر إلى آليات ضمان التنفيذ أو تسوية النزاعات، مما حدّ من انتشارها الواسع ومن قدرتها على التحول إلى سوق قائمة بذاتها.

ثانياً: التحول المؤسسي وظهور الأسواق المنظمة في القرن التاسع عشر

جاءت النقلة النوعية الأولى في تاريخ المشتقات مع الثورة الصناعية وتوسع التجارة الداخلية والخارجية في القرن التاسع عشر. فقد أدى التوسع في إنتاج الحبوب ونقلها عبر السكك الحديدية في الولايات المتحدة إلى تزايد الحاجة إلى تنظيم عمليات التسليم والتسعير. وفي هذا السياق، تأسس Chicago Board of Tradeعام 1848 ليشكل أول سوق منظم للعقود الآجلة[1].

وقد أسهم هذا السوق في إرساء قواعد جوهرية ما تزال تحكم تداول المشتقات حتى اليوم، من بينها توحيد مواصفات العقود، وتحديد كميات معيارية، وإنشاء غرف مقاصة لضمان تنفيذ الالتزامات. ويؤكد Robert L. McDonaldأن وجود غرفة مقاصة مركزية خفف بشكل كبير من مخاطر الطرف المقابل، مما ساعد على تعزيز الثقة وزيادة حجم التداول[2].

كما أدى هذا التنظيم إلى ظهور سوق ثانوية يمكن فيها بيع العقد قبل تاريخ استحقاقه، وهو تطور بالغ الأهمية لأنه منح العقود صفة السيولة، وحولها من مجرد وسيلة تحوط إلى أداة مالية قابلة للتداول والمضاربة.

ثالثاً: توسع استخدام المشتقات في أسواق السلع والمعادن

مع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، توسع نطاق العقود الآجلة ليشمل سلعاً أخرى مثل القطن والمعادن والماشية. وقد أصبح استخدام العقود الآجلة وسيلة أساسية لتثبيت الأسعار في القطاعات الإنتاجية الكبرى، خاصة في ظل تزايد الاندماج بين الأسواق المحلية والدولية.

[1] Chicago Board of Trade (CBOT), Historical Records and Centennial Development, CME Group, Chicago, 2018, pp. 5-8.
[2] Robert L. McDonald, op. cit., pp. 4-5

وقد ساهم هذا التوسع في ترسيخ وظيفة المشتقات كأداة لإدارة المخاطر السعرية، لا سيما في القطاعات التي تتسم بتقلبات موسمية أو دورية. كما أدى إلى تعميق الفهم الاقتصادي لدور الأسواق الآجلة في تحسين عملية اكتشاف الأسعار (Price Discovery) وتعزيز كفاءة تخصيص الموارد.

رابعاً: التحول نحو المشتقات المالية بعد انهيار نظام بريتون وودز

حتى ستينيات القرن العشرين، ظلت المشتقات تتركز أساساً في أسواق السلع. غير أن انهيار نظام أسعار الصرف الثابتة (بريتون وودز) في أوائل السبعينيات أدى إلى تقلبات حادة في أسعار العملات وأسعار الفائدة، مما خلق بيئة جديدة تتسم بدرجة عالية من عدم اليقين المالي[1].

وفي هذا السياق، ظهرت الحاجة إلى أدوات مالية قادرة على إدارة مخاطر أسعار الصرف والفائدة. وقد تم إطلاق عقود مستقبلية على العملات، ثم على أسعار الفائدة، في أسواق منظمة، مما مثّل انتقالاً جوهرياً من مشتقات السلع إلى المشتقات المالية.

ويشير Frank J. Fabozzi إلى أن هذا التحول يعكس انتقال مركز الثقل في الاقتصاد العالمي من المخاطر المرتبطة بالإنتاج المادي إلى المخاطر المرتبطة بالتمويل والاستثمار[2]. ومن ثم أصبحت المشتقات أداة أساسية في إدارة المحافظ الاستثمارية والالتزامات التمويلية.

خامساً: الثورة النظرية وتطوير نماذج التسعير

شهد عام 1973 تطوراً مفصلياً مع تأسيس Chicago Board Options Exchange، الذي أتاح تداول الخيارات في إطار مؤسسي منظم[3]. وفي العام نفسه، تم تطوير نموذج بلاك–شولز لتسعير الخيارات، الذي وفر أساساً رياضياً لتحديد القيمة العادلة للعقود.

وقد شكل هذا النموذج نقطة تحول في الفكر المالي، إذ أرسى مبدأ التسعير القائم على عدم وجود فرص للتحكيم، وربط بين قيمة المشتق وسلوك الأصل الأساسي وتقلبه والزمن

[1] Frank J. Fabozzi, Financial Markets and Institutions, Pearson, Boston, 4th Edition, 2010, pp. 214-215.
[2] Frank J. Fabozzi, op. cit., p. 216.
[3] Chicago Board Options Exchange (CBOE), The History of the Options Market and Theoretical Framework, CBOE Global Markets, Chicago, 2020, pp. 11-13.

المتبقي للاستحقاق. ويؤكد René M. Stulzأن هذه الثورة النظرية عززت الطابع العلمي لتسعير المشتقات وفتحت الباب أمام تطوير أدوات أكثر تعقيداً[1].

ومنذ ذلك الحين، أصبحت النماذج الكمية جزءاً لا يتجزأ من عمل المؤسسات المالية، مما أدى إلى تزاوج عميق بين المالية والرياضيات التطبيقية.

سادساً: التوسع في المشتقات خارج المقصورة(OTC)

ابتداءً من الثمانينيات، شهدت الأسواق المالية توسعاً سريعاً في المشتقات المتداولة خارج الأسواق المنظمة، خاصة عقود المبادلات .(Swaps) وقد سمحت هذه العقود بتبادل التدفقات النقدية المرتبطة بأسعار الفائدة أو العملات، وفق شروط مخصصة لكل طرف.

وتشير تقارير Bank for International Settlementsإلى أن القيمة الاسمية للمشتقات خارج المقصورة بلغت مستويات ضخمة، ما يعكس اعتماد المؤسسات المالية الكبرى عليها في إدارة مخاطرها[2]. وقد أتاح هذا التوسع مرونة كبيرة، لكنه زاد في الوقت نفسه من تعقيد العلاقات بين المؤسسات المالية.

سابعاً: المشتقات والأزمات المالية وإعادة التنظيم

أدت الأزمة المالية العالمية لعام 2008 إلى إعادة تقييم شاملة لدور المشتقات في النظام المالي. فقد تبين أن بعض المشتقات الائتمانية، عند استخدامها دون ضوابط كافية، قد تسهم في تضخيم المخاطر النظامية. وقد دعت تقارير International Monetary Fundإلى تعزيز الشفافية وزيادة الاعتماد على المقاصة المركزية[3].

ونتيجة لذلك، شهدت السنوات اللاحقة إصلاحات تنظيمية واسعة هدفت إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمشتقات، مع الحفاظ على دورها الأساسي في إدارة المخاطر.

ثامناً: المرحلة المعاصرة – الابتكار والتكامل العالمي

في الوقت الراهن، تمثل المشتقات عنصراً أساسياً في البنية التحتية للنظام المالي العالمي. فقد أدى التقدم التكنولوجي إلى تطوير أنظمة تداول إلكترونية متقدمة، وزيادة سرعة تنفيذ الصفقات، وتحسين إدارة الضمانات والمقاصة.

[1] René M. Stulz, Risk Management and Derivatives, Thomson South-Western, Ohio, 2003, pp. 8-9.
[2] Bank for International Settlements (BIS), OTC Derivatives Statistics, BIS, Basel, Switzerland, 2019, pp. 3-5.
[3] International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability, IMF, Washington D.C., 2010, pp. 118-119.

كما توسع نطاق استخدام المشتقات ليشمل مجالات جديدة، بما في ذلك إدارة مخاطر الطاقة، والكوارث الطبيعية، وحتى بعض المخاطر المناخية. ويؤكد Bank for International Settlementsفي تقاريره الحديثة أن أسواق المشتقات تلعب دوراً محورياً في تعزيز الاستقرار المالي العالمي، شريطة أن تخضع لإدارة ورقابة فعالتين[1].

المطلب الثاني : خصائص المشتقات المالية

تكتسب المشتقات المالية تعقيداً خاصاً يميزها عن الأدوات التقليدية؛ كونها لا تمثل ملكية مباشرة لأصل ما، بل هي عقود تولد حقوقاً أو التزامات مستقبلية تستمد قيمتها من متغير مرجعي. وينبثق الإطار النظري لفهم هذه الأدوات من جملة خصائص بنيوية ووظيفية حددتها الأدبيات المالية، ويمكن إبرازها فيما يلي:

أولاً: خاصية الاشتقاق من أصل أساسي

تتمثل الخاصية الجوهرية للمشتقات في كونها أدوات مشتقة القيمة، أي أن قيمتها تعتمد على قيمة أصل أو متغير مرجعي محدد[2]. ويؤكد John C. Hullأن المشتق هو أداة مالية تعتمد قيمتها على قيمة أصل آخر، وهو ما يعني أن العلاقة بين العقد والأصل المرجعي علاقة تبعية مباشرة[1]. فإذا تغير سعر الأصل الأساسي، فإن قيمة المشتق تتغير تبعاً لذلك، وغالباً بدرجة حساسية تختلف باختلاف طبيعة العقد.

ولا تقتصر هذه التبعية على العلاقة البسيطة بين السعرين، بل قد تشمل عوامل إضافية مثل درجة التقلب، أو المدة الزمنية المتبقية حتى الاستحقاق، أو التوقعات بشأن المتغيرات الاقتصادية. وهذا يجعل تحليل المشتقات عملية مركبة تتطلب دراسة سلوك الأصل المرجعي والعوامل المؤثرة فيه. ومن هنا، فإن فهم المشتقات لا ينفصل عن فهم الأسواق التي تستمد منها قيمتها.

ثانياً: الطبيعة التعاقدية الملزمة

تتميز المشتقات بكونها عقوداً قانونية تنشئ التزامات أو حقوقاً متبادلة بين أطرافها[2]. ويشير Robert L. McDonaldإلى أن المشتقات هي اتفاقيات مالية يتم تحديد شروطها مسبقاً،

[1]Bank for International Settlements (BIS), BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments, BIS, Basel, Switzerland, 2023, pp. 45-46..

[2] John C. Hull, op. cit., pp. 23-24.

بما في ذلك السعر المرجعي، وتاريخ التنفيذ، وطبيعة الالتزام[1]. وبذلك، فإنها تختلف عن الأسهم التي تمثل حصة ملكية، وعن السندات التي تمثل التزاماً مالياً مباشراً.

وتنبع أهمية هذه الطبيعة التعاقدية من أن آثار المشتقات لا تتحقق إلا وفقاً للشروط المحددة في العقد، وهو ما يمنحها مرونة كبيرة في التصميم، لكنه في الوقت ذاته يفرض التزامات قانونية دقيقة على الأطراف. كما أن الطابع التعاقدي يجعل من عنصر الثقة أو الضمان المؤسسي عاملاً مهماً، خاصة في الأسواق خارج المقصورة، حيث تكون مخاطر الطرف المقابل أكثر بروزاً.

ثالثاً: الارتباط بالزمن والطابع المستقبلي

من الخصائص الأساسية للمشتقات ارتباطها الوثيق بالزمن، إذ إن تنفيذ التزاماتها أو تسويتها يتم في تاريخ لاحق أو خلال فترة زمنية مستقبلية[2]. وبالتالي فإن قيمتها الحالية تعكس تقديراً لتوقعات الأطراف بشأن المسار المستقبلي للأصل المرجعي. ويؤدي هذا البعد الزمني إلى إدخال عنصر عدم اليقين في عملية التقييم، نظراً لأن المستقبل بطبيعته غير مؤكد.

ويؤكد Frank J. Fabozzi أن القيمة الاقتصادية للمشتقات ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتوقعات السوق بشأن تحركات الأسعار المستقبلية ومستوى المخاطر المرتبطة بها[3]. ومن هنا، فإن عامل الزمن لا يؤثر فقط في تاريخ التنفيذ، بل يدخل مباشرة في حساب القيمة الحالية للعقد، ويُعد أحد المحددات الأساسية لسعره.

رابعاً: خاصية الرافعة المالية

تتسم المشتقات غالباً بقدرتها على توفير درجة مرتفعة من الرافعة المالية، حيث يمكن الدخول في مراكز مالية كبيرة نسبياً مقابل التزام مالي أولي محدود. ويعني ذلك أن التغيرات الصغيرة في سعر الأصل الأساسي قد تؤدي إلى تغيرات كبيرة نسبياً في قيمة العقد المشتق. هذه الخاصية تزيد من كفاءة استخدام رأس المال، لكنها في الوقت نفسه تضخم من حجم المخاطر المحتملة.

[1] Robert L. McDonald, op. cit., pp. 2-3.
[2] Don M. Chance and Robert Brooks, An Introduction to Derivatives and Risk Management, Cengage Learning, Boston, 9th Edition, 2015, pp. 12-15.
[3] Frank J. Fabozzi, op. cit., pp. 621-622.

ويُبرز René M. Stulzأن الرافعة المالية المرتبطة بالمشتقات تتطلب إدارة دقيقة للمخاطر، إذ إن سوء استخدامها قد يؤدي إلى تقلبات مالية حادة[1]. ولذلك تُعد هذه الخاصية من أبرز السمات التي تجعل المشتقات أدوات فعالة لكنها حساسة في الوقت ذاته.

خامساً: الحساسية للتقلبات وعوامل المخاطرة

لا تعتمد قيمة المشتقات على مستوى السعر الحالي للأصل فحسب، بل تتأثر أيضاً بدرجة التقلب في السوق، أي مستوى عدم اليقين بشأن حركة الأسعار المستقبلية[2] فارتفاع التقلب قد يؤدي إلى زيادة قيمة بعض العقود حتى دون تغير فعلي في السعر الحالي. وهذا ما يجعل التقلب متغيراً مستقلاً في نماذج التسعير الحديثة.

كما أن المشتقات تتأثر بعوامل أخرى مثل أسعار الفائدة، ومستوى السيولة، وتوقعات السياسة الاقتصادية، مما يجعلها أدوات شديدة الارتباط بالبيئة الاقتصادية الكلية. وهذه الحساسية المتعددة الأبعاد تفسر الحاجة إلى نماذج كمية دقيقة لتحليلها.

سادساً: إمكانية التداول في أسواق مختلفة

تُتداول المشتقات في كل من الأسواق المنظمة والأسواق خارج المقصورة. وتشير بيانات Bank for International Settlementsإلى أن جزءاً كبيراً من حجم المشتقات العالمية يتم في الأسواق خارج المقصورة[3]. ويمنح هذا التنوع في أماكن التداول مرونة كبيرة في تصميم العقود وتكييفها مع احتياجات الأطراف، لكنه في المقابل يخلق تفاوتاً في مستويات الشفافية والرقابة.

سابعاً: الاعتماد على النماذج الكمية ومبدأ عدم التحكيم

تعتمد المشتقات في تقييمها على إطار نظري يستند إلى مبدأ عدم وجود فرص للتحكيم، الذي يشكل حجر الأساس في المالية الحديثة[4]. ووفقاً لهذا المبدأ، يجب أن يُحدد سعر المشتق بطريقة تمنع تحقيق أرباح مؤكدة دون تحمل مخاطرة. وقد أدى هذا الإطار إلى تطوير نماذج رياضية متقدمة لتسعير المشتقات، ما جعلها مجالاً يتقاطع فيه الاقتصاد بالتحليل الرياضي والإحصائي.

[1] René M. Stulz, op. cit., pp. 25-26.
[2] John C. Hull, op. cit., p. 305.
[3] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., pp. 12-13
[4] Steven E. Shreve, Stochastic Calculus for Finance II: Continuous-Time Models, Springer, New York, 2004, pp. 15-16.

المطلب الثالث : أنواع المشتقات المالية

تتعدد المشتقات المالية تبيعاً لطبيعة عقودها وآلية تداولها، ورغم اشتراكها في اشتقاق قيمتها من أصل مرجعي، إلا أنها تتباين في كيفية إدارة وتوزيع المخاطر. ويمكن تصنيف أبرز أنواعها فيما يلي:

أولاً: العقود الآجلة(Forward Contracts)

تُعدّ العقود الآجلة من أقدم وأبسط أشكال المشتقات المالية، وهي تمثل الإطار التعاقدي الأول الذي تطورت عنه بقية الأدوات المشتقة. وتقوم هذه العقود على اتفاق خاص بين طرفين يقضي بشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي بسعر يتم الاتفاق عليه وقت إبرام العقد[1]. ويستمد العقد الآجل قيمته من الأصل المرجعي محل الاتفاق، والذي قد يكون سلعة مادية، أو عملة أجنبية، أو ورقة مالية، أو حتى معدل فائدة.

ويعرّف John C. Hull العقد الآجل بأنه اتفاق ملزم بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي محدد بسعر يتم الاتفاق عليه اليوم[1]. ويُبرز هذا التعريف ثلاثة عناصر أساسية: الطبيعة التعاقدية الملزمة، وتحديد السعر مسبقاً، وتأجيل التنفيذ إلى المستقبل. وهذه العناصر هي التي تمنح العقد الآجل وظيفته الأساسية في إدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسعار.

1 .الأساس الاقتصادي للعقود الآجلة

من الناحية الاقتصادية، نشأت العقود الآجلة استجابةً لحاجة المنتجين والتجار إلى تثبيت الأسعار المستقبلية وتقليل حالة عدم اليقين. فالمنتج الزراعي، على سبيل المثال، يواجه مخاطر انخفاض سعر محصوله عند الحصاد، في حين يخشى التاجر من ارتفاع الأسعار مستقبلاً. ومن خلال العقد الآجل، يتم نقل المخاطر السعرية من طرف إلى آخر، بحيث يتحمل كل طرف نوع المخاطرة الذي يرغب في تحمله مقابل تحقيق استقرار أكبر في تدفقاته النقدية.

ويشير Robert L. McDonald إلى أن العقود الآجلة تمثل أداة مباشرة للتحوط (Hedging)، إذ تُمكّن الأطراف من تثبيت السعر الحالي لمعاملة مستقبلية، مما يقلل من أثر

[1] John C. Hull, op. cit., p. 25.

تقلبات السوق على نتائجهم المالية[1]. ومن ثم فإن العقد الآجل لا يُنشئ قيمة جديدة بحد ذاته، وإنما يعيد توزيع المخاطر بين الأطراف وفق تفضيلاتهم للمخاطرة.

2 .الطبيعة القانونية والتنظيمية

تتميز العقود الآجلة بأنها تُبرم غالباً في أسواق خارج المقصورة(OTC) ، أي خارج نطاق البورصات المنظمة. وهذا يعني أنها عقود خاصة تُصاغ وفق اتفاق مباشر بين الطرفين دون توحيد معياري لشروطها. وتمنح هذه الطبيعة التعاقدية مرونة كبيرة في تحديد:

- كمية الأصل محل العقد
- تاريخ الاستحقاق
- شروط التسليم
- طريقة التسوية (تسليم فعلي أو تسوية نقدية)

غير أن هذه المرونة يقابلها غياب غرفة مقاصة مركزية تضمن تنفيذ الالتزامات. وتؤكد تقارير Bank for International Settlementsأن المعاملات خارج المقصورة، رغم أهميتها، تنطوي على درجة أعلى من مخاطر الطرف المقابل مقارنةً بالعقود المتداولة في الأسواق المنظمة[2].

وبالتالي، يعتمد نجاح العقد الآجل على الملاءة المالية للطرفين وعلى وجود ثقة متبادلة أو ترتيبات ضمان إضافية.

3.العناصر الأساسية للعقد الآجل

يتضمن العقد الآجل مجموعة من العناصر الجوهرية التي تحدد بنيته التعاقدية، من أهمها:

أ. الأصل المرجعي

وهو الأساس الذي تُشتق منه قيمة العقد، وقد يكون سلعة، أو عملة، أو ورقة مالية، أو معدل فائدة.

[1] Robert L. McDonald, op. cit., pp. 21-22.
[2] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., p. 6.

ب. السعر الآجل(Forward Price)

وهو السعر الذي يتم الاتفاق عليه اليوم لتسوية المعاملة في المستقبل.

ج. تاريخ الاستحقاق

وهو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ الالتزام.

د. طريقة التسوية

قد تكون التسوية فعلية من خلال تسليم الأصل، أو نقدية عبر دفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر السائد في السوق عند الاستحقاق.

4 .آلية تسعير العقود الآجلة

يعتمد تسعير العقد الآجل على مبدأ عدم وجود فرص للتحكيم، الذي يُعدّ أحد المبادئ الأساسية في النظرية المالية الحديثة. فوفقاً لما يوضحه John C. Hull، يجب أن يكون السعر الآجل مساوياً للسعر الفوري للأصل مضافاً إليه تكلفة الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق، بعد الأخذ في الاعتبار سعر الفائدة وأي عوائد محتملة من الأصل[1].

وإذا انحرف السعر الآجل عن هذا المستوى النظري، تنشأ فرصة لتحقيق ربح خالٍ من المخاطر، مما يدفع المتعاملين إلى إجراء عمليات تحكيم تعيد السعر إلى مستواه العادل. ومن هنا يتضح أن تسعير العقود الآجلة يرتبط ارتباطاً وثيقاً بهيكل أسعار الفائدة وبالظروف السائدة في الأسواق المالية.

5 .الاستخدامات التطبيقية للعقود الآجلة

تُستخدم العقود الآجلة في مجالات متعددة، أبرزها:

- **إدارة مخاطر أسعار الصرف** :تلجأ الشركات المستوردة أو المصدرة إلى تثبيت سعر العملة لتأمين معاملاتها الدولية.
- **التحوط من مخاطر أسعار السلع** :يستخدم المنتجون والمستهلكون الصناعيون العقود الآجلة لتثبيت تكاليف المواد الخام أو إيرادات البيع.

[1] John C. Hull, op. cit., pp. 104-105.

- **إدارة مخاطر أسعار الفائدة** :يمكن تثبيت سعر فائدة مستقبلي على قرض أو استثمار.

ويؤكد René M. Stulzأن العقود الآجلة تُعد أداة فعالة لتقليل تقلبات الأرباح وحماية القيمة السوقية للمؤسسات[1]، شريطة إدارتها ضمن إطار متكامل لإدارة المخاطر.

6 .مزايا وعيوب العقود الآجلة

المزايا:

- مرونة عالية في تصميم العقد
- ملاءمتها للاحتياجات الخاصة
- فعاليتها في تثبيت الأسعار المستقبلية

العيوب:

- ارتفاع مخاطر الطرف المقابل
- ضعف السيولة مقارنة بالعقود المستقبلية
- غياب التسوية اليومية للأرباح والخسائر

7 .المقارنة المبدئية مع العقود المستقبلية

على الرغم من التشابه الجوهري بين العقود الآجلة والمستقبلية من حيث المبدأ، فإن الاختلاف يكمن أساساً في طبيعة التنظيم والتسوية. فالعقود الآجلة عقود خاصة غير معيارية، في حين أن العقود المستقبلية تُتداول في بورصات منظمة وتخضع لنظام هامش وتسوية يومية، مما يقلل من مخاطر الائتمان.

ومن ثم يمكن القول إن العقد الآجل يمثل الصيغة الأولية للمشتقات، في حين تمثل العقود المستقبلية تطوراً مؤسسياً وتنظيمياً لها.

[1] René M. Stulz, op. cit., pp. 44-45.

ثانياً: العقود المستقبلية(Futures Contracts)

تُعدّ العقود المستقبلية من أبرز أدوات المشتقات المالية وأكثرها تنظيماً وانتشاراً في الأسواق العالمية، وتمثل مرحلة متقدمة في التطور المؤسسي للمشتقات مقارنةً بالعقود الآجلة. فهي تقوم على اتفاق ملزم قانوناً بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد، غير أن هذا الاتفاق يتم داخل سوق منظمة تخضع لإشراف رقابي دقيق، وتضمن تنفيذه جهة وسيطة تُعرف بغرفة المقاصة[1]

ويعرّف John C. Hullالعقد المستقبلي بأنه التزام قانوني لشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي بسعر محدد سلفاً، يتم تداوله في بورصة منظمة وتكفل غرفة المقاصة تنفيذه[1]. ويُبرز هذا التعريف الطبيعة المزدوجة للعقود المستقبلية: فهي من ناحية أداة مالية للتحوط أو المضاربة، ومن ناحية أخرى مؤسسة سوقية قائمة بذاتها تعتمد على بنية تنظيمية دقيقة.

1 .الإطار المؤسسي والتنظيمي للعقود المستقبلية

أ. التداول في سوق منظمة

على خلاف العقود الآجلة التي تُبرم في أسواق خارج المقصورة، يتم تداول العقود المستقبلية في بورصات متخصصة، حيث تُحدد شروط العقود بصورة معيارية. ويُعد تأسيس Chicago Board of Tradeخطوة أساسية في إرساء هذا النموذج المنظم لتداول العقود[2]

ويؤدي هذا التنظيم إلى تحقيق عدة أهداف:

- تعزيز الشفافية في تحديد الأسعار
- ضمان عدالة المعاملات
- توفير معلومات آنية حول حجم التداول والأسعار

ب. التوحيد المعياري للعقود

تحدد البورصة جميع عناصر العقد مسبقاً، بما في ذلك:

[1] John C. Hull, op. cit., p. 47.
[2] Chicago Board of Trade (CBOT), op. cit., pp. 9-11.

- حجم العقد (مثلاً 5,000 بوشل قمح)
- نوع الأصل الأساسي ومواصفاته
- تواريخ الاستحقاق المتاحة
- آلية التسوية

ويؤكد Robert L. McDonaldأن هذا التوحيد يسهم في زيادة السيولة، إذ يمكن لأي مستثمر الدخول أو الخروج من مركزه بسهولة دون الحاجة لإعادة التفاوض على الشروط[1].

ج. غرفة المقاصة والمخاطر الائتمانية

تتدخل غرفة المقاصة كطرف مقابل مركزي لكل صفقة، فتضمن تنفيذ الالتزامات، مما يقلل بشكل كبير من مخاطر الطرف المقابل. وتشير تقارير Bank for International Settlementsإلى أن المقاصة المركزية تُعد ركيزة أساسية في تعزيز الاستقرار المالي وتقليل المخاطر النظامية[2].

2 .نظام الهامش والتسوية اليومية

من أهم الخصائص التي تميز العقود المستقبلية نظام الهامش(Margin System) ، الذي يتكون من:

- **الهامش الابتدائي** :مبلغ يُودَع عند فتح المركز.
- **هامش الصيانة** :الحد الأدنى الذي يجب الحفاظ عليه.
- **التسوية اليومية** :**(Mark-to-Market)** إعادة تقييم العقد يومياً وتحويل الأرباح والخسائر فوراً.

ويشير John C. Hullإلى أن هذه الآلية تمنع تراكم الخسائر حتى تاريخ الاستحقاق، بخلاف العقود الآجلة التي تُسوّى عند نهاية العقد فقط[3].

[1]Robert L. McDonald, op. cit., pp. 58-59..
[2] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., p. 8.
[3] John C. Hull, op. cit., pp. 51-52.

وهذا النظام يعزز استقرار السوق، إذ يضمن أن الأطراف تتحمل خسائرها بشكل فوري، مما يقلل احتمال التخلف عن السداد.

3.آلية تسعير العقود المستقبلية

يعتمد تسعير العقود المستقبلية على مبدأ عدم وجود فرص للتحكيم (No-Arbitrage Principle).ويعني ذلك أن السعر المستقبلي يجب أن يعكس:

- السعر الفوري للأصل
- تكلفة التمويل (سعر الفائدة)
- تكاليف التخزين (إن وجدت)
- أي عوائد متوقعة من الأصل

فإذا كان السعر المستقبلي أعلى من مستواه النظري، يستطيع المستثمر شراء الأصل في السوق الفوري وبيعه في السوق المستقبلية لتحقيق ربح خالٍ من المخاطر، والعكس صحيح. وهذه العمليات تعيد السعر إلى مستواه العادل بسرعةْ

4.الوظائف الاقتصادية للعقود المستقبلية

أ. التحوط(Hedging)

تمكّن العقود المستقبلية المؤسسات من تثبيت الأسعار وتقليل تقلبات الأرباح. فالتحوط لا يهدف إلى تحقيق أرباح إضافية، بل إلى تقليل عدم اليقين المرتبط بالتقلبات السعرية.

ب. المضاربة(Speculation)

توفر العقود المستقبلية فرصة للمستثمرين للاستفادة من توقعاتهم بشأن اتجاهات الأسعار، مستفيدين من خاصية الرافعة المالية.

ج. اكتشاف الأسعار(Price Discovery)

تُعد الأسواق المستقبلية مؤشراً لتوقعات المتعاملين بشأن الأسعار المستقبلية، مما يساعد في تحسين كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد.

ويؤكد René M. Stulzأن هذه العقود تسهم في تحسين إدارة المخاطر داخل المؤسسات وتخفيف أثر التقلبات على القيمة السوقية[1].

.5تحليل المزايا والقيود

المزايا:

- تقليل مخاطر الطرف المقابل
- شفافية عالية
- سيولة مرتفعة
- فعالية في التحوط

القيود:

- محدودية المرونة بسبب المعيارية
- مخاطر الرافعة المالية
- متطلبات هامش قد تؤثر على السيولة الداخلية للمؤسسة

ثالثاً: عقود الخيارات(Options Contracts)

تُعدّ عقود الخيارات من أكثر أدوات المشتقات المالية تطوراً ومرونة، وتمثل نقلة نوعية مقارنة بالعقود الآجلة والمستقبلية من حيث طبيعة الالتزام القانوني وهيكل العائد والمخاطر. فإذا كانت العقود المستقبلية تُنشئ التزاماً متبادلاً على الطرفين، فإن عقد الخيار يمنح أحد الطرفين **حقاً** دون أن يفرض عليه **التزاماً** بتنفيذ الصفقة، في مقابل دفع مبلغ يُعرف بعلاوة الخيار.(Option Premium)

ويعرّف John C. Hullعقد الخيار بأنه اتفاق يمنح حامله الحق – دون إلزام – في شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ محدد، مقابل دفع

[1] René M. Stulz, op. cit., pp. 46-47.

علاوة للبائع[1]. ويُبرز هذا التعريف الطبيعة غير المتماثلة للالتزام، حيث يتحمل بائع الخيار التزاماً مشروطاً بينما يتمتع المشتري بحرية التنفيذ أو الامتناع عنه.

كما يرى Robert L. McDonaldأن جوهر عقد الخيار يتمثل في كونه أداة لإعادة توزيع المخاطر، إذ يسمح بتحويل المخاطر السلبية إلى طرف آخر مقابل تعويض مالي يتمثل في العلاوة[2].

1 .الطبيعة القانونية والاقتصادية لعقود الخيارات

أ. عدم تماثل الالتزام

الميزة الأساسية لعقود الخيارات هي عدم تماثل الالتزامات بين الطرفين:

- **مشتري الخيار** :يمتلك حق التنفيذ ولا يُجبر عليه.
- **بائع الخيار** :ملزم بتنفيذ العقد إذا قرر المشتري استعمال حقه.

هذا التباين يفسر سبب دفع علاوة الخيار مقدماً، باعتبارها تعويضاً عن المخاطر التي يتحملها البائع.

ب. عناصر عقد الخيار

يتضمن عقد الخيار عدة عناصر أساسية:

- الأصل الأساسي(Underlying Asset)
- سعر التنفيذ(Strike Price)
- تاريخ الانتهاء(Expiration Date)
- علاوة الخيار(Premium)

ويؤكد John C. Hullأن تحديد هذه العناصر بدقة يسمح بتقييم الخيار وفق نماذج رياضية تستند إلى تقلبات الأصل الأساسي، وسعر الفائدة، والمدة الزمنية[3].

[1] John C. Hull, op. cit., p. 211.
[2] Robert L. McDonald, op. cit., pp. 36-37.
[3] John C. Hull, op. cit., pp. 213-214.

2 .أنواع عقود الخيارات من حيث الحق الممنوح

رغم أننا سنفصل الأنواع بشكل منهجي لاحقاً، إلا أنه من الضروري الإشارة هنا إلى أن الخيارات تنقسم أساساً إلى:

- **خيار الشراء :(Call Option)** يمنح الحق في شراء الأصل.
- **خيار البيع :(Put Option)** يمنح الحق في بيع الأصل.

ويُعد هذا التمييز أساسياً لفهم هيكل العائد، حيث تختلف طبيعة المخاطر باختلاف اتجاه المركز.

3 .القيمة الاقتصادية لعقود الخيارات

تتمثل الأهمية الاقتصادية لعقود الخيارات في أنها توفر حماية ضد المخاطر السلبية مع الاحتفاظ بإمكانية الاستفادة من التحركات الإيجابية. فهي تشبه بوليصة تأمين مالي.

ويشير René M. Stulz إلى أن الخيارات تمنح المؤسسات قدرة أكبر على إدارة المخاطر غير الخطية(Non-Linear Risks) ، أي تلك التي لا يمكن تغطيتها بكفاءة باستخدام العقود الخطية كالعقود المستقبلية[1].

فالخيار يخلق علاقة غير خطية بين العائد وسعر الأصل، ما يسمح بتصميم استراتيجيات معقدة للتحوط وإدارة المخاطر.

4 .تسعير عقود الخيارات

يُعد تسعير الخيارات من أكثر الجوانب تطوراً في النظرية المالية الحديثة. فقد شكل نموذج بلاك–شولز (Black-Scholes Model) ثورة في مجال تسعير المشتقات.

وقد طور النموذج كل من Fischer Blackو Myron Scholesعام 1973، مع مساهمات لاحقة لـ Robert C. Merton، حيث أثبتوا أن قيمة الخيار تعتمد على عدة متغيرات، أهمها:

- السعر الحالي للأصل

[1] René M. Stulz, op. cit., pp. 182-183.

- سعر التنفيذ
- المدة الزمنية المتبقية
- معدل الفائدة الخالي من المخاطر
- تقلب الأصل الأساسي

وقد أسهم هذا النموذج في منح الأساس العلمي لتقييم الخيارات وتطوير أسواقها على نطاق واسع[1].

5 .المزايا والقيود التحليلية

المزايا:

- حماية غير متماثلة (الحد من الخسائر مع الاحتفاظ بالمكاسب)
- مرونة عالية في تصميم الاستراتيجيات
- إمكانية إدارة المخاطر المعقدة

القيود:

- تكلفة العلاوة قد تكون مرتفعة في حالات التقلب العالي
- تعقيد في التسعير والفهم
- مخاطر كبيرة لبائع الخيار غير المغطى[2]

6 .الأهمية النظامية لعقود الخيارات

أصبحت عقود الخيارات جزءاً أساسياً من البنية المالية العالمية، حيث تُستخدم في إدارة مخاطر أسعار الفائدة والعملات والأسهم والسلع. وقد أدى تطور النماذج الرياضية إلى توسيع نطاق استخدامها، كما أسهم التنظيم الحديث للأسواق في تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر النظامية.

[1] Fischer Black and Myron Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3, 1973, pp. 637-640.
[2] Robert C. Merton, "Theory of Rational Option Pricing", Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 4, No. 1, 1973, pp. 141-145.

رابعاً: عقود المبادلة(Swaps Contracts)

تُعدّ عقود المبادلة من أكثر أدوات المشتقات المالية انتشاراً وتأثيراً في الأسواق المالية العالمية، لا سيما في مجال إدارة مخاطر أسعار الفائدة والعملات. وتمثل هذه العقود اتفاقاً تعاقدياً بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية مستقبلية وفق صيغة محددة سلفاً ولمدة زمنية متفق عليها، بحيث يُعاد توزيع المخاطر المالية بين الطرفين دون الحاجة إلى تعديل جوهري في الأصول أو الالتزامات الأصلية لكل منهما.

ويعرّف John C. Hull عقد المبادلة بأنه اتفاق بين طرفين لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية في تواريخ مستقبلية محددة، تُحسب هذه التدفقات بناءً على قيمة اسمية متفق عليها ووفق آلية محددة مسبقاً[1]. ويعكس هذا التعريف الطبيعة المستمرة للعقد، إذ لا يقتصر على دفعة واحدة كما في بعض المشتقات، بل يمتد على مدى زمني قد يصل إلى عدة سنوات.

1 .الخلفية التاريخية وتطور سوق المبادلات

ظهر أول عقد مبادلة حديث في أوائل الثمانينيات، في سياق بحث الشركات متعددة الجنسيات عن وسائل لإدارة تكاليف التمويل وتقلبات أسعار الصرف. ويُعتبر الاتفاق الشهير عام 1981 بين شركة IBM والبنك الدولي من أوائل عمليات مبادلة العملات المنظمة، مما مهّد الطريق لتوسع هذا السوق.

ومنذ ذلك الحين، تطور سوق المبادلات بشكل كبير، وأصبح يشكل الجزء الأكبر من سوق المشتقات خارج المقصورة .(OTC) وتشير بيانات Bank for International Settlements إلى أن مبادلات أسعار الفائدة تمثل الحصة الأكبر من إجمالي القيمة الاسمية للمشتقات المتداولة عالمياً[2]، وهو ما يعكس أهميتها في إدارة المخاطر المؤسسية.

2 .البنية التعاقدية لعقود المبادلة

[1] John C. Hull, op. cit., p. 153.

[2] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., pp. 7-8.

أ. القيمة الاسمية(Notional Principal)

تُحدد في عقد المبادلة قيمة اسمية تُستخدم فقط كأساس لحساب التدفقات النقدية، ولا يتم تبادلها فعلياً في معظم الحالات (باستثناء بعض مبادلات العملات). وهذه الخاصية تجعل المبادلات أداة منخفضة التكلفة نسبياً مقارنة بالاقتراض المباشر.

ب. مدة العقد وتواريخ الدفع

غالباً ما تمتد عقود المبادلة بين سنتين وعشر سنوات أو أكثر، ويتم تحديد تواريخ دورية لتبادل الدفعات (ربع سنوية أو نصف سنوية عادة).

ج. سعر المبادلة(Swap Rate)

عند إبرام العقد، يُحدد سعر المبادلة بحيث تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للطرفين متساوية، مما يجعل قيمة العقد الابتدائية صفراً. ويتم احتساب ذلك باستخدام منحنى العائد السائد في السوق.

3 .الأنواع الرئيسية لعقود المبادلة

أولاً: مبادلات أسعار الفائدة(Interest Rate Swaps)

وهي الأكثر استخداماً، ويتم فيها تبادل دفعات فائدة ثابتة مقابل دفعات فائدة متغيرة محسوبة على أساس معدل مرجعي.

الهدف الأساسي منها هو تحويل طبيعة الالتزام من ثابت إلى متغير أو العكس، بما يتوافق مع توقعات المؤسسة أو سياستها في إدارة المخاطر.

ثانياً: مبادلات العملات(Currency Swaps)

تتضمن تبادل أصل الدين والفوائد بعملتين مختلفتين، وتُستخدم للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف، خاصة لدى الشركات التي تمارس أنشطة دولية.

ثالثاً: مبادلات أخرى متطورة

تطورت المبادلات لتشمل أشكالاً أكثر تعقيداً مثل:

- مبادلات التضخم

- مبادلات العجز الائتماني(Credit Default Swaps)
- مبادلات السلع

وهذا التطور يعكس قدرة هذه الأداة على التكيف مع احتياجات الأسواق.

4 .تسعير وتقييم عقود المبادلة

عند نشأة العقد تكون قيمته صفرية تقريباً، لكن مع تغير أسعار الفائدة أو أسعار الصرف، تتغير القيمة السوقية للمبادلة.

ويتم تقييم العقد من خلال حساب القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المستقبلية لكل طرف باستخدام أسعار الفائدة السائدة. فإذا ارتفعت أسعار الفائدة مثلاً، تصبح المبادلة ذات الفائدة الثابتة أكثر قيمة للطرف الذي يستلم الفائدة الثابتة.

5. المخاطر المرتبطة بعقود المبادلة

رغم فوائدها، تنطوي المبادلات على عدة مخاطر:

أ. مخاطر الطرف المقابل

نظراً لأنها غالباً عقود خارج المقصورة، فإن احتمال تخلف أحد الأطراف عن السداد يمثل خطراً حقيقياً.

ب. مخاطر السوق

تغير أسعار الفائدة أو أسعار الصرف قد يؤدي إلى تقلبات كبيرة في قيمة العقد.

ج. المخاطر النظامية

حجم سوق المبادلات الكبير قد يؤدي إلى آثار ممتدة في حال حدوث أزمة، كما ظهر خلال الأزمة المالية العالمية.

وقد دفعت هذه المخاطر الجهات التنظيمية إلى تعزيز المقاصة المركزية لبعض أنواع المبادلات، وهو ما أكدت عليه تقارير Bank for International Settlements [1]

[1]Bank for International Settlements (BIS), op. cit., p. 9.

6 .الأهمية الاستراتيجية لعقود المبادلة

تكمن أهمية المبادلات في أنها تسمح بما يلي:

- إعادة هيكلة التعرض للمخاطر دون تعديل هيكل التمويل الأساسي
- تخفيض تكلفة الاقتراض عبر استغلال الميزة النسبية بين الأطراف
- تحسين إدارة التدفقات النقدية طويلة الأجل
- تعزيز مرونة السياسات المالية للشركات

ويؤكد René M. Stulzأن المبادلات تمثل أداة استراتيجية لإدارة المخاطر على مستوى المؤسسات الكبرى، حيث تسمح بتخصيص المخاطر للطرف الأكثر قدرة على تحملها[1].

خامساً: المشتقات الائتمانية(Credit Derivatives)

تُمثل المشتقات الائتمانية مرحلة متقدمة في تطور الهندسة المالية الحديثة، إذ تقوم على فكرة جوهرية تتمثل في **فصل مخاطر الائتمان عن الأصل المالي ونقلها إلى طرف آخر** دون نقل ملكية الأصل ذاته. وقد شكّل ظهور هذه الأدوات تحولاً نوعياً في إدارة المخاطر داخل المؤسسات المصرفية والمالية، حيث أصبح بالإمكان إعادة توزيع مخاطر التعثر الائتماني بطريقة أكثر مرونة وفعالية مقارنة بالوسائل التقليدية كبيع القروض أو تنويع المحافظ.

ويعرّف John C. Hullالمشتقات الائتمانية بأنها أدوات مالية تتيح تحويل مخاطر التعثر المرتبطة بقرض أو سند أو أي التزام ائتماني إلى طرف آخر مقابل مقابل مالي[2]. ويعني ذلك أن المؤسسة المقرضة يمكنها الاحتفاظ بالعلاقة التعاقدية مع المقترض، وفي الوقت نفسه تخفيف العبء المرتبط بمخاطر عدم السداد.

كما يرى René M. Stulzأن المشتقات الائتمانية تمثل وسيلة لإعادة توزيع المخاطر داخل النظام المالي، مما يعزز كفاءة تخصيص رأس المال إذا استُخدمت ضمن إطار رقابي سليم[3].

[1] René M. Stulz, op. cit., pp. 161-162.
[2] John C. Hull, op. cit., p. 561.
[3] René M. Stulz, op. cit., pp. 511-512.

1.الخلفية التاريخية وتطور السوق

بدأت المشتقات الائتمانية في الظهور مطلع التسعينيات، حين سعت البنوك الكبرى إلى إيجاد حلول لإدارة مخاطر محافظها الائتمانية في ظل تشديد متطلبات رأس المال بموجب اتفاقيات بازل. وكان الهدف الأساسي آنذاك هو تقليل تركّز المخاطر دون التخلي عن العلاقات المصرفية مع العملاء.

وقد شهد هذا السوق توسعاً كبيراً خلال الفترة الممتدة بين 2000 و2007، خاصة مع انتشار عقود مبادلة العجز الائتماني ومنتجات الدين المهيكلة. وتشير بيانات Bank for International Settlements إلى أن القيمة الاسمية للمشتقات الائتمانية بلغت مستويات قياسية قبل الأزمة المالية العالمية، ما يعكس حجم الاعتماد عليها في النظام المالي الدولي[1].

غير أن الأزمة المالية لعام 2008 كشفت عن جوانب قصور في إدارة هذه الأدوات، خاصة فيما يتعلق بمخاطر الطرف المقابل وضعف الشفافية، مما أدى إلى تعزيز الرقابة التنظيمية لاحقاً.

2.الأساس الاقتصادي للمشتقات الائتمانية

تقوم المشتقات الائتمانية على مبدأ أساسي هو **إمكانية تسعير المخاطر الائتمانية بشكل مستقل عن الأصل المالي** .ففي التمويل التقليدي، كان الخطر الائتماني ملازماً للأصل ولا يمكن عزله. أما في ظل هذه الأدوات، فقد أصبح بالإمكان:

- الاحتفاظ بالعائد المرتبط بالأصل
- نقل خطر التعثر إلى طرف آخر
- تحسين توزيع المخاطر داخل النظام المالي

وهذا الفصل بين الملكية والمخاطر يعزز سيولة الأسواق ويُسهم في تنويع المحافظ الاستثمارية.

[1] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., p. 15.

لكن في المقابل، فإن هذا الفصل قد يؤدي إلى تضخم المخاطر النظامية إذا لم يُقابل برقابة فعالة، لأن نقل المخاطر لا يعني بالضرورة اختفاءها، بل قد يؤدي إلى تراكمها لدى جهات أقل قدرة على إدارتها.

3.الأنواع الرئيسية للمشتقات الائتمانية

أولاً: عقود مبادلة العجز الائتماني(Credit Default Swaps – CDS)

تُعد عقود CDS الشكل الأكثر انتشاراً للمشتقات الائتمانية. وهي عقد يتعهد بموجبه بائع الحماية بتعويض مشتري الحماية في حال وقوع حدث ائتماني محدد، مقابل دفع أقساط دورية.

الحدث الائتماني قد يتمثل في:

- الإفلاس
- عدم سداد الدين
- إعادة هيكلة إجبارية

ويُنظر إلى هذا العقد على أنه يشبه التأمين ضد التعثر، مع اختلاف أن أطرافه غالباً مؤسسات مالية.

ثانياً: مبادلات العائد الكلي(Total Return Swaps)

في هذا النوع، يقوم أحد الأطراف بتحويل العائد الكلي لأصل معين (فوائد + تغير في القيمة السوقية) إلى طرف آخر مقابل معدل فائدة متفق عليه. ويُستخدم هذا النوع لإدارة التعرض الائتماني دون نقل الأصل فعلياً.

ثالثاً: المنتجات الائتمانية المهيكلة

من أبرزها التزامات الدين المضمونة(CDOs) ، التي تقوم على تجميع مجموعة من القروض أو السندات وتقسيمها إلى شرائح تختلف في درجة المخاطر. وقد لعبت هذه المنتجات دوراً محورياً في الأزمة المالية العالمية بسبب سوء تقييم المخاطر الكامنة فيها.

4 .تسعير المشتقات الائتمانية

يعتمد تسعير عقود CDS على تحليل احتمالية التعثر ومعدل الاسترداد المتوقع، إضافة إلى العوامل السوقية العامة.

ويتم تحديد القسط بحيث يعكس:

- جودة الجدارة الائتمانية للجهة المرجعية
- مدة العقد
- تقلبات السوق
- فروق العائد بين السندات الحكومية وسندات الشركات

كلما ارتفعت احتمالية التعثر، ارتفع قسط الحماية، مما يجعل سعر CDS مؤشراً مهماً على تقييم السوق للمخاطر الائتمانية.

5.المخاطر المرتبطة بالمشتقات الائتمانية

رغم دورها في التحوط، فإن هذه الأدوات تنطوي على مخاطر معقدة:

1. **مخاطر الطرف المقابل** :احتمال عدم قدرة بائع الحماية على الوفاء بالتزامه.
2. **مخاطر العدوى المالية** :انتقال الخسائر بين المؤسسات.
3. **مخاطر التقييم** :صعوبة تحديد القيمة العادلة للمنتجات المهيكلة.
4. **المخاطر الأخلاقية** :إمكانية استخدام العقود للمضاربة بدلاً من التحوط.

وقد دفعت هذه المخاطر الجهات التنظيمية إلى فرض متطلبات إفصاح ومقاصة مركزية لبعض عقودCDS ، كما أوصت تقارير Bank for International Settlementsبزيادة الشفافية والرقابة في هذا السوق[1].

6 .الأهمية النظامية والاستراتيجية

[1] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., pp. 10-11.

تُعد المشتقات الائتمانية أداة محورية في إدارة مخاطر الائتمان لدى البنوك والمؤسسات الاستثمارية، إذ تسمح بتحسين إدارة رأس المال وتنويع التعرضات الائتمانية. غير أن حجم هذا السوق وتشابكه مع بقية القطاعات المالية يجعلان منه عنصراً ذا تأثير نظامي كبير.

ومن ثم، فإن فعاليتها في تغطية المخاطر تعتمد على حسن استخدامها ضمن إطار حوكمة ورقابة صارم، يوازن بين الابتكار المالي والاستقرار الاقتصادي.

المبحث الثالث : أسواق المشتقات المالية

تُمثل البيئة التداولية للمشتقات المالية الركيزة الأساسية الهيكلية التي تُحدد آليات تسعير هذه الأدوات ومدى كفاءتها في إدارة المخاطر. ونظراً للتباين الجوهري بين آليات العمل والرقابة، تنقسم هذه البيئة إلى نمطين رئيسيين: الأسواق المنظمة والخاضعة لرقابة صارمة، والأسواق غير المنظمة القائمة على التعاقد المباشر. وبناءً على ذلك، يسعى هذا المبحث إلى تسليط الضوء على هذين النمطين المؤسسيين، مع بيان انعكاسات كل بنية سوقية على مستويات السيولة والمخاطر المرتبطة بها.

المطلب الأول : الأسواق المنظمة للمشتقات المالية (Exchange-Traded Derivatives Markets)

تُمثل الأسواق المنظمة البيئة المؤسسية الأكثر انضباطاً وتطوراً في الهندسة المالية الحديثة، حيث تدار وتتداول عقود المشتقات داخل بورصات رسمية تخضع لأطر قانونية ورقابية صارمة. وتستمد هذه الأسواق كفاءتها التشغيلية من قواعد معيارية دقيقة تحكم شروط التعاقد والتسوية، مما يجعلها البيئة الأكثر أماناً وشفافية مقارنة بالتعاملات المباشرة، وهو ما يمكن تفصيله عبر المحاور المنهجية التالية:

1. الإطار المفاهيمي والخصائص البنيوية للأسواق المنظمة:

يُقصد بالأسواق المنظمة تلك المنصات الرسمية والمعترف بها قانونياً وتديرها بورصات عالمية (مثل *Chicago Mercantile Exchange* و*Euronext*)، وتعمل وفق لوائح تنظيمية معلنة تحت إشراف هيئات رقابية حكومية ودولية. وتتمايز هذه البيئة بخصيصتين هيكليتين:

- **أ. المعيارية الصارمة :(Standardization)** حيث تتولى البورصة مسبقاً وبشكل موحد تحديد كافة بنود العقد (كحجم الصفقة، مواصفات الأصل الأساسي، تواريخ الاستحقاق، وآلية التسوية نقدية كانت أم فعلية). ويرى *(Robert L. McDonald)* أن هذا التوحيد يمحو الحاجة لإعادة التفاوض، مما يُعد ركيزة أساسية لتعزيز سيولة السوق وكفاءة اكتشاف الأسعار[1].
- **ب. الشفافية المطلقة والإفصاح :**تلتزم هذه الأسواق ببث بيانات آنية ومستمرة حول الأسعار المبرمة، أحجام التداول، والمراكز المفتوحة(*Open Interest*) ؛ وهو ما يقلص فجوة عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين، ويقود إلى تشكيل قيم عادلة تعكس التوقعات الجماعية الحقيقية للسوق.

.2الركائز الحمائية (غرفة المقاصة ونظام الهامش) :

تعتمد سلامة التعاملات في البورصات المنظمة على منظومة أمان متكاملة تمنع التخلف عن السداد، وتتشكل من آليتين متلازمتين:

- **أ. الطرف المقابل المركزي :(CCP)** تتدخل غرفة المقاصة (*Clearing House*) كحجر زاوية لكل صفقة، حيث تصبح "المشتري لكل بائع والبائع لكل مشتري"، مما يؤدي—حسب *(John C. Hull)* إلى تلاشي مخاطر الطرف المقابل وتحييد أثر التعثر الفردي[2].
- **ب. نظام الهامش والتسوية اليومية (*Mark-to-Market*) :**لضمان الجدية والملاءة، يُلزم المتعامل بتقديم **هامش ابتدائي** عند فتح المركز، ومراقبة **هامش الصيانة** كحد أدنى للحساب. وتتم تسوية المراكز مالياً نهاية كل يوم تداول بتحويل الأرباح والخسائر فوراً؛ وهي آلية حاسمة تمنع تراكم الخسائر الائتمانية عبر الزمن.

.3الكفاءة الاقتصادية وآلية اكتشاف الأسعار:

تتجاوز وظيفة الأسواق المنظمة مجرد التداول إلى أداء دور اقتصادي كلي محوري يُعرف بـ **اكتشاف الأسعار(*Price Discovery*)** ؛ فحجم السيولة المرتفع وتنوع فئات المستثمرين يحول أسعار المشتقات إلى مؤشرات استشرافية تعكس قيم الأصول المستقبلية. وفي هذا الصدد، يؤكد *(René M. Stulz)*أن كفاءة التسعير في هذه البيئة تساهم في تحسين تخصيص الموارد الاقتصادية والحد من موجات التقلب العشوائية غير المبررة في الأسواق[3].

[1] Robert L. McDonald, op. cit., pp. 59-60.
[2] John C. Hull, op. cit., pp. 48-49.
[3] René M. Stulz, op. cit., pp. 48-49.

4.التقييم التحليلي والتحول الهيكلي بعد الأزمة المالية:

من منظور تحليلي، توفر البورصات المنظمة مستويات أمان مؤسسي قصوى وسيولة تفوق الأسواق الموازية، مقابل قيود جوهرية تتعلق بنقص المرونة في تفصيل عقود خاصة (مخصصة) للاحتياجات الفريدة، وارتفاع تكاليف الامتثال التنظيمي.

ومع ذلك، أثبتت الأزمة المالية العالمية لعام 2008 الأهمية الاستراتيجية لهذه البنية؛ حيث اتجهت التوصيات الدولية الصادرة عن بنك التسويات الدولية (*BIS*) نحو صياغة أطر تنظيمية حديثة تُلزم المؤسسات بترحيل جزء كبير من المشتقات التي كانت تتداول خارج المقصورة (OTC) إلى بيئة المقاصة المركزية، كإجراء وقائي لكبح المخاطر النظامية وحماية الاستقرار الاقتصادي العالمي[1].

المطلب الثاني: الأسواق غير المنظمة (Over-the-Counter Markets)

تُشكّل الأسواق غير المنظمة—المعروفة بأسواق خارج المقصورة(OTC) الكتلة الهيكلية الأكبر في المنظومة العالمية للمشتقات المالية، حيث تستقطب تاريخياً الحصة العظمى من القيم الاسمية للتعاملات الدولية. وتنطلق فلسفة هذه الأسواق من آلية التعاقد الثنائي المباشر بين الأطراف بمعزل عن المنصات المركزية، وهو ما يمنح الهندسة المالية مرونة فائقة في صياغة العقود وتفصيلها، لكنه يضع البيئة الاستثمارية في الوقت ذاته أمام تحديات ائتمانية وتنظيمية بالغة التعقيد يمكن تفصيلها عبر المحاور المنهجية التالية:

1 .الإطار المفاهيمي والأبعاد البنيوية لأسواق OTC :

يُقصد بأسواق خارج المقصورة تلك الشبكة اللامركزية المترابطة من العلاقات التعاقدية التي تجري مباشرة بين المؤسسات المالية الكبرى (كالبنوك الاستثمارية، وصناديق التحوط، والشركات متعددة الجنسيات)، دون وجود منصة تداول مركزية تفرض شروطاً معيارية. وتتسم هذه البيئة بخصيصتين بنيويتين:

- **أ. المرونة التعاقدية المطلقة :(Customization)** حيث يمتلك الأطراف حرية كاملة في تصميم وتكييف بنود العقد (كحجم المبلغ الاسمي، مدة الاستحقاق التي قد تمتد لعقود، وهيكل التدفقات النقدية). ويرى **جون هول *(John C. Hull)*** أن هذا التخصيص يسمح بتلبية احتياجات التحوط المعقدة للمشروعات الضخمة بدقة، كإدارة مخاطر أسعار الفائدة والملفات التمويلية المركبة[2].
- **ب. ضعف الشفافية والسيولة الثانوية :**نظراً لطبيعة الصفقات الثنائية المستترة، تغيب البيانات الآنية والعلنية حول الأسعار وأحجام التداول؛ مما يفرز مشكلة "عدم

[1] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., pp. 11-12.
[2] John C. Hull, op. cit., pp. 26-27.

تماثل المعلومات" وصعوبة تقييم القيمة العادلة للعقود. يضاف إلى ذلك انخفاض السيولة الثانوية وصعوبة التخلص من العقد أو التنازل عنه لطرف ثالث قبل الاستحقاق نتيجة لخصوصية شروطه.

2 .الأبعاد الحمائية وآليات إدارة المخاطر الائتمانية:

بسبب غياب غرفة مقاصة مركزية كلاسيكية تضمن الصفقات، تصبح الملاءة المالية والجدارة الائتمانية للطرف المقابل هي الضمان الأساسي للتنفيذ. ويؤكد **روبرت ماكدونالد *(Robert L. McDonald)*** أن إدارة المخاطر الائتمانية تُمثل عصب الاستدامة في هذه البيئة الثنائية[1]، والتي تعتمد تشغيلياً على ثلاث أدوات حمائية مطورة:

- **أ. اتفاقيات الضمان :(Collateralization)** إلزام الأطراف المتعاقدة بإيداع ضمانات نقدية أو عينية تُعدّل قيمتها دورياً بحسب التغيرات في القيمة السوقية الحالية للعقد.
- **ب. المعيارية القانونية (اتفاقيات ISDA) :** الاعتماد على الأطر العقائدية النموذجية التي تضعها "الجمعية الدولية للمشتقات والمبادلات"، مما يقلص من الغموض القانوني ويحدد آليات التسوية الصارمة في حال وقوع تعثر.
- **ج. المقاصة المركزية الجزئية :**تمرير بعض أنواع العقود الأكثر نمطية المتداولة خارج المقصورة عبر غرف مقاصة مركزية امتثالاً للتعديلات التشريعية الدولية الحديثة.

3 .التقييم النظري والمخاطر الجوهرية (الائتمانية والنظامية) :

على الرغم من أن أسواق خارج المقصورة تسهم في تعزيز الكفاءة الاقتصادية الكلية من خلال نقل المخاطر وتوزيعها بدقة نحو الأطراف الأكثر قدرة على تحملها وإدارتها اقتصاديًا كما يشير رينيه ستولز[2] (René M. Stulz) ، إلا أنها تنطوي على مكامن خطر حادة:

- **أ. مخاطر الطرف المقابل :(Counterparty Risk)** احتمال تخلف أو تعثر أحد أطراف العقد عن الوفاء بالتزاماته المستقبلية، مما يكبّد الطرف الآخر خسائر جوهرية، خاصة في المراكز الطويلة الأجل.
- **ب. المخاطر النظامية والتشابك الشبكي :**إن شبكة العلاقات الائتمانية المعقدة والآلاف من العقود الثنائية المتداخلة بين المصارف العالمية تجعل النظام المالي عرضة لانتقال العدوى؛ فحين تنهار مؤسسة محورية واحدة، قد يتداعى النظام المالي بأكمله. وهي الحقيقة الهيكلية التي عمّقت أثار الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وفقاً لتقارير بنك التسويات الدولية (BIS) [3].

[1] Robert L. McDonald, op. cit., pp. 38-39.
[2] René M. Stulz, op. cit., pp. 72-73..
[3] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., p. 14.

4 .التحليل المقارن والمنظور التكاملي بين البيئتين التداوليتين:

من منظور تحليلي واقتصادي كلي، تبرز العلاقة بين الأسواق المنظمة وغير المنظمة كعلاقة **تكاملية وظيفية** وليست تنافسية؛ فالأسواق المنظمة توفر بيئة قائمة على (الشفافية، الأمان الائتماني المطلق، والسيولة المعيارية البورصوية)، بينما تلبي أسواق خارج المقصورة (OTC) النقص البنيوي عبر تقديم (الحلول المرنة، التخصيص الدقيق، والقدرة الفائقة على ابتكار أدوات الهندسة المالية). لذا، فإن التحدي التنظيمي والاقتصادي الحديث لم يستهدف إلغاء بيئة الـ OTC، بل كبح جماح مخاطرها عبر تفعيل أطر إفصاح إجباري توازن بحذر بين استدامة المرونة التعاقدية وضمان الاستقرار الاستراتيجي والنظامي للاقتصاد الكلي.

المطلب الثالث : المزايا والعيوب الاقتصادية لأسواق المشتقات المالية

تُعدّ أسواق المشتقات المالية سلاحاً ذو حدين في المنظومة المالية المعاصرة؛ فبقدر ما تقدمه من حلول هندسية متطورة لتغطية المخاطر وتوفير السيولة، فإنها تنطوي على ثغرات هيكلية قد تهدد الاستقرار المالي إذا غابت الرقابة الفعالة. وانطلاقاً من هذه الجدلية، يمكن استعراض مزايا وعيوب هذه الأسواق على النحو التالي:

1 .المزايا الاقتصادية والوظائف الحمائية لأسواق المشتقات:

- **أ. الكفاءة القصوى في إدارة المخاطر وتأمين التدفقات :**تُمثل الوظيفة الجوهرية للتحوط؛ إذ تتيح نقل المخاطر وتوزيعها دون الحاجة لتصفية الأصل الأساسي. ويؤكد **جون هول *(John C. Hull)***أن العقود المشتقة تسمح بفصل المخاطر وتفكيكها إلى أجزاء مستقلة، مما يمنح المؤسسات مرونة عالية لتثبيت تكاليفها وتأمين تدفقاتها النقدية بأقل تكلفة ممكنة[1]. وفي السياق ذاته، يرى **روبرت ماكدونالد *(Robert L. McDonald)***أن هذه الآلية تُقلص من كلفة التحوط التشغيلي مقارنة بالبدائل التقليدية في السوق الحاضر[1]
- **ب. تعزيز سيولة الأسواق وكفاءة اكتشاف الأسعار :(*Price Discovery*)** يساهم وجود عقود المشتقات في جذب فئات متنوعة من المتعاملين، مما يرفع عمق السوق ويزيد حجم التداول للأصول الفورية. وفي هذا الصدد، يذكر **فريدريك ميشكين *(Frederic S. Mishkin)***أن أسواق المشتقات تعمل كقنوات تكميلية تزيد من كفاءة تخصيص الأموال عبر تحفيز التداول في الأسواق الحاضرة[2]. علاوة على ذلك، تتحول أسعار هذه العقود إلى مؤشرات معلوماتية تعكس توقعات المستثمرين الجماعية كما يشير رينيه ستولز(René M. Stulz) [3].

[1] Robert L. McDonald, op. cit., pp. 41-42.

[2] Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins, Financial Markets and Institutions, Pearson, Boston, 9th Edition, 2018, pp. 602-603.

[3]René M. Stulz, op. cit., p. 50.

- **ج. الاستخدام الكفء لرأس المال ودعم الابتكار المالي :**توفر آلية الرافعة المالية مرونة بالغة للمؤسسات عبر فتح مراكز حمائية ضخمة بموجب هوامش نقدية صغيرة. ويشير تقرير **صندوق النقد الدولي *(IMF)*** إلى أن الابتكار في الهندسة المالية وتطوير أدوات المشتقات ساهم بشكل مباشر في تلبية الاحتياجات التمويلية متزايدة التعقيد للشركات متعددة الجنسيات في ظل عولمة الأسواق[1]

2 .العيوب الهيكلية ومكامن الخطر في أسواق المشتقات:

- **أ. تضخيم الخسائر بفعل الرافعة المالية وسوء الحوكمة :**إن الميزة الرأسمالية للرافعة المالية تتحول إلى أداة تدميرية مضاعفة للخسائر إذا تحركت الأسعار في اتجاهات معاكسة للتوقعات. ويحذر *(Hull)*من أن استخدام هذه الأدوات دون فقه تام بمخاطرها أو غياب حوكمة صارمة، قد يدفع الإدارات لاستغلالها في المضاربات الفجة بدلاً من التحوط الحقيقي. ويؤكد **وارن بافيت *(Warren Buffett)***في مقولته الشهيرة أن المشتقات المالية قد تتحول إلى "أسلحة دمار شامل مالية" إذا افتقرت المؤسسات لنظم ضبط المخاطر داخل مراكزها الكبرى[2]
- **ب. التعقيد الفني ومخاطر الطرف المقابل :**تتطلب المشتقات (خاصة المركبة) نماذج رياضية بالغة التعقيد لتسعيرها، مما يوسع فجوة عدم تماثل المعلومات. ويشير الاقتصادى **جوزيف ستيغليتز *(Joseph Stiglitz)***إلى أن هذا الغموض في التسعير يخلق بيئة من التضليل الائتماني تعجز معها المؤسسات عن تقدير حجم المخاطر الحقيقي الذي تتعرض له[3]. هذا التعقيد يزداد خطورة في أسواق خارج المقصورة (OTC)التي تفتقر للإفصاح الفوري، حيث تظل مخاطر تعثر الطرف المقابل قائمة ومهددة بوقوع خسائر ائتمانية مفاجئة.
- **ج. توليد المخاطر النظامية وانتقال العدوى :**بسبب التشابك الائتماني الكثيف بين المصارف العالمية عبر آلاف العقود الثنائية المستترة، تتحول أسواق المشتقات إلى ناقل سريع للأزمات. وتؤكد تقارير **بنك التسويات الدولية *(BIS)***أن غياب الشفافية والترابط الشبكي المعقد في معاملات خارج المقصورة كان الصاعق الأساسي الذي فجّر وعمّق آثار الأزمة المالية العالمية لعام 2008 نتيجة تأثير أحجار الدومينو للمؤسسات المتعثرة[4]

[1] International Monetary Fund (IMF), op. cit., pp. 34-35.
[2] Berkshire Hathaway Inc., Annual Report to the Shareholders: Warren Buffett's Letter, Omaha, Nebraska, 2002, p. 15.
[3] Joseph E. Stiglitz, Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy, W. W. Norton & Company, New York, 2010, pp. 42-43.
[4] Bank for International Settlements (BIS), op. cit., p. 16.

خلاصة الفصل :

يتضح من خلال هذا الفصل أن المشتقات المالية أصبحت من أهم الأدوات التي أفرزها التطور الحديث للأسواق المالية، نظراً للدور الذي تؤديه في إدارة المخاطر والحد من الآثار الناجمة عن تقلبات الأسعار وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها من المتغيرات المالية. وقد أظهرت الدراسة أن هذه الأدوات تستمد قيمتها من أصول أساسية مختلفة، وتتميز بخصائص تجعلها قادرة على نقل المخاطر وإعادة توزيعها بين المتعاملين بما يتوافق مع احتياجاتهم وأهدافهم الاستثمارية.

كما تبين أن تنوع المشتقات المالية، من عقود آجلة وعقود مستقبلية وعقود خيارات وعقود مبادلة ومشتقات ائتمانية، أتاح للمؤسسات المالية والشركات والمستثمرين مجموعة واسعة من الآليات التي تمكنهم من التحوط ضد مختلف أنواع المخاطر المالية. وفي المقابل، فإن فعالية هذه الأدوات تبقى مرتبطة بحسن استخدامها وبمدى القدرة على فهم طبيعتها وآليات عملها، خاصة في ظل ما تنطوي عليه من درجة مرتفعة من التعقيد والمخاطر.

كذلك أظهرت الدراسة أن أسواق المشتقات المالية، سواء المنظمة منها أو المتداولة خارج المقصورة، توفر بيئة مناسبة لتداول هذه العقود وفق آليات تختلف من حيث مستوى التنظيم والشفافية والمخاطر. ورغم ما تمنحه المشتقات المالية من مزايا تتعلق بتغطية المخاطر وتحسين كفاءة الأسواق وتعزيز إدارة السيولة، إلا أن سوء استخدامها أو ضعف الرقابة عليها قد يؤدي إلى نتائج عكسية تمس استقرار المؤسسات والأسواق المالية على حد سواء.

وعليه، يمكن اعتبار المشتقات المالية أدوات فعالة في تغطية المخاطر وإدارتها، شريطة توظيفها ضمن إطار مهني ورقابي سليم يضمن الاستفادة من مزاياها والحد من آثارها السلبية المحتملة.

الفصل الثالث

إدارة المشتقات المالية لتغطية المخاطر المالية

تمهيد :

تفرض البيئة الاقتصادية الحديثة تحديات حادة على الاستقرار المالي للمؤسسات، حيث تشكل التقلبات المتسارعة في الأسواق العالمية بيئة خصبة لنشوء حالات عدم اليقين. وفي هذا السياق، برزت مخاطر السوق المتمثلة في تذبذب أسعار الفائدة وأسعار الصرف كمهددات هيكلية مباشرة، تلتهم هوامش الربحية وتزيد من كلفة الالتزامات التمويلية ما لم تخضع لتسيير كفؤ وإدارة استباقية.

وأمام هذه التهديدات، أصبحت أدوات المشتقات المالية ركيزة أساسية لصياغة استراتيجيات التحوط وتأمين التدفقات النقدية. وتكتسب هذه الأدوات فعاليتها من قدرتها على إخضاع المخاطر للقياس الرياضي والكمي، مما يتيح للمؤسسة تثبيت تكاليفها مسبقاً، ونقل مركزها المالي من الانكشاف والتأثر بتقلبات السوق إلى قنوات التغطية والأمان الحتمي.

وعليه، يهدف هذا الفصل إلى تقديم دراسة مفاهيمية وتطبيقية متكاملة؛ تبدأ بتأصيل ماهية المخاطر المالية ومسبباتها العامة، قبل الانتقال إلى معالجة كمية وحالات رقمية تفكك دور المشتقات المالية في التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وإدارة مخاطر السوق.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للمخاطر المالية ومخاطر السوق

يُشكل استيعاب كنه المخاطر المالية ومحدداتها ركيزة جوهرية لضمان الاستقرار الاستراتيجي والتشغيلي لأي منشأة اقتصادية؛ إذ يتعذر عملياً صياغة أو تصميم استراتيجيات تحوطية كفؤة بمعزل عن التحديد الدقيق لبيئة التهديدات وحجم الانكشاف المالي الذي يكتنف استثمارات المؤسسة. وتأسيساً على ذلك، ينطلق هذا المبحث من تفكيك الأبعاد المفاهيمية العامة للمخاطر المالية، وصولاً إلى استعراض المخاطر النوعية المنبثقة عن ديناميكية وحركة الأسواق الاستثمارية.

المطلب الأول: ماهية المخاطر المالية(Financial Risks)

أولاً: مفهوم الخطر المالي وتطوره التاريخي

يُعبر الخطر المالي عن حالة عدم اليقين (Uncertainty) التي تحيط بالتدفقات النقدية المستقبلية للمنظمة، والتي تؤول إجرائياً إلى إحداث انحرافات جوهرية بين العوائد المحققة فعلياً وتلك المستهدفة أو المتوقعة، الأمر الذي يترتب عليه تكبد خسائر مالية مباشرة أو تآكل في القيمة السوقية والرأسمالية للمؤسسة[1].

وينشأ هذا النمط من المخاطر بصفة أساسية من الفجوة الهيكلية المتمثلة في عدم قدرة الإدارة على فرض تحكم كامل في المتغيرات والمتواليات الخارجية المحيطة بالأسواق المالية (كتذبذبات أسعار الفائدة، وتقلبات أسعار الصرف، وأسعار السلع الأساسية). وفي إطار الفكر المالي الحديث، تجاوز المفهوم التقليدي للخطر بوصفه "خسارة حتمية"، ليعاد تعريفه باعتباره "انحرافاً معيارياً" عن الخطط المرسومة؛ وهي مقاربة تعني أن تسيير الخطر وإدارته بأسس علمية قادر على تحويل تلك التهديدات المحتملة إلى مرتكزات للاستقرار والتوازن المالي[2].

ثانياً: الخصائص الجوهرية للمخاطر المالية

تتفرد المخاطر المالية بمجموعة من السمات البنيوية التي تفصلها عن طبيعة المخاطر التشغيلية أو المخاطر الطبيعية المحيطة ببيئة الأعمال، ومن أبرزها[3]:

---

[1] فريد النجار، إدارة المخاطر المالية والدولية في البورصات والشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2018، ص 42.
[2] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية الحديثة: مدخل اتخاذ القرارات**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2021، ص 185.
[3] عبد الغفار حنفي، **البورصات والمشتقات المالية (مفاهيم وأدوات التحوط)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2019، ص 94.

- **الارتباط العضوي بالمحيط المالي والمصرفي :**تتداخل هذه المخاطر بصورة مباشرة مع التقلبات والتحركات الحركية غير المنتظمة التي تشهدها أسعار الأصول، ومعدلات الفائدة، ومؤشرات التبادل العملاتي في الأسواق المحلية والدولية على حد سواء.
- **الأثر التراكمي والتتابعي المتشابك :(Systemic Effect)** يؤدي التغاضي عن تسيير خطر مالي معين (كخطر السيولة مثلاً) إلى تحفيز فوري وبأثر رجعي لمخاطر أخرى (مثل خطر الائتمان أو الإعسار المالي والإفلاس)، مما يهدد بانهيار الهيكل المالي الشامل للمنظمة.
- **القابلية للقياس والصياغة الرياضية الإحصائية :**بخلاف المخاطر السياسية أو الإدارية الصعبة التكميم، تمتاز المخاطر المالية بقدرتها على الخضوع للتنبؤ الإحصائي والقياس الرياضي الدقيق بالاعتماد على نماذج الانحراف المعياري ومؤشرات القيمة المعرضة للخطر(VaR) ، وهو ما يمهد الطريق لهندسة وابتكار مشتقات مالية قادرة على إدارتها وضبطها بدقة حتمية.

ثالثاً: مسببات وروافد الانكشاف للخطر المالي

يتشكل انكشاف المؤسسة للمخاطر المالية وتأثرها بها نتيجة تفاعل قوتين ومصدرين أساسيين:

- **المحددات والروافد الداخلية :**ترتبط مباشرة بآلية صياغة هيكل الأصول والخصوم داخل المنشأة، كالإفراط في الاعتماد على الديون قصيرة الأجل الخاضعة لمعدلات فائدة عائمة، أو غياب التخطيط المالي الاستراتيجي للتدفقات النقدية المقومة بالعملات الأجنبية.
- **المحددات والروافد الخارجية :**تنبثق من تقلبات البيئة الماكرو-اقتصادية (الكلية)، وتتمثل في التحولات الفجائية في السياسات النقدية الانكماشية أو التوسعية للمصارف المركزية، والأزمات الجيوسياسية التي تلقي بظلالها على سلاسل التوريد وقيم العملات، فضلاً عن موجات التضخم العالمية المستمرة.

المطلب الثاني: المخاطر التي تؤثر على قيمة الاستثمار

تواجه المشاريع الرأسمالية للمؤسسات الاقتصادية حزمة من التهديدات الهيكلية المباشرة التي تنعكس سلباً على قيمتها الحالية الصافية المحدثة (NPV) وتؤثر على جدواها

الاقتصادية على المديين المتوسط والطويل. ويمكن تبويب هذه المخاطر ضمن ثلاثة محاور جوهرية:

أولاً: مخاطر الائتمان(Credit Risk)

تتمحور مخاطر الائتمان حول فرضية تخلف أو عجز الأطراف المقابلة في التعاقد (كالزبائن، أو الشركاء التجاريين) عن الوفاء بالتزاماتهم وسداد مستحقاتهم المالية في الآجال المتفق عليها، الأمر الذي يفضي إلى عرقلة وتجميد مباشر في تدفقات السيولة الداخلة للمؤسسة(Cash Inflows) [1]

ثانياً: مخاطر السيولة(Liquidity Risk)

تتمثل مخاطر السيولة في عدم قدرة المنشأة على توفير التدفقات النقدية والأموال السائلة الضرورية للإيفاء بالتزاماتها وخصومها المالية قصيرة الأجل عند استحقاقها، مما يضطرها إلى تحمل خسائر مالية جسيمة نتيجة اللجوء إلى التسييل القسري والتعسفي لأصولها غير السائلة.[2]

ثالثاً: مخاطر التمويل وهيكل رأس المال(Funding Risk)

تتبلور هذه المخاطر عندما تعتمد المنشأة في تغطية واحتواء استثماراتها طويلة الأجل على مصادر ائتمانية تمويلية قصيرة الأجل. وتكمن الخطورة الهيكلية هنا في اضطرار المؤسسة دورياً إلى تجديد هذه القروض والائتمانات بأسعار فائدة مرتفعة جداً تمليها تقلبات السوق المفاجئة، وهو ما يسفر عن رفع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) وبالتالي انكماش مستويات ربحية المشاريع وقيمتها الجارية[3].

المطلب الثالث: مخاطر السوق(Market Risks)

تُعرف مخاطر السوق بأنها تلك التهديدات الناشئة عن التحركات والتقلبات غير المواتية في أسعار وتوازنات الأسواق المالية الحرة. وتمثل هذه المخاطر المحرك الأساسي والدافع التاريخي وراء نشأة وتطور الهندسة المالية وابتكار المشتقات كأدوات تحوطية تهدف إلى

[1] طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، مخاطر التشغيل، مخاطر السيولة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2022، ص 115.

[2] طارق عبد العال حماد، **مرجع سبق ذكره**، ص 142.

[3] هوشيار معروف، **الاستثمار والمشتقات المالية (الخيارات، العقود المستقبلية، الآجلة، والمقايضات)**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020، ص 73.

التثبيت والحماية الاستباقية[1]. وتنقسم هذه المخاطر من منظور هندسي وتطبيقي إلى نوعين رئيسيين:

أولاً: خطر معدل الفائدة(Interest Rate Risk)

وهو الانكشاف الناجم عن عدم استقرار وتقلب أسعار الفائدة في الأوساط المصرفية والأسواق المالية، الأمر الذي يؤثر بصفة مباشرة ومكثفة على المنشآت التي تبني هياكلها التمويلية على الاقتراض أو إصدار أدوات دين محكومة بمعدلات فائدة عائمة أو عائمة نسبياً[2]. ويتجسد الانعكاس السلبي لهذا الخطر في صورة تضخم متسارع في حجم الأعباء والالتزامات المالية الدورية (الفوائد المدفوعة)، مما يؤدي بالتبعية إلى تقليص هوامش الأرباح الصافية واستنزاف مستويات السيولة الحرة للمؤسسة (وهو الجانب المعالج كمياً وتطبيقياً في المبحث الثالث).

ثانياً: خطر سعر الصرف(Exchange Rate Risk)

يتمثل في التهديد المرتبط بالتغيرات الفجائية وغير المتوقعة في أسعار تكافؤ وتبادل العملات الأجنبية في مواجهة عملة التقرير المحاسبية والمحلية للمؤسسة. ويظهر هذا الخطر بحدة ملموسة لدى الشركات التي ترتكز أنشطتها على قطاعات التجارة الدولية استيراداً وتصديراً[3]. وينقسم هذا الخطر إجرائياً إلى نوعين:

- **الانكشاف المعاملي :(Transaction Exposure)** والذي يمس العمليات والفواتير الجارية قصيرة الأجل وقيم تسويتها النقدية.
- **الانكشاف الاقتصادي :(Economic Exposure)** والذي يمتد ليؤثر على القدرة التنافسية الإجمالية للمؤسسة وقيمتها الاستراتيجية على المدى الطويل (وهو محور الدراسة والتفصيل في المبحث الثاني).

[1] مأمون حمدان، **الأسواق المالية والمشتقات**، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2019، ص 210.
[2] سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2018، ص 55.
[3] بلعزوز بن علي، **عولمة الأسواق المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول النامية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2016، ص 112.

المبحث الثاني: تسيير خطر معدل الفائدة باستخدام المشتقات المالية

لا يمكن اليوم عزل الاستقرار المالي للمؤسسات الاقتصادية عن حزمة المخاطر التي تفرضها تقلبات البيئة الدولية؛ إذ باتت التحولات المتسارعة في الأسواق المالية العالمية والتغير المستمر في أسعار الصرف والفائدة تشكل تحدياً حقيقياً للإدارات المالية. وفي هذا السياق، يبرز خطر معدل الفائدة كأحد أكثر المهددات تأثيراً على هيكلية تكاليف المؤسسة، وبالأخص تلك التي تعتمد بشكل أساسي على القروض البنكية التمويلية أو الاستثمارية (متوسطة وطويلة الأجل) المحملة بمعدلات فائدة عائمة أو متغيره.

الاشكالية هنا أن حركية معدلات الفائدة ترتبط مباشرة بالقرارات السيادية للمصارف المركزية وتوجهات معدلات التضخم، ومن ثم فإن أي قفزة تصاعدية في هذه الأسعار تترجم فوراً إلى ارتفاع في كلفة الاقتراض. هذا الارتفاع يفرض أعباءً مالية إضافية غير متوقعة على كاهل المؤسسة، وهو ما يلتهم هوامش ربحيتها ويؤثر سلباً، في نهاية المطاف، على قيمتها السوقية وأسهمها. من هنا تحديداً، تظهر الأهمية البالغة للمشتقات المالية (Financial Derivatives)، ليس فقط كأدوات استثمارية، بل كآليات هندسة مالية حديثة لا غنى عنها للتحوط (Hedging) وتأمين التدفقات النقدية المستقبلية وتثبيتها.

ولأجل تفكيك الجانب التطبيقي والرياضي لكيفية عمل هذه الأدوات في الواقع العملي، تستعرض هذه الدراسة حالة مالية إسقاطية لمؤسسة افتراضية تتعامل في الأسواق الدولية، وتواجه انكشافاً حاداً جراء تذبذب الفائدة على قرض استثماري ضخم كانت قد حصلت عليه.

أولاً: معطيات الحالة الافتراضية ومحدداتها

لقد تم بناء هذا النموذج الافتراضي بناءً على المعالم والمؤشرات المالية التالية والتي تخص الالتزام الائتماني للمؤسسة:

- **أصل القرض النظري :(N)** قُدّر بمبلغ 100,000,000$وحدة نقدية.(USD)
- **طبيعة معدل الفائدة :**معدل عائم (متغير) يتم ربطه بمؤشر مرجعي دولي معروف في السوق المالية (مثل سعر SOFRأو Euribor لآجل 6 أشهر)، ويُسدد بشكل دوري.
- **دورية تسوية المدفوعات :**مجدولة بانتظام كل 6 أشهر (سداد نصف سنوي).
- **معدل الفائدة المرجعي عند التعاقد :**تم تحديده بـ 4.00% سنوياً كقاعدة انطلاق.

- **توقعات الدائرة المالية :**تشير القراءات والتقارير الاقتصادية المتاحة إلى احتمالية صعود منحنى العائد (Yield\ Curve) في الفترات المقبلة، مدفوعاً ب سياسات نقدية انكماشية و مشددة من البنوك المركزية، مما يعني حتمية ارتفاع تكلفة الدين.

وتأسيساً على هذه القراءة الاستشرافية للمحيط الاقتصادي، صاغت الإدارة المالية ثلاثة سيناريوهات زمنية متتالية تحاكي حركة معدل الفائدة المرجعي (SOFR) خلال الفترات النصف سنوية الأولى من عمر القرض. والجدول المدرج أدناه يوضح بدقة حجم المخاطر المالية والانكشاف الحاد الذي ستواجهه المؤسسة في حال قررت عدم تفعيل أي من أدوات التغطية والتحوط.

- **جدول رقم (1-1): الحالات المتوقعة لحركة معدل الفائدة وأثرها على تكلفة الفائدة الدورية (بدون تحوط)**

الفترة الزمنية نصف السنوية (T)	السيناريو المتوقع للمعدل المرجعي (SOFR)	معدل الفائدة السنوي السائد (Rfloat)	معادلة حساب تكلفة الفائدة للفترة (Actual/360)	تكلفة الفائدة الدورية غير المغطاة (USD)
الفترة الأولى (T_1)	ارتفاع أولى	%5.50	100,000,000 × 5.50% × (180/360)	**$2,750,000**
الفترة الثانية (T_2)	صعود متوسط	%6.80	100,000,000 × 6.80% × (180/360)	**$3,400,000**
الفترة الثالثة	قفزة حادة	%7.20	100,000,000 × 7.20% ×	**$3,600,000**

الفترة الزمنية نصف السنوية (T)	السيناريو المتوقع للمعدل المرجعي (SOFR)	معدل الفائدة السنوي السائد (Rfloat)	معادلة حساب تكلفة الفائدة للفترة (Actual/360)	تكلفة الفائدة الدورية غير المغطاة (USD)
(T_3)			(180/360)	
الإجمالي المتوقع	—	—	—	$9,750,000

المصدر: من إعداد الطالبين بناءً على فرضيات معطيات الدراسة.

يتضح من خلال القراءة التحليلية للمخرجات الرقمية المدرجة في الجدول أعلاه، أن إبقاء المركز المالي للمؤسسة في حالة انكشاف مستمر ودون تفعيل أي آليات حمائية أو تغطية، يؤول حتماً إلى صعود متنامٍ وخطي في حجم التكاليف الدورية الموجهة لخدمة فوائد الدين. ويتجسد هذا الانكشاف ديناميكياً في انتقال عبء الفائدة النصف سنوية من مستويات 2,750,000$وحدة نقدية (USD) خلال الفترة الأولى، ليصل إلى عتبة 3,600,000$ وحدة نقدية (USD) بحلول الفترة الثالثة؛ الأمر الذي يترتب عليه تسجيل زيادة تراكمية وإجمالية في حجم النفقات والتكاليف التمويلية غير المخطط لها تعادل تقريباً 2,250,000$ وحدة نقدية(USD) ، وذلك عند مقارنتها بالمعدل المرجعي الابتدائي المتفق عليه في عقد النشوء والبالغ4%) ، وهو ما يكافئ قيمته 2,000,000USD$كالتزام مالي نصف سنوي ثابت.(

إن هذا الاختلال الحاد والانحراف المعياري الملموس في حجم التدفقات النقدية الخارجة من خزينة المنشأة، هو المحرك الأساسي الذي دفع بالدائرة المالية نحو التفكير في هندسة وبناء استراتيجيات تحوطية متطورة عبر الاستعانة بمنتجات سوق المشتقات المالية، وهو المحور الجوهري الذي ستعكف هذه الدراسة على تحليله وتفكيك أبعاده التطبيقية من خلال المطالب والمحاور التالية:

المطلب الأول: التغطية التحوطية باستعمال عقود المبادلات لأسعار الفائدة (Interest Rate Swaps - IRS)

أولاً: الإطار المفاهيمي والآلية الهيكلية

يُعرَّف عقد مبادلة أسعار الفائدة (IRS) باعتباره اتفاقاً قانونياً وتعاقدياً يتم إبرامه خارج مقصورة البورصة وضمن الأسواق الموازية (OTC) بين طرفين مؤهلين، حيث يقضي هذا الاتفاق بتبادل تدفقات نقدية دورية لفوائد يتم احتسابها بناءً على قيمة رأسمالية اسمية ونظرية متفق عليها ومحددة مسبقاً بقيمة(N) ، وذلك على مدار فترة زمنية معلومة ومتفق عليها.

وفي إطار الوضعية المالية للمؤسسة محل الدراسة، فإن الغرض الأساسي من الولوج في هذا الالتزام التعاقدي يكمن في تحويل طبيعة مركزها المالي من دافع لمعدل فائدة متغير (انكشاف مالي) إلى دافع لمعدل فائدة ثابت (مركز تحوطي)، وتتم هذه العملية عبر تفعيل آلية التسوية الصافية والمقاصة النقدية الدورية (Net\ Settlement) للفروقات السعرية، دون الحاجة الفعلية لتبادل أو تسديد أصل القرض النظري بين الطرفين المتواجدين في العقد.

ثانياً: المحددات التطبيقية وشروط التعاقد للنموذج

بغرض كبح ومجابهة الانعكاسات السلبية الناجمة عن الارتفاع المرتقب في أسعار الفائدة السوقية، عمدت المنشأة إلى إبرام عقد مقايضة (Swap) مع وسيط مالي متخصص، وتحددت معالم هذا الاتفاق وفق الضوابط والشروط التالية:

- **المعدل الثابت الملتزم به من قِبَل المؤسسة :R_fix** تحدد بنسبة قدرها 5.00% سنوياً، على أن يتم دفعه وتصفيته على فترات نصف سنوية (أي ما يعادل معدل دوري يبلغ 2.5%لكل فترة استحقاق)
- **المعدل المتغير المستلم من قِبَل المؤسسة :R_float** يمثل سعر الفائدة السائد والمقاس في السوق المالية الدولية عند بداية كل فترة زمنية نصف سنوية.

ثالثاً: السيناريو الرياضي (الحالة بدون تغطية مقابل الحالة مع التغطية)

على الصعيد التطبيقي، نقتضي الفرضية أن أسعار الفائدة المتغيرة في السوق المالية قد سجلت قفزات متتالية وتصاعدية خلال الفترات النصف سنوية الثلاث الأولى من عمر الالتزام، وذلك وفقاً للبيانات التالية:

- **الفترة النصف سنوية الأولى :(T_1)** سجل معدل الفائدة في السوق ارتفاعاً ليصل إلى مستويات .5.50%
- **الفترة النصف سنوية الثانية :(T_2)** واصل معدل السوق صعوده ليبلغ عتبة 6.80%.
- **الفترة النصف سنوية الثالثة :(T_3)** حقق معدل السوق قفزة إضافية ليستقر عند نسبة .7.20%

.1قياس وتحديد التكلفة التمويلية في غياب أدوات التغطية (تحمل أعباء خطر السوق)

يستند الحساب الكمي للفائدة المتغيرة المستحقة عند نهاية كل فترة استحقاق إلى الاتفاقية القياسية والمقترنة بنظام الأيام الفعلي على أساس سنة تجارية .(Actual/360) وضمن هذا السياق، وتسهيلاً للعمليات الحسابية، تم افتراض ثبات عدد الأيام الخاص بالفترة نصف السنوية عند 180يوماً، وتأخذ الصيغة الرياضية الشكل التالي:

$$\text{Interest} = N \times R_{float} \times \frac{\text{Days}}{360}$$

وبناءً على هذه الهيكلة الرياضية، تظهر قيم فوائد الفترات الثلاث كما يلي:

- **عوائد الفوائد الخاصة بالفترة :T_1**
- 100,000,000 * 5.50% * (180 / 360) = 2,750,000 USD
- **عوائد الفوائد الخاصة بالفترة :T_2**
- 100,000,000 * 6.80% * (180 / 360) = 3,400,000 USD
- **عوائد الفوائد الخاصة بالفترة :T_3**

100,000,000 * 7.20% * (180 / 360) = 3,600,000 USD

وبالتالي، فإن المجموع التراكمي للتكلفة التمويلية الإجمالية التي تتحملها المؤسسة في ظل غياب أي استراتيجية حمائية يبلغ خلال الفترات الثلاث:

2,750,000 + 3,400,000 + 3,600,000 = 9,750,000 USD

.2قياس وحساب التدفقات النقدية الناشئة عن تفعيل عقد المبادلة(Swap)

وفقاً للمقتضيات القانونية والفنية لعقد المقايضة المبرم، يتم احتساب وتقدير التدفقات النقدية الدورية بالاعتماد على قاعدة المقاصة الصافية للفوارق السعرية المحققة بين المعدلين المتغير والثابت({R_{float} - R_{fix}) ، وذلك طبقاً للنموذج الرياضي الموالي:

Net Cash Flow = N * (R_float - R_fix) * (180 / 360)

حيث تشير القاعدة التنظيمية هنا إلى أنه في حال تمخضت المعادلة عن قيمة موجبة، فإن المؤسسة تصبح في مركز استحقاق وتستلم الفارق المالي، أما إذا كانت المحصلة ذات قيمة سالبة، فإن المنشأة تلتزم بدفع هذا الفارق لصالح الوسيط المالي.

وعليه، تتحدد نواتج عمليات المقاصة الصافية للفترات الثلاث وفق التفصيل الكمي التالي:

- **صافي مقاصة الفترة النصف سنوية الأولى :T_1**

100,000,000 * (5.50% - 5.00%) * 0.5 = +250,000 USD

)ويمثل هذا التدفق قيمة نقدية موجبة تتدفق إلى خزينة المؤسسة.(

- **صافي مقاصة الفترة النصف سنوية الثانية :T_2**

100,000,000 * (6.80% - 5.00%) * 0.5 = +900,000 USD

)ويمثل هذا التدفق تحصيلاً مالياً تستلمه المؤسسة من الوسيط.(

- **صافي مقاصة الفترة النصف سنوية الثالثة :T_3**

100,000,000 * (7.20% - 5.00%) * 0.5 = +1,100,000 USD

)وهي القيمة النقدية الصافية الموجبة التي تقبضها المؤسسة نتيجة لارتفاع مؤشر السوق.(

رابعًا: تحليل وتفسير النتائج

نقوم بصياغة جدول التسوية النهائية لإظهار التكلفة الفعلية بعد التحوط:

شكل رقم 1-2 : جدول التسوية النهائية وحساب التكلفة الفعلية للتمويل بعد التحوط باستخدام عقد المبادلة.(Swap)

الفترة (T)	التدفق المدفوع للمقرض الأصلي (متغير)	التدفق المستلم من عقد المبادلة	التكلفة الصافية الفعلية للمؤسسة (USD)
T_1	$2,750,000	+$250,000	**$2,500,000**
T_2	$3,400,000	+$900,000	**$2,500,000**
T_3	$3,600,000	+$1,100,000	**$2,500,000**
الإجمالي	**$9,750,000**	**+$2,250,000**	**$7,500,000**

المصدر: من إعداد الطالبين بناءً على فرضيات معطيات الدراسة.

الوفر المالي الصافي المحقق:

9,750,000 - 7,500,000 = 2,250,000دولار أمريكي

رياضياً، نلاحظ أن التكلفة الصافية استقرت تماماً عند مستوى $2,500,000 USD لكل فترة، وهو ما يعادل تماماً المعدل الثابت المتفق عليه (100,000,000 × 5% × 0.5 = 2,500,000)

هذا يثبت نجاح الأداة في تحويل الفائدة المتغيرة بالكامل إلى ثابتة وإلغاء خطر تقلبات السوق

المطلب الثاني: التغطية باستعمال اتفاقيات سعر الفائدة الآجل (Forward Rate Agreements - FRA)

أولاً: المفهوم الهيكلي والرياضي للعقد

تُعرف اتفاقية سعر الفائدة الآجل (FRA) بأنها التزام تعاقدي مالي جرى تصميمه ليلزم طرفين بتسوية الفروقات النقدية الناتجة عن التباين بين معدل فائدة آجل ومحدد مسبقاً، وسعر الفائدة السائد فعلياً في السوق عند حلول تاريخ الاستحقاق. وتكمن الخصوصية الرياضية والهندسية لعقود الـ FRAفي أن عملية التسوية المالية والتصفية النقدية تتم فوراً عند بداية فترة الإقراض الفعلي (وليس عند نهايتها)؛ الأمر الذي يستوجب قانونياً خصم مبلغ التسوية وتحديث قيمته الحالية بالاعتماد على أسعار الفائدة الجارية في السوق يوم التنفيذ.

ثانياً: النموذج الرياضي لحساب قيمة التسوية(Settlement\ Amount)

تخضع عملية احتساب تدفقات التسوية المالية لعقود الـ FRAدولياً للمعادلة القياسية الموالية:

$$\text{Settlement Payment} = \frac{(R_{market} - R_{forward}) \times N \times (d / 360)}{1 + (R_{market} \times (d / 360))}$$

وحيث تشير الرموز المكونة للمفهوم الرياضي إلى ما يلي:

- **N:** أصل القرض النظري أو الاسمي المرجعي، ويساوي 100,000,000 USD.$
- **R_{forward}:** معدل الفائدة الآجل المستهدف والمشترط في الاتفاقية والمحدد بنسبة 4.50%.
- **R_{market}:** مؤشر الفائدة الفعلي السائد في السوق المالية عند حلول نافذة التنفيذ.
- **d:** النطاق الزمني أو عدد الأيام الفعلي للفترة المالية محل التغطية وتساوي 180 يوماً.

ثالثاً: الحالة التطبيقية والمعالجة الحسابية

تأسيساً على ما سبق، انخرطت المؤسسة في إبرام اتفاقية FRAمن صيغة(9 × 3) وهو ما يترتب عليه إجرائياً بدء سريان التغطية بعد 3 أشهر من تاريخ التعاقد لتمتد على مدار فترة تمويلية تعادل 6 أشهر (تنتهي بانقضاء الشهر التاسع)، وذلك بمعدل متفق عليه قدره R_{forward} = 4.50%. وعند بلوغ موعد المراجعة والتنفيذ (بعد انقضاء الأشهر الثلاثة الأولى)، سجلت كلفة الفائدة في السوق قفزة صعودية لتبلغ عتبة R_{market} = 6.00%.

1.حساب الأعباء التمويلية في غياب استراتيجية التحوط:

في حال بقاء الخطر دون تغطية، تلتزم المنشأة بسداد فوائد دورية للمقرض عند نهاية المدة بقيمة غير محمية يتم احتسابها كما يلي:

100,000,000 * 6.00% * (180 / 360) = 3,000,000 USD

2.حساب قيمة تدفق التسوية المستلم بموجب عقد الـ :FRA

عبر تطبيق معطيات الحالة على النموذج الحسابي المحدث للخصم:

- **مرحلة التعويض والتركيب:**

Settlement Payment = [(0.06 - 0.045) * 100,000,000 * (180 / 360)] / [1 + (0.06 * (180 / 360))]

- **مرحلة التبسيط الرياضي:**

Settlement Payment = [0.015 * 100,000,000 * 0.5] / [1 + (0.06 * 0.5)] = 750,000 / (1 + 0.03) = 750,000 / 1.03

- **النتيجة النقدية النهائية للتسوية:**

Settlement Payment = 728,155.34 USD

- **قراءة مالية :**تتحصل المؤسسة على هذه القيمة الصافية (728,155.34 USD$) بصورة مسبقة ومعجلة في بداية الفترة. وفي حال إعادة استثمار هذا التدفق بمعدل السوق السائد (6%) ولذات الأجل (180 يوماً)، فإن قيمته الرأسمالية ستنمو في نهاية الفترة لتطابق تماماً الفارق الاسمي المقدر بـ 750,000 USD$وفق الصياغة الحسابية التالية:

728,155.34 * [1 + 0.06 * (180 / 360)] = 750,000 USD

رابعاً: تحليل واستقراء النتائج التمويلية

بناءً على المعالجة الكمية السابقة، تؤول التكلفة الفعلية والنهائية التي تتحملها خزينة المؤسسة بعد تفعيل آلية التحوط عبر عقد الـ FRA(مقاسةً عند نهاية الفترة التمويلية) إلى ما يلي:

معادلة صافي التكلفة المحققة:

Net Cost = Market Interest - Future Value of FRA Settlement

التعويض الكمي للصافي:

Net Cost = 3,000,000 - 750,000 = 2,250,000 USD

تثبت هذه المخرجات الحسابية أن التكلفة الفعلية المحققة تطابق على نحو دقيق السعر الآجل المستهدف والمحصن بموجب التدبير الوقائي:

100,000,000 * 4.5% * 0.5 = 2,250,000 USD.

ونتيجة لذلك، نجحت الهندسة المالية لعقد الفائدة الآجل في توليد وفر مالي مؤكد قيمته الحالية والمستقبلية تعادل تلافي عبء قدره 750,000 USD$، متبوعةً بالإلغاء الكامل لحالات عدم اليقين والتقلبات المعرقلة للتخطيط المالي داخل المؤسسة

المطلب الثالث: التغطية باستعمال عقود خيارات أسعار الفائدة (Interest Rate Options)

أولاً: المقاربة المالية والرياضية لعقود الخيارات(Caps)

تُصنف عقود الخيارات ضمن الأدوات التمويلية غير المتماثلة(Asymmetric\ Tools) ؛ وتكمن هذه الخصوصية في كونها تمنح الطرف المشتري حق التنفيذ دون إلزامه به قانونياً. ولغرض التحوط من الانعكاسات السلبية لارتفاع مؤشرات الفائدة، تلجأ المؤسسة إلى شراء ما يُعرف بـ "خيار سقف سعر الفائدة(Interest\ Rate\ Cap) "، والذي يتكون في بنيته الرياضية من سلسلة متتابعة من الخيارات الفرعية المقترنة بالفترات وتُدعى .(Caplets) وفي مقابل هذه المرونة والامتياز الاستراتيجي، تلتزم المنشأة بسداد كلفة مالية مقطوعة ومسبقة تُعرف بـ "العلاوة(Premium) "، والتي تتحدد قيمتها رياضياً بالاعتماد على

نماذج تسعير احتمالية متقدمة، يأتي في مقدمتها "نموذج بلاك القياسي \Black's) " Model).

ثانياً: المعطيات التطبيقية ونموذج تدفق الصافي

قامت المؤسسة باقتناء عقد خيار سقف سعر الفائدة (Cap) وفق الشروط التعاقدية المحددة تالياً:

- **معدل السقف المستهدف والمشترط :(R_{strike})** تم تحديده عند بنسبة .5.00%
- **العلاوة المدفوعة مقدماً :(Premium)** تعادل نسبة 0.40%من إجمالي القيمة الاسمية للقرض، وتُحسب وفق الصياغة التالية:

Premium = 100,000,000 * 0.40% = 400,000 USD

وتتخذ الدالة الرياضية المحددة لقيمة التدفق المالي المستلم من الخيار عند حلول تاريخ الاستحقاق الشكل الرياضي الموالي:

Payoff = max(0, R_market - R_strike) * N * (d / 360)

ثالثاً: المحاكاة الحسابية للحالات المتوقعة

بغية تقييم الكفاءة الاقتصادية والوقائية لهذه الأداة، نقوم باختبار وتحليل مسارين مختلفين تماماً لتوجهات السوق المالية عند حلول الأجل:

الحالة (أ): قفز معدل فائدة السوق إلى 7.50% (اتجاه تصاعدي حاد)

- **الأعباء التمويلية في غياب التغطية:**

100,000,000 * 7.50% * 0.5 = 3,750,000 USD

- **التدفق المالي المستلم الناتج عن تفعيل الخيار:(Payoff)**

Payoff = max(0, 0.075 - 0.05) * 100,000,000 * 0.5

Payoff = 0.025 * 100,000,000 * 0.5 = 1,250,000 USD

- **التكلفة الإجمالية الصافية (بعد إدراج عبء العلاوة):**

Total Net Cost = Market Interest - Payoff + Premium

Total Net Cost = 3,750,000 - 1,250,000 + 400,000 = 2,900,000 USD

- **الوفر المالي الصافي المحقق في ظل السيناريو (أ):**

3,750,000 - 2,900,000 = 850,000 USD

الحالة (ب): انخفاض معدل فائدة السوق إلى 3.50% (حركة عكسية للتقديرات)

- **الأعباء التمويلية في غياب التغطية:**

100,000,000 * 3.50% * 0.5 = 1,750,000 USD

- **التدفق المالي المستلم الناتج عن تفعيل الخيار:(Payoff)**

Payoff = max(0, 0.035 - 0.05) = max(0, -0.015) = 0

)في هذه الحالة، تقرر المؤسسة عدم تفعيل الخيار لكونه أصبح خارج حدود المنفعة الاقتصادية وعادماً للقيمة.(Out-of-the-money

- **التكلفة الإجمالية الصافية المحملة:**

Total Net Cost = 1,750,000 - 0 + 400,000 = 2,150,000 USD

رابعاً: استقراء وتحليل المخرجات المالية

تتجلى القيمة الهندسية والرياضية لعقود الخيارات في مستويات المرونة التشغيلية العالية التي تتيحها للمخطط المالي؛ ففي حالة الصعود القوي لمعدلات الفائدة (السيناريو أ)، نجحت الأداة في وضع سقف حمائي حتمي للتكلفة التمويلية الكلية للحيلولة دون تفاقمها.

وعلى النقيض من ذلك، عند حدوث انخفاض في الأسعار (السيناريو ب)، لم تحرم هذه الآلية المؤسسة من فرصة الاستفادة من تدني مستويات الفائدة السائدة في السوق (3.50\%)، حيث اقتصرت خسارتها الرأسمالية على تكلفة العلاوة (Premium) المسبقة، والتي تلعب هنا دوراً وظيفياً شبيهاً بقسط التأمين المدفوع لحماية المركز المالي الشامل للمنظمة.

التحليل والمقارنة الرياضية للمبحث

يلخص الجدول التالي كافة المخرجات الرياضية والمالية المحسوبة عبر أدوات التحوط الثلاث مقارنة بوضعية ترك المراكز مفتوحة دون تغطية:

الجدول رقم (1-3): مقارنة المخرجات المالية والوفر المحقق بين وضعية الانكشاف وأدوات التحوط الثلاث

الأداة المالية المستخدمة	سعر الفائدة المرجعي للسوق (Rmarket)	معادلة التكلفة الإجمالية الصافية المحققة عند الأجل	التكلفة المالية الصافية (USD)	الوفر المالي الصافي المحقق (USD)	طبيعة الأداء المالي
بدون تغطية (خطر السوق)	%7.50	N × R_market × (d / 360)	3,750,000 $	$0	انكشاف كامل وخسائر خطية تصاعدية
عقد المبادلة (Swap)	%7.50	N × R_fix × (d / 360)	**2,500,000 $**	**1,250,000 $**	تحوط قطعي، تثبيت كامل وتام للتكاليف

الأداة المالية المستخدمة	سعر الفائدة المرجعي للسوق (Rmarket)	معادلة التكلفة الإجمالية الصافية المحققة عند الأجل	التكلفة المالية الصافية (USD)	الوفر المالي الصافي المحقق (USD)	طبيعة الأداء المالي
العقد الآجل (FRA)	%6.00	N × R_forward × (d / 360)	**2,250,000 $**	**$750,000**	تثبيت مسبق ملزم مع تسوية نقدية مخصومة
خيار السقف (Cap) - سيناريو الارتفاع	%7.50	(N × R_strike × (d / 360)) + Premium	**2,900,000 $**	**$850,000**	حماية السقف الأعلى مع تكلفة العلاوة
خيار السقف (Cap) - سيناريو الانخفاض	%3.50	(N × R_market × (d / 360)) + Premium	**2,150,000 $**	**$400,000-**	الاستفادة من هبوط السوق وتحمل العلاوة فقط

المصدر: من إعداد الطالبين بناءً على فرضيات معطيات الدراسة.

المبحث الثالث: تسيير مخاطر الصرف

المطلب الاول: تسيير خطر الصرف باستعمال أسواق العقود الأجلة على الصرف

1- تغطية أسواق العقود الأجلة:

تعتبر هذه التقنية من الأساليب التقليدية الا أنها فعالة في نفس الوقت، ويقصد بها أن يعقد إتفاق بين أحد البنوك وطرف آخر إلستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه بين الطرفين .

ويرجع السبب في اللجوء لعمليات الصرف الاجلة إلى الرغبة في تجنب تقلبات أسعار صرف العملة المحددة في عقد الصفقة، سواء كانت ذات طبيعة تجارية أو مالية، خالل الفترة من تاريخ إبرام العقد إلى تاريخ تنفيذ تعليمات السداد، فإذا إنخفضت قيمة العملة موضوع العقد قبل تاريخ التسوية فإنه يمكن تجنب الخسارة الناجمة عن ذلك.

بتعبير آخر، تهدف هذه التقنية إلى إلغاء وضعية الصرف، حيث تلغى وضعية الصرف القصيرة عن طريق الشراء الاجل للعمالت الاجنبية لدى البنك والوضعية الطويلة عن طريق البيع آلاجل، وبما أن هذه العمليات تنجز بأسعار محددة مسبقا فإن القيمة المقابلة بالعملة الوطنية ال ترتبط بتقلبات أسعار الصرف .

أ- أشكال التغطية الاجلة :

يمكن أن تأخذ عمليات الصرف آلجلة شكلين وهما :

عملية البيع الاجل :

إذا كانت المؤ سسة في وضعية صرف طويلة بالنسبة إلى عملة أجنبية فإنها تواجه مخاطر إنخفاض سعر العملة الاجنبية بالنسبة إلى العملة المحلية، وحتى تتفادى المؤسسة هذه

المخاطر تقوم بالبيع آلاجل للبنك مبلغ مستحقاتها بالعملة الأجنبية المنتظر تحصيله عند تاريخ الإستحقاق.

يمكن توضيح ميكانيزم البيع الآجل من خلال العمليات التالية التي يقوم بها البنك :

- إقتراض المبلغ المستحدث بالعملة اٱلجنبية .
- البيع العاجل للعملة اٱلجنبية مقابل العملة المحلية.
- توظيف العملة المحلية في السوق النقدي.

عند إلستحقاق يقوم البنك بتسديد المبلغ المقترض والفوائد عن طريق المبلغ الذي يدفعه الزبون كما يستلم هذا الأخير من جهة أخرى العمالت المحلية التي قام البنك بتوظيفها.

عملية الشراء آلاجل :

إذا كانت المؤسسة في وضعية صرف قصيرة بالنسبة إلى عملة أجنبية فإنها تواجه مخاطر إرتفاع سعر هذه العملة مقابل العملة المحلية، وحتى تتفادى المؤسسة هذه المخاطر تقوم بالشراء الآجل للعملة الأجنبية من البنك، حيث تسمح هذه العملية بتحديد سعر العملة الأجنبية مهما كان تطور هذا السعر في المستقبل .يمكن توضيح ميكانيزم الشراء الآجل من خالل العمليات التالية التي يقوم بها البنك:

- ✓ إقتراض البنك المبلغ المستحدث بالعملة اٱلجنبية .
- ✓ الشراء العاجل للعملة اٱلجنبية مقابل العملة المحلية.
- ✓ توظيف العملة اٱلجنبية في سوق اٱللورو- عملة صعبة.

عند الإستحقاق يقوم البنك بتسديد المبلغ المقترض والفوائد عن طريق المبلغ الذي يدفعه الزبون كما يستلم هذا الأخير من جهة أخرى العمالت اٱلجنبية التي قام البنك بتوظيفها.

ج- تكلفة التغطية الآجلة :

تحسب تكلفة العقد آلجل من خالل المعادلة التالية: $\frac{CC1-CT}{CC0} \times \frac{12}{N}$

حيث : CC1 :سعر الصرف العاجل المستقبلي

CCO: سعر الصرف العاجل الحالي.

T:سعر الصرف الآجل

N : .المدة .

أما بالنسبة لتكلفة العقد الآجل بعد الضريبة فهي:

$$\frac{CC1 - CT}{CC0} \times \frac{12}{N} \times (1 - T)$$

T:نسبة الضريبة السائدة

د- مزايا وعيوب التغطية الآجلة :

ينجم عن إستعمال التغطية آلجلة المزايا والعيوب التالية :

مزايا التغطية الآجلة :

- تحديد سعر البيع آلجل منذ الإلتزام بالتغطية، مما يمكن المصدر من معرفة على وجه التحديد قيمة ما سوف يحصل عليه في تاريخ السداد بغض النظر عن تقلبات سعر الصرف بعد قيامه بشحن البضاعة إلى المستورد، وبالتالي مساعدة المؤسسة في السيطرة على التكلفة النهائية وضمان الهامش التجاري؛
- تحديد سعر الشراء الآجل منذ الإلتزام بالتغطية، مما يمكن المستورد من معرفة بدقة المبلغ الذي سيدفعه بالعملة الأجنبية للمصدر في تاريخ السداد بغض النظر عن سعر الصرف السائد في سوق الصرف وقت السداد، وبالتالي مساعدة المؤسسة في تحديد التكلفة النهائية وسياسة التسعير؛

- المرونة في الإستعمال، حيث يمكن إستخدام التغطية آلجلة بالنسبة للعديد من العمالت الأجنبية وفي آجال متعددة؛
- لا تؤثر التغطية الآجلة على خزينة المؤسسة على عكس التغطية العاجلة؛ -يمكن أن يستفيد المشتري من الخصم والبائع من العالوة.

***عيوب التغطية الآجلة :**

- لا تسمح التغطية الآجلة باإلستفادة من التطورات الإيجابية لمعدالت الصرف، حيث يشكل العقد الآجل إلتزاما صارما ال يمكن الإنسحاب منه ويجب تنفيذه مهما كانت تطورات هذه العمالت؛
- قد ال تتلائم هذه التقنية مع المخاطر الإحتمالية مثل المناقصات، بسبب عدم قابلية إلغاء العقد؛
- خطر عدم تحصيل المستحقات، حيث تضطر المؤسسة إلعادة شراء هذا المبلغ بالعملة الأجنبية وبالسعر الجاري؛
- دفع تكلفة التغطية آلجلة من خالل العالوة على المستحقات المستقبلية بالعملة ألجنبية (الخصم على الديون)؛
- السعر الآجل المقترح غير قابل للتغيير.

مثال: إدارة مخاطر أسعار الصرف باستخدام العقود الآجلة

1. معطيات وضعية الدراسة:

تفترض هذه الدراسة قيام شركة جزائرية باستيراد تجهيزات صناعية من ألمانيا بقيمة إجمالية قدرها 1,000,000 يورو، على أن يتم تسوية ودفع هذه القيمة بعد فترة 3 أشهر. نظراً لتوقعات وتخوفات الشركة من ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدينار الجزائري

(تدهور قيمة العملة الوطنية)، لجأت الشركة إلى استراتيجية التغطية (Hedging) عبر إبرام عقد آجل (Forward Contract).

الجدول رقم (2-1): المؤشرات والمعطيات المالية لصفقة الاستيراد والتحوط

المؤشر / المعطى المالي	القيمة والبيان
قيمة الصفقة الاستيرادية	1,000,000 يورو (€)
سعر الصرف الفوري الحركي (Spot Rate)	150 دج / يورو
سعر الصرف الآجل المتفق عليه لـ 3 أشهر (Forward Rate)	152 دج / يورو

2. دراسة وتحليل نتائج التغطية حسب تغيرات السوق بعد 3 أشهر:

الحالة الأولى: ارتفاع سعر الصرف في السوق إلى 160 دج/يورو (في غير صالح العملة الوطنية)

• آلية التنفيذ: بما أن الشركة ملزمة بالعقد الآجل، فإنها تشتري اليورو بالسعر المتفق عليه مسبقاً وهو 152 دج/يورو.

• تكلفة الشراء بموجب العقد الآجل: 1,000,000 × 152 = 152,000,000 دج

• تكلفة الشراء الافتراضية من السوق الفوري: 1,000,000 × 160 = 160,000,000 دج

• النتيجة المالية للتغطية: 160,000,000 – 152,000,000 = +8,000,000 دج (ربح وتوفير مالي).

• الخلاصة: نجحت استراتيجية التغطية في حماية المؤسسة من خسارة محققة قدرها 8 ملايين دينار جزائري نتيجة لارتفاع الأسعار.

الحالة الثانية: استقرار سعر الصرف في السوق عند 152 دج/يورو (مطابق لسعر العقد)

- آلية التنفيذ: يتم تنفيذ العقد الآجل بسعر 152 دج/يورو بشكل طبيعي.
- تكلفة الشراء بموجب العقد الآجل: 1,000,000 × 152 = 152,000,000 دج
- تكلفة الشراء الافتراضية من السوق الفوري: 1,000,000 × 152 = 152,000,000 دج
- النتيجة المالية للتغطية: الفرق = 0 دج.
- الخلاصة: النتيجة متساوية تماماً بين التغطية وعدمها (لا ربح ولا خسارة مباشرة)، ولكن الشركة استفادت من ميزة اليقين وتثبيت التكاليف مسبقاً.

الحالة الثالثة: انخفاض سعر الصرف في السوق إلى 145 دج/يورو (في صالح العملة الوطنية)

- آلية التنفيذ: العقد الآجل إلزامي الطرفين، وبالتالي تضطر الشركة للشراء بسعر 152 دج/يورو رغم انخفاضه في السوق.
- تكلفة الشراء بموجب العقد الآجل: 1,000,000 × 152 = 152,000,000 دج
- تكلفة الشراء الافتراضية من السوق الفوري: 1,000,000 × 145 = 145,000,000 دج
- النتيجة المالية للتغطية: 152,000,000 – 145,000,000 = -7,000,000 دج (فرصة ضائعة / خسارة تغطية).
- الخلاصة: تحملت الشركة تكلفة إضافية (خسارة) قدرها 7 ملايين دينار جزائري مقارنة بما كان يمكن دفعه لو لم تبرم العقد، وذلك هو ثمن التأمين المسبق.

3. الخلاصة الفقهية والمالية للمذكرة:

يتبين من خلال هذه الدراسة التطبيقية أن العقود الآجلة تشكل أداة تحوطية ووقائية فعالة تسمح للمؤسسة الاقتصادية بتثبيت تكاليفها مسبقاً، وإزالة حالة عدم اليقين المرتبطة بتقلبات أسواق الصرف الدولية، مما يتيح لها تخطيطاً مالياً دقيقاً. غير أن الخاصية الجوهرية للعقد الآجل تكمن في كونه عقداً ملزماً قانونياً لكلا الطرفين عند الاستحقاق. وبناءً على ذلك، فإن المؤسسة تظل مجبرة على تنفيذ الشراء بالسعر الآجل المتفق عليه حتى لو تحركت مؤشرات السوق الفورية في صالحها لاحقاً (كما

هو موضح في الحالة الثالثة).

وعليه، فإن الأرباح أو الخسائر الناجمة عن التغطية لا تعكس فشل التغطية أو نجاحها بالمعنى المضاربي، بل تعبر عن تكلفة الأمان وضمان استقرار الموازنة التقديرية للمؤسسة ضد المخاطر الحادة.

المطلب الثاني: تسيير خطر الصرف باستعمال عقود المبدلات على العملات

تعريف مبادلة العملات :

تعتبر مبادلة العملات من أحدث التقنيات المستعملة للتغطية ضد مخاطر الصرف، وتعرف بأنها عقد إتفاق لتبادل عملة مقابل أخرى عاجال وبسعر محدد مع تعهد الطرف الآخر بالقيام بالعملية في الإتجاه المعاكس في تاريخ آجل وبسعر محدد أيضا .

وتشمل عملية المبادلة في أساسها إجراء إقراض و اقتراض لعملتين مختلفتين في نفس الوقت عاجلا مع تسديد القرضين والفوائد آجال، أو بمعنى آخر، تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء وآلخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحدة إال أن تاريخي إستحقاقهما مختلفين ويفصل بينهما فترة زمنية .

تتم عملية المبادلة في سوق المبادلات الذي تتعامل فيه البنوك فيما بينها مباشرة أو بواسطة السماسرة مثل سوق الصرف العاجل وذلك من أجل تنفيذ أوامر الشراء أو بيع العملات الصعبة المقدمة من طرف زبائن البنوك .وتعتبر مبادلة العمالات وسيلة لتسيير الخزينة من جهة وتغطية مخاطر الصرف وأسعار الفائدة من جهة أخرى، وتمارس في حالة تغطية عمليات الصرف الآجلة، تغطية مخاطر الصرف الناتجة عن العمليات التجارية والمالية وفي حالة الحصول على تمويلات بأقل التكاليف.

يحدد عقد مبادلة العملات مبلغ عملية مبادلة العملات، سعر الصرف (العاجل والآجل) تاريخ بداية عملية المبادلة، مدة العقد، تاريخ الإستحقاق وطبيعة معدالت الفائدة (ثابتة أو متغيرة .)

ب- أنواع عمليات مبادلة العمالت :

يمكن أن نميز بين نوعين من عمليات المبادلة وهما :

***عمليات المبادلة العامة :**

وفق هذا النوع تتم عملية المبادلة بإغلاق الشراء والبيع مع نفس الجهة المتعامل معها حيث يتم بعد المفاوضة على السعر والإتفاق عليه، تحديد سعري التبادل الالزمين (السعر العاجل والسعر الآجل) ومن ثم إجراء عملية المبادلة كاملة من نفس الجهة .

*** عمليات المبادلة الموجهة :**

وفق هذا النوع تتم عملية المبادلة من جهتين منفصلتين تتعلق كل منها بجهة مختلفة فقد يقوم المتعامل بمفاوضة أحد الأطراف بشراء عملة معينة على أساس تسليم آجل، بعدها بفترة قصيرة يقوم بمفاوضة طرف آخر ببيع نفس العملة على أساس التسليم الأني وليس من الضروري أن يتساوى المبلغان تماما عند إستعمال عمليات المبادلة إليجاد وضع آجل مقابل وضع آجل آخر .

ج- ميكانيزم التغطية بإستخدام مبادلة العمالت :

المؤسسة التي لها فائض في عملة معينة ولكن لها عجز في عملة أخرى لنفس الفترة يمكن أن تلجأ إلى مبادلة العملات، حيث تبحث عن مؤسسة توجد في وضعية معاكسة للقيام بعملية مبادلة العملتين، فتلتزم بتسليم العملة التي يوجد فيها فائض مقابل العملة االخرى التي تواجه فيها عجز لمدة محددة مع التعهد بإعادة المبلغ عند حلول أجل اإلستحقاق.

ومن ثم تمر عملية التغطية بإستخدام مبادلة العمالت بثالث مراحل وهي :

- تبادل ر أس المال في تاريخ إصدار عقد مبادلة العمالت على أساس أسعار الصرف العاجلة.

- تبادل الفوائد خالل الفترة التي تدوم فيها مبادلة العمالت.
- تسديد المبلغ الأصلي (رأس المال) في تاريخ اإلستحقاق.

د- مزايا وعيوب مبادلة العملات :

ينجم عن إستعمال مبادلة العمالت للتغطية ضد مخاطر الصرف المزايا والعيوب التالية :

***مزايا مبادلة العملات :**

- تستخدم مبادلة العملات من أجل تغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف أو تقلبات أسعار الفائدة أو كالهما معا؛
- تسمح عملية المبادلة باإلستدانة في أحسن الشروط والحصول على نسب تفضيلية، وعليه تعتبر هذه العملية أقل تكلفة من صفقات اإلقراض واإلقتراض؛
- تسمح بإلغاء مخاطر القرض على رأس المال؛
- يتميز العقد في عملية المبادلة بمرونة كبيرة حيث يلبي الإحتياجات الخصوصية للمتعاقدين؛
- تمنح عملية المبادلة إمكانية لتسيير مخاطر الصرف على المدى المتوسط والطويل؛
- عملية مبادلة العمالت عبارة عن إلتزام ال يسجل في الميزانية مثل القروض؛
- تسمح هذه التقنية للبنوك بتفادي مساوئ صفقات اإلقراض واإلقتراض التي ينجم عنها تضخم في مبالغ الميزانية .

***عيوب مبادلة العملات:**

- ✓ تقتصر هذه التقنية على المؤسسات الكبيرة التي لها تدفقات نقدية معتبرة من العمالت القوية؛ -يبقى الخطر المتعلق بالطرف آلخر دائما موجود؛
- ✓ وجود مخاطر الصرف على قيمة الفوائد؛
- ✓ هناك تكاليف غير ظاهرة مثل الهامش على أسعار الفوائد وأسعار الصرف.

تمرين تطبيقي: عقد مبادلة العملات(Currency Swap)

شركة جزائرية تحتاج 1,000,000 دولار لمدة سنة لتمويل مشروع. في نفس الوقت شركة أمريكية تحتاج 150,000,000 دج لمدة سنة.

تم الاتفاق على عقد مبادلة عملات بالمعطيات التالية:

- سعر الصرف عند بداية العقد: 1 دولار = 150 دج.
- مبلغ المبادلة:
  - الشركة الجزائرية تستلم 1,000,000 دولار.
  - الشركة الأمريكية تستلم 150,000,000 دج.

بعد سنة أصبح سعر الصرف: 1 دولار = 165 دج.

المطلوب :بيّن فائدة المبادلة للشركة الجزائرية.

الحل

المرحلة الأولى: بداية العقد

الشركة الجزائرية تسلم 150,000,000 دج وتستلم 1,000,000 دولار بسعر صرف 150 دج/دولار.

المرحلة الثانية: نهاية العقد

حسب عقد المبادلة يتم إرجاع نفس المبالغ الأصلية. الشركة الجزائرية تعيد 1,000,000 دولار وتسترجع 150,000,000 دج رغم أن سعر الصرف أصبح 165 دج/دولار.

حساب فائدة التغطية

حساب فائدة التغطية

- لو لم توجد مبادلة

1,000,000 * 165 = 165,000,000دج

- لكن بفضل المبادلة

150,000,000 = 150 * 1,000,000دج

- الوفر المحقق:

15,000,000 = 150,000,000 - 165,000,000 دج

النتيجة

حققت الشركة الجزائرية وفراً قدره 15,000,000 دج بفضل عقد المبادلة الذي ثبّت سعر الصرف عند 150 دج للدولار وحماها من ارتفاع الدولار.

المطلب الثالث: تسيير خطر الصرف باستعمال أسواق عقود الاختيار

-خيارات العملة :

أ- تعريف خيارات العملة :

برز أسلوب التعامل بخيارات العملة كأداة للتحوط من مخاطر تذبذب أسعار الصرف المستمرة عندما قامت بورصة فيالديلفيا في الواليات المتحدة الأمريكية لأول مرة في ديسمبر 1982 بالتعامل بحقوق خيارات العملات، حيث أتاحت الفرصة لشراء وبيع العملات مثل: الدوالر الأمريكي، الجنيه الأسترليني، الفرنك السويسري، المارك الألماني، الدوالر الكندي، الين الياباني والفرنك الفرنسي على أساس الخيار كوسيلة للحماية ضد تقلبات أسعار هذه العملات.

يمكن تعريف خيار العملة على أنه عقد قانوني يعطي لحامله الحق (وليس الإلتزام) في شراء أو بيع مبلغ معين من العمالت في تاريخ معين (أو خالل فترة زمنية معينة) يسمى تاريخ اإلستحقاق وبسعر محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ، مقابل دفع عالوة غير قابلة للرد يدفعها المشتري للبائع مقدما عند التعاقد.

يتم التعامل بعقود الخيار في نوعين من الأسواق وهما :

***السواق المنظمة :**

يتم التفاوض في هذا النوع من الأسواق على عقود نمطية في كل من تاريخ الإستحقاق، المبلغ والعملة الصعبة، ومن أهم أسواق خيارات الصرف المنظمة بورصة فيالديلفيا في الواليات المتحدة الأمريكية إلى جانب الأسواق التالية :

- (**CIMM**) Chicago International Monetary Market

- (**MSE**) Montreal Stock Exchange

- (**ASE**) Amsterdam Stock Exchange

- (**LIFFE**) London International Financial Future Exchange

***السواق غير المنظمة :**

هي أسواق خيارات خارج البورصة، حيث يتم التعامل مباشرة بين البنوك وعمالئها لبيع وشراء عقود خيار غير نمطية تعد وفقا إلحتياجات العمالاء .

ب- أنواع عقود الخيار:

تنقسم عقود الخيار إلى نوعين أساسيين وهما :

*** خيار الشراء (Option Call)**:

ويقصد به خيار المشتري في شراء مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد خالل فترة زمنية معينة (الخيار الأمريكي) أو في تاريخ إستحقاق محدد (الخيار الأوربي)، والمشتري لعقد الخيار له الحق في ممارسة حقه في الخيار إما بإتمام العملية أي تنفيذ مضمو ن العقد وإستالم العملة بالسعر المتفق عليه أو تركها، وفي مقابل إكتسابه هذا الحق فإنه يدفع عالوة للبائع مقدما وال ترد له سواء مارس حقه في الخيار أو لم يمارسه، والمخاطر بالنسبة للمشتر ي محدودة بقدر العالوة المدفوعة أما الربح المحتمل فهو غير محدود

*** .خيار البيع(Option Put) :**

وهو خيار البائع في بيع مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد أو خلال فترة زمنية معينة، والبائع لعقد الخيارلا يملك الحق الذي يتمتع به المشتري في الإختيار، فعليه إنتظار قرار المشتري حتى تاريخ إستحقاق العقد، ويتعين عليه تسليم العملة موضوع التعاقد بعد تلقيه إخطار الممارسة من طرف المشتري وبالسعر المتفق عليه في العقد، والربح بالنسبة للبائع محدود بقدر العالوة التي يستلمها من المشتري بينما خسارته فهي غير محدودة .

ج- خصائص عقود الخيار :

تتميز عقود الخيار بالخصائص التالية:

- طبيعة الخيارات: والتي يمكن أن تكون خيار شراء أو خيار بيع، وتجدر الإشارة هنا أن خيار الشراء لعملة صعبة A مقابل عملة محلية B يكافئ خيار بيع للعملة المحلية مقابل تلك العملة الصعبة؛

- المنتج التابع: وهو عبارة عن عملة يحرر بها الخيار مثل: الدولار الأمريكي، الين الياباني، ألاورو...إلخ؛

-الحجم: وهو خاضع لمعيار محدد، ففي سوق فيالديلفيا مثال خيارات الصرف التي تكون على العملتين الجنيه الأسترليني/ الدولار الأمريكي قيمتها المعيارية هي: 31250 جنيه أسترليني؛

-سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه والذي يدفعه المشتر ي في العملة المتعاقد على بيعها أو شرائها علما أن تنفيذ الخيار يتوقف على العالقة بين سعر التنفيذ والسعر السوقي كما يلي :

***خيار في العملة(Money The In):**

وهو مصطلح يعبر به عن الحالة التي يحقق فيها العميل ربحا من جراء ممارسته لحق الخيار ويسمى كذلك الخيار المربح، فبالنسبة لخيار الشراء يتحقق الربح إذا كان سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي، أما بالنسبة لخيار البيع فيتحقق الربح إذا كان سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي.

***خيار بالعملة (Money The At):**

وهو مصطلح يستخدم عند تساوي سعر تنفيذ العقد مع السعر السوقي للعملة وقت التنفيذ وذلك بالنسبة لخياري الشراء والبيع، بمعنى أن العميل ال يحقق ربحا أو خسارة من جراء ممارسته لحق الخيار .

***خيار خارج العملة(Money The of Out)**

وهو مصطلح يعبر به عن الحالة التي يتحمل فيها العميل خسارة من جراء ممارسته لحق الخيار ويسمى كذلك الخيار غير المربح، فبالنسبة لخيار الشراء تتحقق خسارة إذا كان سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي، أما بالنسبة لخيار البيع فتتحقق خسارة إذا كان سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي.

- تاريخ الإنتهاء في العقد: وهو اليوم الأخير الذي يسمح فيه للمتعاقد بأن يمارس حقه في الخيار، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين :الخيار الأور بي: ويطلق على حق الخيار الذي يمارس فقط في التاريخ المحدد إلنتهاء العقد وليس خلال مدة سريان العقد .

الخيار المريكي: ويطلق على حق الخيار الذي يمكن ممارسته في أي يوم عمل خالل مدة سريان العقد .

علاوة الخيار (ثمن الخيار): وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار مقدما للبائع لكي يمارس حقه في الخيار، ولا ترد العلاوة سواء مارس المشتري حقه في الخيار أو لم يمارسه .

د- قيمة عقود الخيار (عالوة الخيار):

تعريف قيمة عقود الخيار :علاوة خيار الصرف تمثل تكلفة شراء الخيار، ويدخل في قيمة هذه العالوة عنصرين وهما: القيمة الذاتية والقيمة الزمنية .

مبلغ العالوة = القيمة الذاتية + القيمة الزمنية

العوامل المحددة لقيمة عقود الخيار :

القيمة الذاتية :

تمثل القيمة الذاتية الفرق بين السعر المحدد في عقد الخيار (سعر التنفيذ) والسعر الآجل بالنسبة للخيار الأوربي، والفرق بين السعر المحدد في عقد الخيار (سعر التنفيذ) والسعر العاجل أو اآلجل (أفضلهما)بالنسبة للخيار ا ذا كان الفرق سالبا فإن ألامريكي، وا القيمة الذاتية تساوي الصفر.

تحسب القيمة الذاتية في حالة خيار الشراء كما يلي :

الخيار الأمريكي $VI = CC - PE \leq$

الخيار الأوروبي $VI = CC - PE \leq$

} **CALL OPTION**

أما في حالة خيار البيع تحسب القيمة الذاتية كما يلي :حيث أن:

الخيار الأمريكي $VI = PE - CC \leq$

الخيار الأوروبي $VI = PE - CC \leq$

} **PUT OPTION**

VI :القيمة الذاتية .

CC : السعر العاجل .

CT: السعر اآلجل .

PE:سعر التنفيذ .

ومن ثم إذا كان سعر التنفيذ في عقد خيار الشراء أقل من سعر السوق أو كان سعر التنفيذ في عقد خيار البيع أعلى من سعر السوق، فإن الخيار يعتبر مربحا والقيمة الذاتية موجبة مما يرفع من قيمة العقد وبالتالي تزيد قيمة العلاوة، أما إذا كان سعر التنفيذ في عقد خيار الشراء

أكبر من سعر السوق أو كان سعر التنفيذ ,أألوربي الخيار الفصل الثاني مخاطر الصرف وطرق تغطيتها في عقد خيار البيع أقل من سعر السوق، فإن الخيار يكون غير مربح والقيمة الذاتية معدومة مما يخفض من قيمة العقد وبالتالي تنخفض قيمة العلاوة .

القيمة الزمنية:

القيمة الزمنية هي جزء من العالوة وتمثل الفترة الزمنية المتبقية على إنتهاء حق الخيار أو بمعنى آخر هي الفرق بين قيمة العالوة والقيمة الذاتية .

تتحدد القيمة الزمنية أساسا بالعناصر التالية:

- **مدة عقد الخيار** :كلما طالت المدة حتى تاريخ إنتهاء عقد الخيار زادت قيمة العالوة و ذا كانت المدة قصيرة حتى تاريخ الإنتهاء العقد فإن العلاوة تنخفض، ومنه يمكن القول أن هناك عالقة طردية بين مدة عقد الخيار وقيمة العالوة.

ولكن في الواقع هذه العالقة صحيحة فقط بالنسبة للخيارات الأمريكية أما فيما يخص الخيارات الأوربية فلا توجد عالقة آلية بين مدة عقد الخيار وسعر الخيار .

مدى تقلب أسعار الصرف :

المدى الذي يصل إليه التذبذب اليومي لأسعار الصرف له تأثير مباشر على حجم العلاوة، أي أنه كلما كان التذبذب كبيرا زادت قيمة العالوة، فالتقلب الكبير في سعر صرف العملة يعني أن الخسائر أو أألرباح المحتملة تكون مرتفعة، بينما إستقرار الخيار يسمح بالحد من الخسائر إلى قيمة العالوة فقط وبالتالي تكون الأرباح المتوقعة محدودة .

- العرض والطلب :

تفاعل قوى العرض والطلب في السوق يؤثر في أسعار عقود الخيارات، فإذا زاد العرض عن الطلب ذا ازد الطلب عن العرض ترتفع العالوة تنخفض العلاوة .

-هـ إلستراتيجيات الممكنة لخيارات العملة :

هناك أربع إستراتيجيات لخيارات العملة تتمثل في.

شراء خيار الشراء :

المشتري له الحق في شراء مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد في تاريخ إستحقاق عقد الخيار، وعليه يسمح شراء خيار الشراء بالتغطية ضد مخاطر إر تفاع قيمة العملة ألجنبية مع إلستفادة في نفس الوقت من أي إنخفاض محتمل في قيمة العملة .بموجب هذا الخيار يقوم المشتري بدفع مبلغ أقصاه سعر التنفيذ مضافا إليه قيمة العالوة مهما كان إرتفاع سعر العملة ألجنبية مما يمكنه من تحقيق ربح في حالة إرتفاع سعر العملة ألجنبية، وفي حالة إنخفاض سعر العملة ألجنبية تكون خسارة المشتري محدودة بقيمة العالوة المدفوعة للبائع وقت التعاقد.

***بيع خيار الشراء :**

البائع في هذه الحالة يعد ببيع مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد في تاريخ إستحقاق عقد الخيار إذا مارس المشتري حقه في الخيار وطلب من البائع تسليم العملة.

بموجب هذا الخيار يتم بيع العملة الأجنبية بسعر أقصاه سعر التنفيذ مضافا إليه قيمة العلاوة، فالبائع هنا يحقق ربحا معاكسا عن ذلك الذي يحصله مشتري خيار الشراء، إذ أنه يخضع لقرار المشتري مما يعني أن أرباحه تكون محدودة بمقدار العالوة بينما خسائره تكون غير محدودة .

***شراء خيار البيع :**

المشتري في هذه الحالة له الحق في بيع مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد في تاريخ إستحقاق عقد الخيار، وعليه يسمح شراء خيار البيع بالتغطية ضد مخاطر إنخفاض قيمة العملة ألجنبية مع إلستفادة في نفس الوقت من أي إرتفاع محتمل في قيمة العملة .

بموجب هذا الخيار يقوم المشتري ببيع العملة ألجنبية بسعر أدناه سعر التنفيذ مطروحا منه قيمة العالوة وذلك مهما كان إنخفاض قيمة العملة ألجنبية مما يمكنه من تحقيق ربح في

حالة إنخفاض سعر العملة اﻷلجنبية، وفي حالة إرتفاع سعر العملة اﻷلجنبية تكون خسارة المشتري محدودة بقيمة العالوة المدفوعة للبائع وقت التعاقد .

***بيع خيار البيع:**

البائع في هذه الحالة يعد ببيع مبلغ معين من عملة معينة في تاريخ إستحقاق عقد الخيار وبالسعر المحدد إذا ما طلب المشتري منه ذلك .

بموجب هذا الخيار يتم بيع العملة اﻷلجنبية بسعر أدناه سعر التنفيذ مطروحا منه قيمة العالوة، فالبائع في هذه الحالة يحقق ربحا معاكسا عن ذلك الذي يحصله مشتري خيار البيع، إذ أنه يخضع لقرار المشتري مما يعني أن أرباحه تكون محدودة بمقدار العالوة التي يدفعها مشتري الخيار بينما خسائره تكون غير محدودة.

و- بعض حاالت إستخدام عقود الخيار :تستخدم عقود الخيار من أجل حماية اﻷصول المالية من التغيرات المستقبلية في قيمتها أو سعرها ويتضح ذلك من خالل ما يلي:

*** تغطية مدفوعات الصادرات :**

إذا توقع المصدر إستالم مبلغ معين من عملة معينة في المستقبل يتعين عليه حماية نفسه من تقلبات سعر هذه العملة بأن يشتري العدد الالزم من عقود خيار البيع، بحيث يملك حق بيع العملة المعنية في تاريخ اإلستحقاق وبالسعر المتفق عليه إذا ما وجد ذلك في صالحه، أما إذا إرتفعت أسعار العملة في صالح المصدر فإنه يسقط حقه في الخيار ويقوم ببيع العملة في السوق بالسعر المرتفع.

*** تغطية مدفوعات الواردات :**

كذلك الحال بالنسبة للمستورد الذي يريد حماية نفسه من مخاطر إرتفاع سعر العملة موضوع الصفقة، إذ يتعين عليه شراء العدد الالزم من عقود خيار الشراء، بحيث يملك حق شراء العملة بتاريخ اإلستحقاق وبالسعر المتفق عليه إذا ما وجد ذلك في صالحه، أما في حالة

إنخفاض سعر العملة فإنه سيلجأ إلى السوق الفوري لشراء ما يلزمه منها ويسقط حقه في ممارسة الخيار.

*** تخفيض حدة تقلبات قيمة الصول الجنبية :**

المستثمر الذي يرغب في حماية محفظته بالعمالت اﻷلجنبية من آثار تذبذب أسعار الصرف ويريد التخلص من عبء متابعة سلوك السوق بصفة مستمرة، يستطيع بيع خيار الشراء لتغطية حصة من أصوله اﻷلجنبية، فإذا إرتفعت أسعار العمالت فإن الحصة اﻷلخرى في محفظة أصوله سترتفع قيمتها وفي نفس الوقت فإن مشتري الحقوق يمارس حقه في الشراء للجزء المباع بسعر التنفيذ ويكون على البائع تسليم العمالت المباعة، أما إذا إنخفضت أسعار العمالت فإن قيمة المحفظة سوف تنخفض بالكامل، إال أن العالوات التي أستلمت مقابل بيع خيار الشراء سوف تعوض جانبا من هذه الخسارة * .تغطية مخاطر الصرف غير ال كيدة : المؤسسة التي تشارك في المناقصات الدولية ال تغامر بالتعاقد على شراء آجل للعملة اﻷلجنبية ألنها وانما من اﻷلفضل لها شراء عقد خيار البيع، فإذا لم يقبل عرض المؤسسة فإنهالا تضمن قبولها في العملية عن الخيار وتقتصر خسارتها على قيمة العالوة، أما إذا فازت المؤسسة بالصفقة فإنها تستطيع بيع خيار البيع بتصفية وضعيتها وإستخدام العالوة التي تتلقاها من بيع هذا العقد في تخفيض تكلفة عالوة العقد الذي إشترته في البداية .

ن- مبدأ التغطية ضد مخاطر الصرف بواسطة خيارات العملة :

يختلف مبدأ التغطية حسب وضعية الصرف التي يمكن للمتعامل أن يتخذها، فهناك حالتين وهما:

*** تغطية وضعية صرف طويلة :**

إذا كان المتعامل في وضعية صرف طويلة مثل المصدر الذي لم يحصل على عائداته فورا، يمكنه حماية نفسه من مخاطر إنخفاض سعر العملة موضوع الصفقة عن طريق اللجوء إلى شراء خيار البيع، فإذا إرتفع سعر العملة اﻷلجنبية عند لحظة التحصيل، ليس من مصلحة المصدر ممارسة الخيار بل يقوم ببيع مبلغ العائدات من العملة اﻷلجنبية في سوق الصرف

عاجال أين يكون سعر الصرف مرتفع وهو أعلى من سعر التنفيذ، ولكن إذا إنخفض سعر صرف العملة األلجنبية فمن مصلحة المصدر ممارسة الخيار.

*** تغطية وضعية صرف قصير ة:**

إذا كان المتعامل في وضعية صرف قصيرة مثل المستورد الذي لم يسدد وارداته فورا، يمكنه حماية نفسه من مخاطر إرتفاع سعر العملة موضوع الصفقة والتي تؤدي إلى ضياع جزء من مكسبه أو قد تلحق به خسارة وذلك عن طريق اللجوء إلى شراء خيار الشراء، فإذا إنخفض سعر صرف عملة الدفع األلجنبية في سوق الصرف العاجل عند لحظة القيام بالدفع، ليس من مصلحة المستورد ممارسة الخيار بل يقوم بشراء مبلغ الصفقة في سوق الصرف العاجل أين يكون سعر الصرف منخفض وهو أقل من سعر التنفيذ، أما إذا إرتفع سعر صرف العملة األلجنبية فمن مصلحة المستورد ممارسة الخيار .ي- مزايا وعيوب خيارات العملة 2 : ينجم عن إستعمال عقود الخيارات المزايا والعيوب التالية :

***مزايا خيارات العملة :**

- ✓ تترك للمتعامل إمكانية إختيار السعر الذي يريد أن يضمنه.
- ✓ تتميز عقود الخيار بالمر ونة في اإلستعمال (سعر التنفيذ، آجال اإلستحقاق) على عكس العمليات الآجلة والعقود المستقبلية التي تحدد األلسعار في المستقبل وبالتالي ال يمكن اإلستفادة من التطور اإليجابي لها.
- ✓ تسمح بتغطية وضعيات الصرف الشرطية (المخاطر العشوائية) .
- ✓ تسمح للمشتري باإلستفادة من التطورات اإليجابية ألسعار الصرف.
- ✓ تعتبر تقنية جيدة وفعالة لتسيير مخاطر الصرف من خالل إمكانية إعادة بيع عقد الخيار في أي وقت قبل أجل اإلستحقاق.
- ✓ عقود الخيار ال تسجل في الميزانية ماعدا العالوة التي تسجل عند إبرام العقد.

*** عيوب خيارات العملة :**

- ✓ إرتفاع تكلفة عقود الخيار.

- ✓ مبلغ العالوة المدفوع يمكن أن يكون مرتفعا جدا وبالتالي يشكل عبئا ماليا حقيقيا.
- ✓ عادة ما تكون آجال عقود الخيار أقل من سنة.
- ✓ يتطلب هذا النوع من العقود تسيير مستمر من طر ف متخصصين في هذا المجال؛
- ✓ إستعمال عقود الخيار ليس له فائدة إال بالنسبة للعمليات التي تخص المبالغ المهمة
- ✓ جدا بالعمالت الصعبة .

5-6أمثلة:

- مثال(1) :(مشتري خيار الشراء)

لنفترض أن شركة أمريكية في يوم 1 افريل قامت باستيراد ما قيمتها 1500000 euroألبسة رياضية من ايطاليا يتم تحصيلها بعد ستة اشهر، وتشير توقعاتها إلى احتمال ارتفاع أسعار الصرف في تلك الفترة، وحتى تتجنب المخاطر التي قد تنجم عن ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، فانها تقوم بتغطية نفسها، حيث قررت اللجوء الى سوق نيويورك وذلك بالتعاقد لشراء حق اختيار الشراء .حيث أنه في 1 افريل كان سعر الصرف الفوري $ 161.0 euro = ،والشركة قررت التغطية من خلال شراء خيار يستحق في 1 اكتوبر، حيث تم التعاقد على سعرمحدد هو 61 سنتا، ووفقا لنصوص الاتفاق ينبغي أن تدفع الشركة علاوة أو مكافأة للطرف الآخر بما قيمتها 2.05 سنتا .

وفقا لبيانات المثال :

قيمة العلاوة: تقدم الشركة لبائع الخيار علاوة قيمتها:

$$\$\ 30750 = 0.0205 \times 1500000$$

أ- التغطية (حالة ارتفاع السعر السوقي):

في حالة ارتفاع سعر صرف اليورو إلى: 1 € = 64.0 $

يقوم المستورد بتنفيذ خيار الشراء بسعر التنفيذ المتفق عليها: 1 € = 61.0$

1500000: ×(0.0205 +0.61) = 945750 $

يدفع حيث يدفع المستورد مبلغ اجمالي (باضافة العلاوة) مقداره 945750 دولار .ب-في حالة غياب التغطية، فإن سعر اليورو هو 64.0 ،$ ومن خلال عملية تحويل الدولار الى يورو يدفع المستورد:

1500000 ×0.64 = 960000 $

وبالتالي بتنفيذ العقد يدفع المستورد مبلغ قدره 945750 ،$وهو أقل مما لو استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في السوق، وبالتالي فربح الشركة أو مبلغ التحوط هو الفرق بين المبلغ المدفوع والمبلغ الذي كان سيدفع في غياب التغطية

.مبلغ التحوط (الربح) = 960000 - 945750 = 14250 دولار

.ويمكن حساب هذه النتيجة بتطبيق قانون تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري حق (لخيار الشراء option call) .

قيمة حق اختيار الشراء = السعر السوقي- سعر التعادل

سعر التعادل = سعر التنفيذ + العلاوة أو المكافاة = 0.61+ 0.0205 = 0.6305

قيمة حق اختيار البيع = 0.64 -0.6305= 0.0095

لكل واحد دولار .وبالتالي فالربح الاجمالي = .0.0095× 1500000 =14250 دولار.

ج- حالة انخفاض السعر السوقي :

في حالة انخفاض سعر صرف اليورو الى: 1€ = 0.5895 $

هذا سيجعل المستورد لا ينفذ خيار الشراء، فيقبل بخسارة قيمة العلاوة 30750 ، $ويشتري اليورو في السوق الفوري فيدفع مبلغ:

: $ 884250 = 0.5895 × 1500000

و باضافة مبلغ العلاوة فالمبلغ الاجمالي الذي يدفعه المستورد هو:

$ 915000 = 30750 + 884250

وهو أقل من السعر في حالة لو تم التنفيذ (945750 $).

د- وللتوضيح أكثر نأخذ الأسعار عند القيم التالية:

1€ = 0.6305 $ 1€ = 0.62 $ / 1€ = 0.61 $

1€ = 0.65 $ / 1€ = 0.64 $ / 1€ = 0.60 $

بالنسبة لمشتري حق اختيار الشراء:

قيمة الاجمالية العلاوة قيمة:0.0205 × 1500000 = $30750

حق اختيار الشراء = السعر السوقي- سعر التعادل × (قيمة الصفقة)

سعر التعادل = سعر التنفيذ + العلاوة أو المكافاة .

العملة من بالنسبة لوحدة واحدة 0.6305 = 0.0205 +0.61

دراسة هوامش الربح والخسارة عند القيم التالية :

0.65= قيمة حق اختيار الشراء: 29250=(1500000)× (0.6305 - 0.65) =ينفذ ويربح 29250 دولار

0.64= قيمة حق اختيار الشراء: 29250=(1500000)× (0.6305 - 0.65) =ينفذ ويربح 14250 دولار.

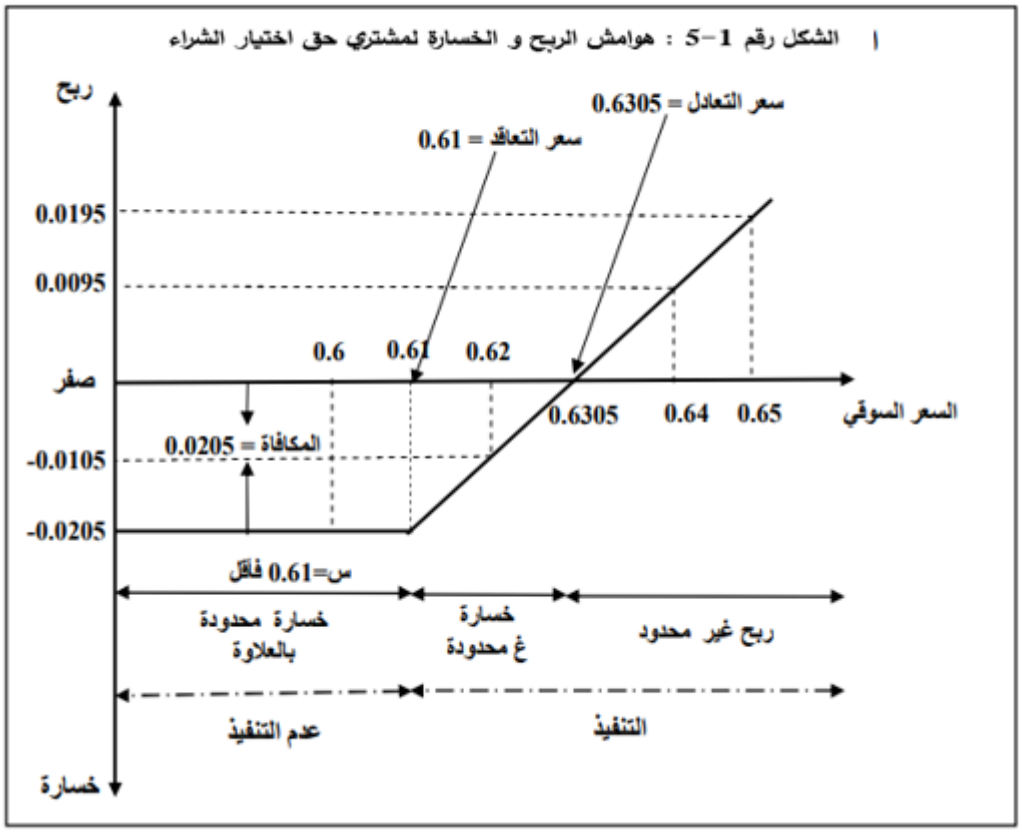
0.6305= قيمة حق اختيار الشراء:(0.6305-0.6305)*(150000)=0،ينفذ أولا ينفذ لا ربح ولا خسارة .

0.62= قيمة حق اختيار الشراء:(0.6305-0.62)*(150000)= -15750،ينفذ ويخسرأقل من العلاوة (حيث 0.62 -0.6305 - =0.0105 وهي قيمة أقل العلاوة)

0.61= قيمة حق اختيار الشراء:(0.6305-0.61)*(150000)= -30750،ينفذ ويخسرأقل من العلاوة (حيث 0.61 -0.6305 - =0.0205 وهي قيمة أقل العلاوة)

0.60= قيمة حق اختيار الشراء:(0.6305-0.60)*(150000)= -45750،ينفذ ولا يخسر العلاوة .

والرسم البياني التالي يوضح تحليل الربح لهذه العملية.



الشكل رقم 1-5 : هوامش الربح و الخسارة لمشتري حق اختيار الشراء

المصدر: مطبوعة محاضرات جامعية في مقياس سياسات ادارة مخاطر الصرف ص113 اعداد الدكتور يحياوي عبد الحفيظ كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجلفة - الجزائر

مثال2 :

(مشتري خيار البيع):

لنفترض أن شركة أمريكية في يوم 1 مارس قامت بتصديرما قيمتها 1500000 euroأجهزة كمبيوتر لأسبانيا يتم تحصيلها بعد ثلاثة أشهر، وتشير توقعاتها إلى احتمال انخفاض أسعار الصرف في تلك الفترة، وحتى تتجنب المخاطر التي قد تنجم عن انخفاض سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، فانها تقوم بتغطية نفسها، حيث قررت اللجوء الى سوق نيويورك وذلك بالتعاقد لشراء حق اختيار البيع.

حيث أنها في 1 مارس كان سعر الصرف الفوري $ 16090.0 euro = ،والشركة قررت التغطية من خلال شراء خيار يستحق في 1 ماي، لهسعر تنفيذ أقرب ما يكون للسعر الصرف الفوري، حيث تم التعاقد على سعر محدد هو 61 سنتا، ووفقا لنصوص الاتفاق ينبغي أن تدفع الشركة علاوة أو مكافأة للطرف الآخر بما قيمتها 2.05سنتا .

وتشير المعطيات وقتها الى أن القيمة الاسمية للخيارت في سوق نيويورك هيا euro 62500 ،وهذا يعني أن الشركة ستشتري 24 خيار.

وفقا لبيانات المثال :

قيمة العلاوة: تتقدم الشركة لبائع الخيار علاوة قيمتها

$$(24 \times 62500) \times 0.0205 = 30750\ \$$$

أ- الغطية (حالة انخفاض السعر السوقي) :

في حالة انخفاض سعر صرف اليورو إلى: $ 5620.0 € = 1

يقوم المصدر بتنفيذ خيار البيع بسعر التنفيذ المتفق عليه: $ 0.61 € = 1

: 1500000× (0.0205 -0.61) = $ 884 250

على يحصل حيث يحصل المصدر على مبلغ صافي (بخصم العلاوة) مقداره 250 884 دولار .

ب-في حالة غياب التغطية، فإن سعر اليورو هو 5620.0 ،$ومن خلال عملية تحويل الدولار الى يورو يحصل المصدر على .

: $ 843 000 = 0.5620 × 1500000

وبالتالي بتنفيذ العقد يحصل المصدر على مبلغ قدره 884250 ،$وهو أكبر مما لو استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في السوق، وبالتالي فربح الشركة او مبلغ التحوط هو الفرق بين المبلغ المحصل والمبلغ الذي كان سيحصل في غياب التغطية .

مبلغ التحوط (الربح) = 884250 - 843000 = 41250 دولار.

ويمكن حساب هذه النتيجة بتطبيق قانون تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري حق خيار البيع (option put):

فبالنسبة لمشتري حق اختيار البيع :

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل- السعر السوقي

سعر التعادل = سعر التنفيذ- العلاوة أو المكافاة

= 0.61 -0.0205 = 0.5895

قيمة حق اختيار البيع : = 0.5895 -0.5620= 0.0275 لكل واحد دولار

وبالتالي فالربح الاجمالي = 0.0275× 1500000 =41250 دولار

ج- حالة ارتفاع السعر السوقي:

في حالة ارتفاع سعر صرف اليورو الى: 1 = €0.6530 $

هذا يجعل المصدر لا ينفذ خيار البيع، فيقبل بخسارة قيمة العلاوة 30750 ، $ويبيع اليورو في السوق الفوري فيحصل على مبلغ

$ 979500 = 0.6530 × 1500000

ومع خصم العلاوة فإن المبلغ الصافي الذي يحصل عليه المصدر هو = 750 948 $: 979500 - 30750وهو أكبر من السعر لو تم التنفيذ (884250 $).

د- وللتوضيح أكثر نأخذ الأسعار عند القيم التالية:

1€ = 0.5620 $ / 1€ = 0.5895 $ /1€ = 0.60$

1€=0.61 $ / 1€ = 0.62 $ / 1 € = 0.6305 $

بالنسبة لمشتري حق اختيار البيع

قيمة العلاوة الاجمالية = 0.0205× 1500000 = 30750 $

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل- السعر السوقي × (قيمة الصفقة)

سعر التعادل = سعر التنفيذ- العلاوة أو المكافاة

سعر التعادل = 0.61 -0.0205 = 0.5895 بالنسبة لوحدة واحدة من العملة

دراسة هوامش الربح والخسارة عند القيم التالية:

0.5620قيمة اختيارالبيع = (1500000)×(0.5895- 0.5620) = 41250ينفذ، ويربح 41250 دولار.

0.5895قيمة اختيارالبيع = (1500000)×(0.5895- 0.5620) = 0،لا ربح ولا خسارة

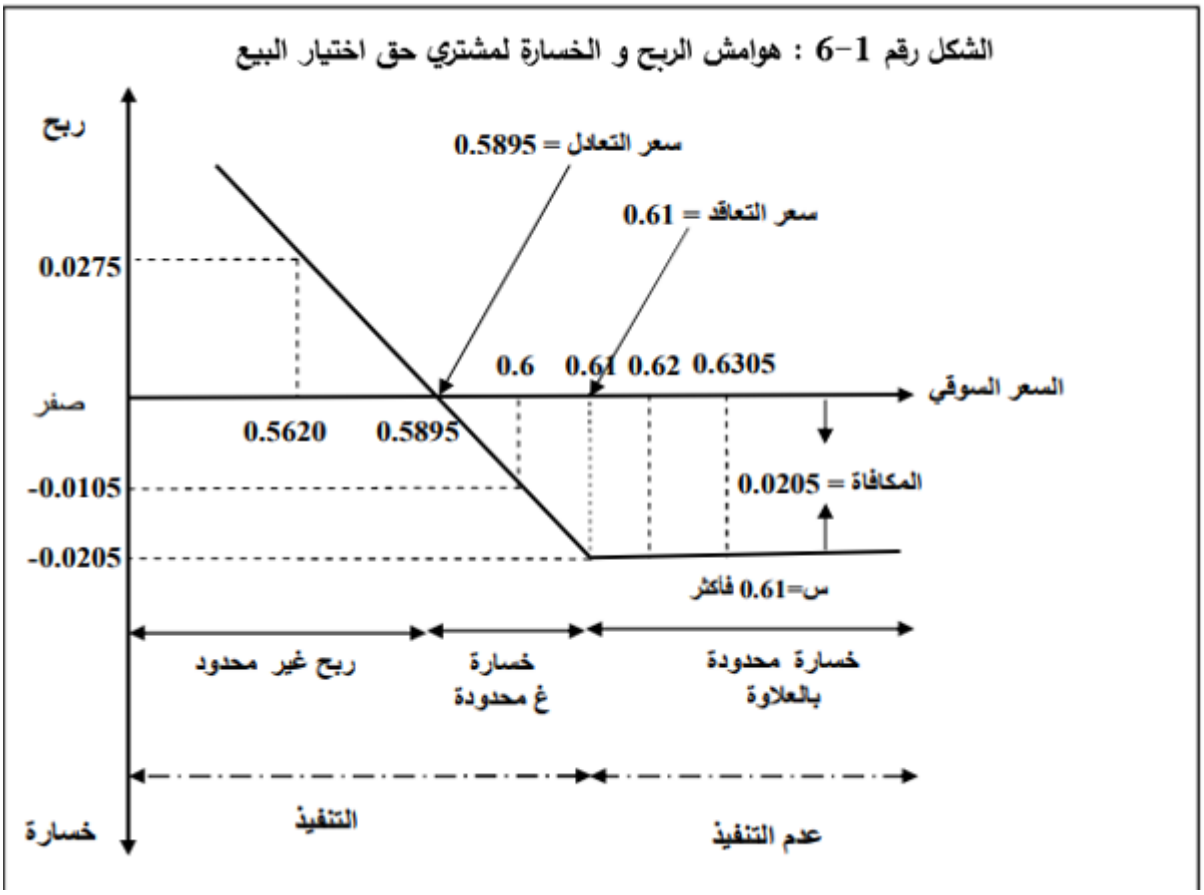
0.60قيمة اختيارالبيع = (1500000)×(0.5895- 0.60) = -15750ينفذويخسر أقل من العلاوة

0.61قيمة اختيارالبيع = (1500000)×(0.5895- 0.61) = 30750ينفذ، ويخسر أقل من العلاوة

0.62قيمة اختيارالبيع = (1500000)×(0.5895- 0.62) = 45750 ينفذ، ويخسر العلاوة.

والرسم البياني التالي يوضح تحليل الربح لهذه العملية.

الشكل رقم 1-6 : هوامش الربح و الخسارة لمشتري حق اختيار البيع



المصدر: مطبوعة محاضرات جامعية في مقياس سياسات ادارة مخاطر الصرف ص116 اعداد الدكتور يحياوي عبد الحفيظ كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجلفة – الجزائر

خلاصة :

بناءً على النتائج والدراسات الحسابية التي قمنا بها في هذا الفصل، **تبين الدراسة أن** إبقاء المراكز المالية للمؤسسة مكشوفة ومعرضة للتحركات العشوائية في الأسواق الدولية يمثل تهديداً مباشراً لاستقرار الموازنات التقديرية وتدفقاتها النقدية، وهو ما يظهر جلياً في حالتي تقلبات أسعار الفائدة وتذبذبات أسعار الصرف. ومن خلال استقراء النتائج النوعية لآليات التحوط المدروسة في حالة خطر معدل الفائدة، أكدت عقود مبادلة أسعار الفائدة كفاءتها التحوطية المطلقة في تحييد مخاطر السوق، بفضل قدرتها الهندسية على إعادة هيكلة طبيعة الالتزام المالي للمؤسسة وتحويل التدفقات المتغيرة وغير المستقرة إلى تكاليف ثابتة معلومة مسبقاً، مما يلغي تماماً أثر القفزات الفجائية في معدلات الفائدة. وبالمثل، أثبتت اتفاقيات سعر الفائدة الآجل فاعليتها كأداة وقائية تلزم الأطراف بتثبيت كلفة التمويل المستقبلية، وتبرز ميزتها الرياضية في آلية التسوية النقدية المعجلة والمخصومة التي تحمي المنشأة استباقياً من انعكاسات السياسات النقدية الانكماشية.

وفي ذات السياق المتعلق بالفائدة، أظهرت عقود خيارات سقف سعر الفائدة مرونة تشغيلية فريدة تميزها عن باقي الأدوات؛ إذ تتيح للمخطط المالي وضع حد أعلى لا يمكن لتكلفة الدين تجاوزه في حالة صعود السوق، دون حرمان المؤسسة من ميزة الاستفادة من الهبوط التدريجي في أسعار الفائدة السائدة، وهو ما يجعل العلاوة المدفوعة بمثابة قسط تأميني لحماية القيمة الاستثمارية. أما على مستوى الحالة الثانية المتعلقة بإدارة مخاطر سعر الصرف الأجنبي، فقد برهنت الدراسة التطبيقية للعقود الآجلة على الصرف على الدور المحوري لهذه التقنية في حماية الصفقات الاستيرادية من خطر تدهور القوة الشرائية للعملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، حيث تسمح للمؤسسة بتثبيت سعر التبادل عند التعاقد وضمان الهامش التجاري بغض النظر عن اتجاه السوق الفوري عند الاستحقاق. ونخلص في الأخير إلى أن النجاح الاقتصادي لمنتجات الهندسة المالية في مواجهة تقلبات أسعار الفائدة

وأسعار الصرف لا ينبع من منطق تحقيق مكاسب مضاربية، بل يرتكز أساساً على إلغاء حالة عدم اليقين وشراء الأمان المالي، مما يضمن تحصين المنشأة ضد الانحرافات المعيارية الحادة ويمنحها رؤية استراتيجية واضحة في تسيير تدفقاتها النقدية المستقبلية.

الخاتمة

. لقد شكلت هذه الدراسة محاولة جادة لتسليط الضوء على الأهمية البالغة التي تكتسيها المشتقات المالية كأدوات هندسية مبتكرة في إدارة وتغطية المخاطر المالية، مع تشخيص واقع وتحديات تطبيقها في المؤسسات المالية. ومن خلال التدرج المنهجي والتحليلي الذي اتبعناه عبر فصول الدراسة، تمكنا من التوصل إلى مجموعة من النتائج التي تبيّن من خلالها أن الاستخدام العقلاني للمشتقات المالية يرتبط بعلاقة عكسية مع مستوى المخاطر المالية، حيث يسهم الاعتماد على أدوات التحوط المختلفة، مثل العقود الآجلة والمستقبلية والخيارات والمبادلات، في عزل المخاطر المالية وتحويلها، ولا سيما مخاطر الصرف وأسعار الفائدة، الأمر الذي يعزز استقرار التدفقات النقدية للمؤسسات والمصارف ويحافظ على هوامشها الربحية. كما أظهرت الدراسة أن المشتقات المالية تُعد سلاحاً ذا حدين؛ فهي توفر درجة عالية من الأمان المالي عندما تُستخدم لأغراض التحوط والتغطية، في حين قد تتحول إلى مصدر لخسائر مالية جسيمة إذا استُخدمت في المضاربة المفرطة المعتمدة على الرافعة المالية المرتفعة، مما يبرز أهمية تطبيق أنظمة حوكمة فعالة وآليات رقابة داخلية صارمة لضمان الاستخدام الرشيد لهذه الأدوات

التوصيات والاقتراحات

بناءً على النتائج المتوصل إليها، نتقدم بمجموعة من التوصيات العملية التي قد تساهم في تفعيل هذه الأدوات المالية :

- **تحديث البيئة التشريعية والمحاسبية :**نقترح على السلطات النقدية وبنك الجزائر ضرورة مراجعة الأطر القانونية المنظمة للعمل المصرفي، وصياغة تشريعات مرنة تسمح بالاعتراف بمنتجات الهندسة المالية وتقييمها وفق المعايير الدولية للتقرير المالي لا سيما المعيار.(IFRS 9)

- **التوطين التدريجي للمشتقات :**البدء في تطبيق الأدوات الأقل تعقيداً داخل البنوك الجزائرية، مثل العقود الآجلة للعملات لحماية التجارة الخارجية (الاستيراد والتصدير)، قبل الانتقال إلى الخيارات والمبادلات الأكثر تعقيداً.
- **الاستثمار في الرأسمال البشري :**ضرورة تنظيم دورات تدريبية وتكوينية مكثفة ومستمرة لصالح الإطارات والمسيرين في البنوك الجزائرية، بالتعاون مع المعاهد المتخصصة والجامعات، لرفع الكفاءة الفنية والوعي بآليات هندسة المشتقات المالية وكيفية قياس مخاطرها وتسييرها.
- **تطوير وتفعيل السوق المالي :**الإسراع في تطوير بورصة الجزائر واستحداث سوق نظامية أو موازية خاصة بتداول العقود الآجلة والمستقبلية لخيارات العملة، لتوفير غطاء حماية ديناميكي للبنوك والمؤسسات الاقتصادية ضد مخاطر الصرف والفائدة.

أفق الدراسة المستقبلي:

نستخلص من ان هده الدراسة ما هي إلا خطوة متواضعة تفتح الباب أمام الطلبة للتعمق مستقبلاً في محاور ذات صلة، مثل" :آليات هندسة المشتقات المالية الإسلامية وتحديات تطبيقها في النوافذ الإسلامية للبنوك الجزائرية"، أو "أثر الصدمات المالية الدولية على كفاءة نماذج تسعير الخيارات المستحدث.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

1 .الكتب باللغة العربية:

1. التميمي، أرشد فؤاد، وعزمي، أسامة .*الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة* .دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى.
2. التميمي، أرشد فؤاد، وتابه، الديمي عدنان .(2009) .*الإدارة المالية المتقدمة* .دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.
3. جبار، محفوظ .(2002) .*الأوراق المالية* (الجزء الثاني). دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر.
4. الحداد، فايز سليم .(2009) .*الإدارة المالية* .دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية.
5. حماد، طارق عبد العال .(2000) .*دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية* .الدار الجامعية، القاهرة، مصر.
6. خريوش، حسني علي، وآخرون .(1999) .*إدارة المحافظ الاستثمارية* .دار الزهران للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى.
7. الدوري، مؤيد عبد الرحمن .(2010) .*إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية* .إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.
8. رضوان، سمير عبد الحميد .(2005) .*المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها* .دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى.
9. الزبيدي، حمزة محمود .*الإدارة المالية والمقاصة* .دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
10. سليمان، منير، وموصلي، سامر .(2013) .*الأسواق المالية* .منشورات الجامعة الافتراضية السورية، دمشق، سوريا.
11. شيحة، مصطفى رشدي، وعوض الله، زينب حسن .(1993) .*الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية* .المطبعة الحديثة، القاهرة، مصر.

12. الشيخ، عبد الله .(2019) .*المشتقات المالية وأدواتها في إدارة المخاطر* .دار الفكر العربي، القاهرة، مصر.

13. شمعون، المعون .(1993) .*البورصة: بورصة الجزائر* .دار نشر الأطلس، الجزائر.

14. التميمي، علي تقي .(2003) .*الشركات المساهمة في ظل القانون الوضعي والفقه الإسلامي* .مؤسسة مجد للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى.

15. العبد الجواد، محمد عوض، والشديفات، علي إبراهيم .(2006) .*الاستثمار في البورصة* .دار الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى.

16. عبد الله، جاسم .*مدخل في تقييم المشروعات: الجدوى الاقتصادية والفنية وتقييم جدوى الأداء* .دار ومكتبة الحامد، عمان، الأردن.

17. عبد الهادي، عقيل جاسم .(1999) .*الأسواق المالية الأولية والثانوية* .دار الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى.

18. العربي، محمد فريد .(2002) .*الشركات التجارية* .دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر.

19. العتيبي، أحمد معجب .(2008) .*المحافظ المالية الاستثمارية* .دار النفائس للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.

20. علوان، مروان .(1993) .*الأسواق النقدية والمالية: البورصة في عالم النقد والمال* (الجزء الأول). ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

21. عرفة، سيد سالم .(2009) .*إدارة المخاطر الاستثمارية* .دار الرابية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى.

22. عثمان، محمد إسماعيل .(1993) .*أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاستثمار* .مطبعة جامعة القاهرة، القاهرة، مصر.

23. فلاح، غازي .*إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة* .دار المناهج للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.

24. بهلول، محمد بلقاسم حسن .(1990) .*الاستثمار وإشكالية التوازن الجهوي* . المؤسسة الوطنية للاتصال والنشر والإشهار، الجزائر.

25. بوتين، محمد .*المحاسبة العامة للمؤسسة* .ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

26. مطر، سالم .(1990) .*مبادئ الاستثمار* .الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت.

27. مطر، محمد .*إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية* .مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.

28. معروف، هوشيار .(2003) .*الاستثمار والأسواق المالية* .دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى.

29. المناري، محمد صالح .(2000) .*الإدارة المالية والتمويل* .الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.

30. مصطفى، محمد عبده .(1998) .*تقييم المؤسسات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة* .الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

31. هندي، منير إبراهيم .(2015) .*أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية* . توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.

32. هارون، محمد صبري .(1999) .*أحكام الأسواق المالية في الفقه الإسلامي (الأسهم والسندات)* .دار النفائس للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، الطبعة الأولى.

33. النعيمي، عدنان عليه، وآخرون .(2008) .*الإدارة المالية: النظرية والتطبيق* . دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، الطبعة الثانية.

34. بن علي، بلعزوز .(2016)*عولمة الأسواق المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول النامية*، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

35. حماد، طارق عبد العال .(2022)*إدارة المخاطر: مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، مخاطر التشغيل، مخاطر السيولة*، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

36. حمدان، مأمون .(2019)*الأسواق المالية والمشتقات*، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا.

37. حنفي، عبد الغفار .(2019)*البورصات والمشتقات المالية (مفاهيم وأدوات التحوط)*، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

38. النجار، فريد .(2018)*إدارة المخاطر المالية والدولية في البورصات والشركات*، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
39. هندي، منير إبراهيم .(2021)*الإدارة المالية الحديثة: مدخل اتخاذ القرارات*، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.

2 .المقالات والدوريات العلمية باللغة العربية:

40. بن الضب، علي، وعياد، سيدي امحمد. (2013). "تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة: دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء ."*مجلة أداء المؤسسات الجزائرية*، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 02.

41. عثمان، علام، وعز الدين، حملة. (ديسمبر 2016). "استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي ."*مجلة رؤى اقتصادية*، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 11، ص ص. 151-152.

42. محي الدين، عمرو. (2000). "المال والصناعة ."*مجلة دورية*، بنك الكويت الصناعي، الكويت، العدد الثامن عشر، ص. 12.

3 .الأطروحات والرسائل الأكاديمية (ماجستير ودكتوراه):

43. برودي نعيمة، 2005، الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية مذكرة لنيل شهادة الماجيستر في العلوم الاقتصادية (تخصص نقود – بنوك و مالية) جامعة ابي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر .

44. الصعيدي، إسماعيل جميل .(2011) .*العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية* . رسالة ماجستير في الاقتصاد والعلوم الإدارية (تخصص محاسبة)، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين.

45. قط، سليم .(2015-2016) .*مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة مقارنة)* .أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (تخصص نقود وتمويل)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.

46. جاسم، أرشد عبد الأمير .(2016) .*التسعير الدولي للمخاطرة بإطار نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولي: دراسة تحليلية لعينة من الأسهم العادية لأسواق الأسهم الدولية* .أطروحة دكتوراه (فلسفة في إدارة الأعمال)، جامعة كربلاء، العراق.

4 .المطبوعات البيداغوجية والجامعية المحكّمة:

47. براق، محمد .(1998) .*تسيير المحافظ الاستثمارية* .مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير (تخصص مالية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر.

48. *مبادئ في المحاسبة العامة (وفق المخطط الوطني للمحاسبة)* .مطبوعة جامعية صادرة عن ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

5 .أعمال الملتقيات والمؤتمرات العلمية:

49. حشاشي، سليمة. (20-21 أكتوبر 2009). "التقييم العامل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية ."*الملتقى الدولي العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية*، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.

6 .المواقع الإلكترونية والمصادر الرقمية (العربية):

50. بنكير، محمد مجد الدين .*محافظ الاستثمار: إدارتها واستراتيجياتها* .متاح على شبكة الإنترنت، تاريخ الزيارة: 12-03-2010.

7.النصوص القانونية والتشريعية (الجزائر):

51. *القانون التجاري الجزائري*، الصادر سنة 1975، المعدل والمتمم بالمادة 715 مكرر 42.

52. *المرسوم التشريعي رقم 93-08*، المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.

53. *الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية*، العدد 27، الجزائر، 2004.

المراجع باللغة الأجنبية (English & French References)

1. Books (الكتب الأجنبية):

54. Ananou, T. (1997). *Investissement et Capital*. SEUIL Édition, Paris, France.
55. Boughba, A. (1999). *Analyse et évaluation de projets*. Berti Éditions, Paris, France, 2nd Edition.
56. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management*. South-Western Cengage Learning, USA, 10th Edition.
57. Chance, D. M., & Brooks, R. (2015). *An Introduction to Derivatives and Risk Management*. Cengage Learning, Boston, 9th Edition.
58. Dufugeur, P. A., & Gazeengel, A. *Introduction à la finance d'entreprise*. Dunod Éditions, Paris, France.
59. Fabozzi, F. J. (2010). *Financial Markets and Institutions*. Pearson, Boston, 4th Edition.
60. Henning, C. N., Pigott, W., & Scott, R. H. (1981). *Financial Markets and the Economy*. Prentice-Hall, New Jersey, 3rd Edition.
61. Hull, J. C. (2022). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Pearson, New York, 11th Edition.
62. Martina, D. (1997). *Gestion Financière de l'entreprise*. Bardas, Paris, France.
63. McDonald, R. L. (2013). *Derivatives Markets*. Pearson, Boston, 3rd Edition.

64. Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions*. Pearson, Boston, 9th Edition.

65. Ritter, L. S., & Silber, W. L. (1986). *Principles of Money, Banking and Financial Markets*. Basic Books, Inc., New York, 5th Edition.

66. Shreve, S. E. (2004). *Stochastic Calculus for Finance II: Continuous-Time Models*. Springer, New York.

67. Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton & Company, New York.

68. Stulz, R. M. (2003). *Risk Management and Derivatives*. Thomson South-Western, Ohio.

69. Telon, F. (1997). *Analyse de l'Investissement et Gestion d'Entreprise*. Paris, France.

2. Journal Articles & Academic Papers (الأوراق البحثية والمقالات):

70. Black, F., & Scholes, M. (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities". *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, pp. 637-640.

71. Merton, R. C. (1973). "Theory of Rational Option Pricing". *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, No. 1, pp. 141-145.

72. Mwange, A., et al. (2022). "Explaining The Fundamentals of Financial Markets: A Theoretical Review". *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 13, No. 4, pp. 70–72.

3. Institutional Reports & Statistics (التقارير والمصادر الرسمية الدولية):

73. Bank for International Settlements. (2019). *OTC Derivatives Statistics*. BIS, Basel, Switzerland.

74. Bank for International Settlements. (2023). *BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*. BIS, Basel, Switzerland.

75. Berkshire Hathaway Inc. (2002). *Annual Report to the Shareholders: Warren Buffett's Letter*. Omaha, Nebraska.

76. Chicago Board Options Exchange. (2020). *The History of the Options Market and Theoretical Framework*. CBOE Global Markets, Chicago.

77. Chicago Board of Trade. (2018). *Historical Records and Centennial Development*. CME Group, Chicago.

78. International Monetary Fund. (2010). *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability*. IMF, Washington D.C.

79. International Monetary Fund. (2021). *Global Financial Stability Report*. IMF, Washington D.C.

80. IOSCO. (2017). *Derivatives Markets: Principles and Guidelines*. International Organization of Securities Commissions, Madrid, Spain.

81. World Bank. (2015). *Derivatives and Risk Management*. World Bank Group, Washington D.C.

4. Dictionaries (القواميس والمعاجم):

82. Adam, J. H. (1982). *Longman Dictionary of Business English*. Longman, London.

انتهى باذن الله