



إدارة المخاطر المالية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إعداد:

د. بومصباح صافية

أستاذة باحثة بقسم العلوم الاقتصادية

السنة الجامعية: 2023-2024

الصفحة	محتوى المطبوعة
4	مقدمة
8	المحور الأول: الإطار النظري للمخاطر المالية
31	المحور الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية
43	المحور الثالث: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود خطر
61	المحور الرابع: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
73	المحور الخامس: إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية
96	خاتمة
99	قائمة المراجع
106	الفهارس



مقدمة



مقدمة:

مع تزايد حجم المؤسسة وتوسعها، بالإضافة إلى ارتفاع درجة المنافسة وتعقيد علاقاتها مع بيئتها الداخلية والخارجية، تزايدت المخاطر التي تواجهها بشكل متنوع ومتعدد، وتعد المخاطر المالية من أهم المخاطر التي تواجهها في مجال الأعمال، حيث تتنوع هذه الأخيرة ما بين مخاطر السيولة، مخاطر الأسواق المالية، وصعوبات في إدارة التكاليف، وغيرها، وفي ظل تنوع المخاطر التي قد تواجهها المؤسسة، فمن الضروري تبني أساليب واستراتيجيات فعالة لإدارتها، وهي ما يُعرف بإدارة المخاطر، حيث تساهم هذه الأخيرة في تمكين الإدارة من التعامل مع المخاطر المحتملة وتحقيق التوازن المثالي بين العوائد والمخاطر المرتبطة بها، مما يعزز الاستخدام الفعال للموارد في تحقيق أهداف المؤسسة.

تعتبر إدارة المخاطر جزءاً أساسياً من الإدارة الاستراتيجية لأي مؤسسة، إذ تشمل الإجراءات المنظمة التي تعتمد على المؤسسات للتعامل مع المخاطر المرتبطة بأنشطتها، بهدف تحقيق مزايا مستدامة من كل نشاط وكذلك من محفظة الأنشطة ككل.

ويتركز الهدف الأساسي في إدارة المخاطر الفعالة على التعرف على المخاطر، تقدير حجمها، ومعالجتها، بهدف إضافة أقصى قيمة مستدامة لجميع أنشطة المؤسسة، فهي تساعد على فهم الجوانب الإيجابية والسلبية التي قد تؤثر عليها، وكعلم تعتمد إدارة المخاطر على التحليل الواقعي واستخدام النماذج القياسية والحسابية، أما كفن فهي تتطلب اختيار النموذج الأنسب وتعميمه بفعالية داخل المؤسسة مع التحلي بالحيطة واليقظة، وذلك لارتباط الخطر ارتباطاً وثيقاً بالنتائج، حيث تحمل مخاطر أكبر يعني احتمال تحقيق نتائج أكبر، مع إمكانية الخسارة إذا لم يتم تقدير حجم الخطر بشكل صحيح، لذلك أصبح من الضروري احتواء المخاطر والتعامل معها بفعالية بدلاً من مجرد اكتشافها.

ومما سبق ونظراً لأهمية إدارة المخاطر بكل أنواعها جاء هذا المقياس ليتناول مفاهيم الخطر والتعريف بأهم المخاطر التي تواجه المؤسسة، مع تقديم أهم الاستراتيجيات وطرق التعامل معها، إضافة إلى تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للأوراق والمحافظ المالية.

وعليه فقد تم إعداد هذه المطبوعة في شكل محاضرات موجهة إلى طلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص إدارة مالية وفقاً للمقرر الدراسي للمقياس، الذي يتضمن مجموعة من المحاور الأساسية التي تساعد الطالب على التعرف والتحكم في أهم المبادئ والأساسيات التي يتضمنها المقياس.

ترتبط المعارف العلمية لهذا المقياس بمقياسين تناولهما الطالب في السداسي الأول والسداسي الثالث، وهما الأسواق المالية والإحصاء¹، إذ تعتبر المقياس الثلاثة مكملة لبعضها البعض من أجل الإلمام الكامل والفهم الجيد لمحتوى المقياس.

ونظرا لأهمية هذا المقياس وتشعبه جعل من الصعب الإلمام بجميع المواضيع التي تنطوي ضمنه، لكن حاولنا تسليط الضوء على المحاور المقررة في البرنامج الوزاري، لذا جاءت هذه المطبوعة في خمسة محاور أساسية بطريقة سلسلة تسهم في تسهيل فهم الطالب للمادة، إضافة إلى اقتراح مواضيع للبحث وكذا تدعيمها بأمثلة تطبيقية وتمارين حسب ما تقتضيه كل محاضرة، وذلك من أجل إرساء المفاهيم المرتبطة بالمخاطر المالية وإدارتها وعلاقتها بالمفاهيم الحديثة في مجال الإدارة المالية لتكون بذلك أداة فعالة للطالب.

يبدأ كل محور من المطبوعة بتحديد محتواه والأهداف التعليمية المحددة له، ثم تم عرض المحتوى بشكل مفصل، لينتهي بمجموعة من الأسئلة لاختبار مدى فهم واستيعاب الطالب للمضمون المقدم في المحور.

تضمن المحور الأول من هذه المطبوعة استعراض الإطار النظري للمخاطر المالية، حيث تم التعرض لمفهوم المخاطر المالية مع إبراز الخصائص التي تميزها، كما تم التطرق إلى أهم العوامل التي تسهم في ظهور هذه المخاطر، بالإضافة إلى التعرف على الأساليب الرئيسية المستخدمة للتعامل معها. في المحور الثاني، تم تعريف الطالب بنشأة ومفهوم إدارة المخاطر المالية، بالإضافة إلى استعراض العناصر الرئيسية التي تساهم في إدارة فعّالة للمخاطر المالية، كما تم توضيح أهداف وأهمية إدارة المخاطر المالية، وشرح مراحل عملية إدارة المخاطر المالية، مع استعراض استراتيجيات إدارة المخاطر المالية المستخدمة في هذا المجال.

أما المحور الثالث فقد تم تخصيصه لدراسة أهم المعايير التي يتم من خلالها اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود خطر.

في حين ركز المحور الرابع على تعريف الطالب بمختلف مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، خاصة تلك التي تصيب المستثمر في الأسهم والسندات.

أما المحور الخامس من المطبوعة فقد خصصناه لدراسة إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية.

تم إعداد هذه المطبوعة بالاعتماد على مجموعة متنوعة من المصادر العلمية في مجال إدارة المخاطر من كتب، مقالات، مذكرات، وأبحاث متخصصة في الموضوع، وقد عمدنا إلى ذكر المراجع المستعملة في نهاية كل محور ليتمكن القارئ لهذه المطبوعة من الاطلاع عليها بغية التوسع أكثر في المواضيع المطروحة.



المحور الأول:

الإطار النظري للمخاطر المالية



*الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف المحور الأول المعنون بـ: " الإطار النظري للمخاطر المالية" إلى تمكين الطالب من اكتساب المهارات البحثية التالية:

- التعرف على مفهوم وخصائص بالخطر؛
- التعرف على بعض المصطلحات التي لها علاقة بالخطر؛
- التعرف على العوامل المساعدة على ظهور الخطر؛
- التعرف على التصنيفات المختلفة للمخاطر؛
- رصد مختلف المفاهيم المتعلقة بالمخاطر المالية وأنواعها؛

المحور الأول: الإطار النظري للمخاطر المالية

تمهيد: يعتبر الخطر صفة ملازمة لأغلب القرارات التي تتخذها المؤسسة، فالخطر ينتج بمجرد شك في عدم موافقة نتائج القرارات لما كان متوقع منها، وتزداد حدة الخطر كلما قلت المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات، وغالبا ما يتم ربط الخطر بالمخاطرة وعدم التأكد، غير أن المخاطرة تنتج عندما تواجه المؤسسة الخطر، علما أن الخطر موجود ولا يشكل تهديدا إلا عندما تواجهه المؤسسة، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

أولا. مفهوم وخصائص الخطر:

إن التغيرات البيئية السريعة والمستمرة اقتصاديا، تكنولوجيا، اجتماعيا وحضاريا تجعل المخاطرة قدرا تواجهه كافة المؤسسات والأنشطة الاقتصادية حول العالم، وبذلك على إدارات تلك المؤسسات التحسب بفاعلية واستمرار لمواجهة كل أنواع المخاطر وصياغة الوسائل لتفاديها و الوقاية منها.

1. مفهوم الخطر:

قبل التعرض لمختلف التعاريف التي تناولت مصطلح الخطر تجدر الإشارة إلى أن الخطر يدعى بالمخاطرة أحيانا، رغم الاختلاف الموجود بينهما في اللغة الفرنسية (**Risque**) أو (**Danger**) هذا من جهة، ومن جهة أخرى لقد ناقش الاقتصاديون والإحصائيون وأصحاب نظريات القرار ومنظرو التأمين طويلا مفهوم الخطر وحتى وقتنا الحاضر لم يستطيعوا الاتفاق على تعريف واحد محدد للخطر، فتعريف الخطر الذي يناسب الاقتصادي أو الإحصائي قد يكون عديم القيمة كأداة تحليل بالنسبة لمنظر التأمين ورغم أن جميعهم يستخدمون مصطلح الخطر إلا أنه قد يعني شيئا مختلفا تماما بالنسبة لكل منهم، ويرجع ذلك إلى اختلاف نوع وطبيعة دراساتهم والأغراض التي يرمون لها والمدارس التي ينتمون إليها.

وقد حاول الكثير من المهتمين بالبحث عن أصل كلمة خطر، فمنهم من يقول أن أصلها من الكلمة العربية (رزق) والتي تعني البحث عن أساسيات العيش التي غالبا ما تكون غير مؤكدة، ومنهم من يقول أن أصلها إيطالي (**Risicare**) والتي تعني التحدي الذي يوحي بالخوض في تجارب اقتصادية جريئة وغير مؤكدة النتائج.¹

1.1. المفهوم اللغوي للخطر: هي كلمة لاتينية تعني حدوث تغيير ما مقارنة بالحالة المستقرة أو التوازنية، أو حدوث انحراف عن النتائج المتوقعة.²

¹ فهد بن عيد، إدارة الخطر: ابتكار وتطوير، اتحاد الشركات الاستثمارية، مكتبة آفاق، 2001، ص36.

² كلاش مريم، بهلول نور الدين، دور إدارة المخاطر المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال-، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 11، العدد03، أبريل 2021، ص439.

2.1. المفهوم الاصطلاحي للخطر:

يعرف مصطلح "الخطر" في قاموس اكسفورد على أنه خسارة أو إصابة أو غيرها، أو إمكانية حدوث صدف تكون لها نتائج وآثار سلبية.¹

3.1. مفهوم الخطر من وجهات نظر مختلفة:

المفهوم المالي للخطر:

يعرف الخطر من المنظور المالي على أنه خطر أو احتمال فقدان رأس المال مثل القروض والتغير في أسعار العملات، الفوائد العالية على الأموال المقترضة... إلخ، بمعنى آخر تشير المخاطر المالية إلى احتمال أن ينحرف العائد الفعلي على الاستثمار عن العائد المتوقع، وهذه المخاطر يمكن قياس الخسائر الناتجة عنها كمياً لذا فهي قابلة للتأمين.

المفهوم الاقتصادي للخطر:

يعرف الخطر من الناحية الاقتصادية على أنه: حالة عدم التأكد الذي له تأثير مباشر على الثروة والممتلكات، حيث أن أي قرار استثماري يتوافق معه شيء من حالة عدم التأكد بشأن النتائج المتحققة منه، إذ يرتبط هذا الخطر بالطرق التي تمول عن طريقها المؤسسة عملياتها أو مشاريعها.² ويعرف أيضاً على أنه توقع وجود اختلافات في العائد بين ما هو مخطط له مسبقاً والمطلوب والمتوقع حدوثه، أي هو حالة من عدم التأكد أو الشك والخوف من تحقق ظاهرة أو موقف معين بالنظر لما قد يترتب عليه من نتائج ضارة من الناحية المالية أو الاقتصادية.³

مفهوم الخطر من وجهة نظر التأمين:

الخطر من وجهة نظر التأمين عبارة عن حدوث شيء في المستقبل يكون محتمل الوقوع ولا يتوقف على إرادة طرفي العقد التأميني.⁴

مفهوم الخطر من الناحية القانونية:

الخطر من الناحية القانونية هو احتمالية وقوع حادث مستقبلاً، أو حلول أجل غير معين خارج إرادة المتعاقدين قد يهلك الشيء بسببه، أو يحدث ضرر منه.⁵

من خلال ما سبق نخلص إلى أن الخطر مفهوم يستخدم للتعبير عن حالة عدم التأكد حول الأحداث أو النتائج ذات الأثر المادي على أهداف المؤسسة، وهذا يتضح من خلال المفاهيم السابقة التي تشترك

¹ The Oxford Illustrated Dictionary, Oxford University Press, London, UK, P728.

² Revue Economique, Les Risques Financière, Volume N 56 ,mars 2005, P 371.

³ محمد مطر، إدارة الاستثمارات بين الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، عمان، الأردن، 2004، ص22.

⁴ إبراهيم أبو النجا، التأمين في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، ج1، ط1، الجزائر، ص56-57.

⁵ بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة الشلف، الجزائر، 2009-2010، ص331.

جميعها في وجود آثار سلبية للمخاطر على عمليات المؤسسة وأصولها بكافة أنواعها، أو وجود حالات عدم التأكد أو عدم الاستقرار في أعمال المؤسسات ونتائجها، والتي تؤثر على أهداف المؤسسة التي تصب في الهدف الرئيسي لغالبية المؤسسات وهو تحقيق الأرباح.

2. خصائص الخطر:

تتمثل أهم خصائص الخطر فيما يلي:

➤ **احتمال الخطر:** ويقصد به عدد المرات التي يتكرر فيها حدوث الخسارة، وقد يكون هذا الاحتمال موضوعي أو عشوائي، ويكمن الفرق بينهما في كون أن الاحتمال الموضوعي هو تقدير شخصي غير قابل للقياس، أما الاحتمال العشوائي فهو عدد المرات التي يتكرر فيها الحدث في المدى الطويل وهو قابل للقياس.

➤ **مصدر الخطر:** ويتمثل في منبع وأصل الخطر أو السبب الأساسي لوجود الخطر، حيث أن معرفة السبب يمكن المؤسسة من توفير الآليات المناسبة لإدارة الخطر، وعادة تتمثل مصادر الخطر فيما يلي:

✓ **مصادر داخلية:** وتتمثل في مختلف مكونات المؤسسة التي بإمكانها التأثير عليها سلبا، سواء تعلق الأمر بالجانب الإداري، التكنولوجي، الموارد المالية،...إلخ.

✓ **مصادر خارجية:** وتتمثل في العوامل الموجودة خارج المؤسسة، والتي يمكن أن تؤثر سلبا عليها مثل البيئة السياسية، الاجتماعية،...إلخ.

➤ **الحدث:** بمعنى أن الخطر يتحقق نتيجة التحقق المادي لظاهرة من الظواهر الطبيعية أو العامة مما ينتج عنه خسارة فعلية.

➤ **النتيجة:** من خصائص الخطر الخسارة، ذلك أن ما سوف يلحق بالمؤسسة من وراء تعرضها للخطر هو الخسارة، سواء كانت هذه الخسارة كلية من خلال الضياع والهلاك الكلي لما هو معرض للخطر، أو خسارة جزئية من خلال الضياع الجزئي لما هو معرض للخطر.

➤ **قيمه غير معلومة في المستقبل على وجه اليقين.**

ثانيا. بعض المصطلحات التي لها علاقة بمفهوم الخطر:

1. عدم التأكد والمخاطرة:

يعرف عدم التأكد على أنه حدث أو عامل لا يمكن تحديده بدقة، ولكن له احتمال حدوث ولا يمكن

توقع نتيجته بدقة، بسبب ندرة المعلومات حول ما سيحدث في المستقبل ووقت التأثير ومداه.¹

¹ منى حمادة وآخرون، إدارة المخاطر مرحلة التشييد لمشاريع التشييد في سورية، مجلة دمشق للعلوم الهندسية، المجلد 28، العدد 1، 2012، ص 132.

كما يعبر عدم التأكد على الموقف الذي لا تتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم فعليه أن يضع تخمينات معقولة للصورة التي يمكن أن يكون عليها، ولما كانت تقديرات التوزيع الاحتمالي قائمة على تخمينات متخذ القرار فإنه يطلق عليها بالتوزيع الاحتمالي التقديري، فإذا كان القرار الاستثماري جديد من نوعه، أو أن المنشآت المنافسة ترفض تزويد متخذ القرار بمعلومات تاريخية مفيدة، فلا سبيل لوضع توزيع احتمالي للتدفق النقدي إلا بالبحث والاستشارة مع من لهم دراية بهذا النشاط، وذلك من أجل وضع تصور لهذا التوزيع.¹

وبالتالي فعدم التأكد يعبر عن الحالات الطبيعية التي تحدث في المستقبل والتي تؤثر على اتخاذ القرارات، وفيها يتعذر التنبؤ بوضع التوزيعات الاحتمالية لذلك، ولكن يتم استخدام الحكم الشخصي لمتخذ القرار والذي يتوقف على مدى ميوله وتوقعاته للمستقبل إذا كان متفائلاً أو متشائماً. وفي المقابل فإن المخاطرة هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الصافي حول القيمة المتوقعة لصافي العائد، أو أنها تصف موقفاً يتوافر فيه لمتخذي القرار الاستثماري بيانات ومعلومات كافية تسمح لهم بتقدير توزيع احتمالي موضوعي، أو هي الانحراف المعياري النسبي لعوائد الاستثمار المتوقعة وتعني درجة التقلب في عوائد الاستثمارات المتوقعة، وتزداد درجة هذه المخاطرة كلما زادت درجة التقلب في الإيرادات والعوائد المتوقعة.

من خلال ما سبق يتضح لنا أن الفرق الجوهرى بين مصطلحي المخاطرة وعدم التأكد هو درجة المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة، أي من حيث وجود احتمالات محددة عن إمكانية تحقق المخاطر المستقبلية أو عدم وجودها، فمصطلح عدم التأكد يعني أن هناك حالة كاملة من الجهل بالمستقبل وأن احتمالات حدوث النتائج تكون غير معروفة من قبل متخذي القرارات، في حين يدل مصطلح المخاطرة على أن متخذ القرار يمتلك معرفة جزئية أو ضمن نطاق محدود حول احتمالية حدوث النتائج.

2. الفرص و التهديدات:

تعتبر الفرص والتهديدات من العوامل الخارجية التي تؤثر على المؤسسة من خلال منحها فرصة لزيادة الأرباح أو إلحاق الضرر بها، حيث تعتبر **التهديدات** من المخاطر التي تنتج عن سلوك الآخرين، مثلاً يمكن أن يؤدي دخول منافس إلى السوق إلى تقليل الربح، هذا يسمى تهديداً حيث يلاحظ بأن تأثير الربحية يمكن توقعه لكن سلوك معين للمنافس لا يمكن التنبؤ به بصورة مؤكدة.²

¹ منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008، ص، 2.

² رسلي جميل قنو، أحمد محمد مشعل، تهديد حول إدارة المخاطر من منظور اقتصادي (حالة توضيحية)، ص2، نقل عن:

أما **الفرص** فهي فرصة أو مجموعة من الأحداث والظروف الخارجية الإيجابية، أو هي خطر له تأثير إيجابي على أهداف المؤسسة.¹

3. المجازفة: هي الإقبال على العمل في ظروف يشوبها حالة من الخسارة نتيجة خطر ما يمكن أن تتعرض له المؤسسة.

ثالثا. العوامل المساعدة على ظهور الخطر:

تتمثل أهم العوامل التي تساعد في وقوع الخطر أو تزيد من احتمال وقوعه فيما يلي:

1. العوامل الطبيعية: ويقصد بها الخسارة الكلية أو الجزئية للممتلكات نتيجة حدوث ظواهر طبيعية، مثل الزلازل، الفيضانات والحرائق...إلخ.

2. العوامل الموضوعية أو المادية: وهي الخصائص التي ترتبط بالشيء موضوع الخطر والتي تزيد من احتمال وقوع الخطر أو تزيد من شدة الخسارة المالية الناتجة عن تحقق الخطر، ومثال على ذلك مصنع المواد الكيماوية، أو لصناعة القطن، أو لصناعة المواد الملتهبة فهي كلها عوامل سلبية تزيد من احتمال وقوع الخطر.

3. عوامل أخلاقية إرادية: تعتبر هذه العوامل من أكبر المسببات لوقوع المخاطر، ويقصد بها مجموعة العوامل التي تؤدي بشكل معتمد إلى إحداث ضرر أو زيادة حجمه مثلا كالعنف أو السرقة والتي تزيد من احتمال وقوع الخطر.

4. عوامل مساعدة أخلاقية لا إرادية: ويقصد بها مجموعة العوامل التي تؤدي بدون قصد إلى زيادة تحقق الخطر أو زيادة حدة الخسائر الناتجة عن تحقق الخطر.

رابعا. التصنيفات المختلفة للمخاطر:

تصنف المخاطر إلى عدة أنواع، وذلك حسب المعيار المعتمد في تصنيفها وذلك كما يلي:

1. تصنيف المخاطر حسب الشيء الواقع عليه الخطر:

يمكن تصنيف المخاطر حسب هذا المعيار إلى ما يلي:²

1.1. المخاطر الشخصية: وهي المخاطر التي يتضرر منها الشخص نفسه بصورة مباشرة سواء في حياته أو صحته أو سلامة أعضائه (مرض، عجز، بطالة،...إلخ)، وإن وقوع هذه الأخطار يسبب خسارة مادية تصيب الدخل (انقطاعه كلياً أو جزئياً).

¹Practice Standard for Project Risk Management. Published by Project Management Institute Inc.Pennsylvania,USA.2009,P 111-112.

²مداني بن بلغيث، عبد الله إبراهيمي، تسيير الخطر في المؤسسة- تجدي جديد-، مجلة الباحث، عدد 03، 2004، جامعة الشلف، الجزائر، ص81.

1.2. مخاطر الممتلكات: وهي المخاطر التي تسبب خسائر في ممتلكات الأفراد (حريق، سرقة، كوارث طبيعية،... إلخ).

3.1. مخاطر المسؤولية المدنية: وهي المخاطر التي تنتج من وقوع أخطاء من شخص معين يتسبب في وقوع خسائر مادية للأشخاص في ذاتهم أو ممتلكاتهم، وعليه سيكون مسؤولاً أمام القانون للتعويض عن هذه الخسائر مما يؤدي إلى نقص في ثروته.

2. تصنيف المخاطر حسب طبيعتها:

حسب هذا المعيار يمكن تقسيم المخاطر إلى ما يلي:

1.3. المخاطر الديناميكية: وهي تلك المخاطر التي تتحقق نتيجة تغير سلوك الأفراد وعاداتهم وحوادث تغيرات في الاقتصاد، ويترتب على تحقق هذه المخاطر خسارة مالية للمؤسسة، مما يجعلها تدرج ضمن مخاطر المضاربة، وعموماً يمكن تقسيم عوامل نشأة هذا النوع من المخاطر إلى مجموعتين هما:

➤ **المجموعة الأولى** عبارة عن عوامل البيئة الخارجية: الاقتصاد، الصناعة، المنافسون والمستهلكون، والتغيرات التي تصيب هذه العوامل لا يمكن السيطرة عليها، ولكنها قادرة جمعياً على إحداث خسارة مالية للمؤسسة.

➤ **المجموعة الثانية** عبارة عن عوامل داخلية (قرارات الإدارة)، فالإدارة (مثلاً) في كل منظمة تتخذ قرارات بشأن ما تنتجه وكيف تنتجه وكيف تمول الإنتاج وكيف تسوق ما تم إنتاجه، وإذا نتج عن هذه القرارات توفير سلع وخدمات يقبلها السوق بسعر كاف فسوف تحقق المؤسسة أرباحاً، أما إذا لم يحدث ذلك، فقد تحقق خسارة.

2.1. مخاطر السكون: تتضمن هذه المخاطر الخسائر التي ستحدث حتى ولو لم يحدث تغييرات في الاقتصاد، مثل أخطار الطبيعة (الفيضانات والبراكين...)، وكذا تغير سلوك الأفراد والجماعات كالثورات وأعمال الشغب والاضطرابات، وتتضمن الخسائر الناتجة عن هذا النوع من المخاطر إما تدمير الأصل أو حدوث تغيير في ملكيته (أو حيازته) نتيجة لعدم النزاهة أو الإخفاق الإنساني، ويترتب على تحققها خسائر كبيرة، وتدرج مخاطر السكون تحت المخاطر البحتة (نتيجتها خسارة دائماً).

2.2. مخاطر المضاربة: تنشأ هذه المخاطر بفعل الإنسان ولأجله، حيث يستغل فرصة تغير الأسعار ليحقق من ورائها أرباحاً معينة، وربما قد تكون الظروف غير مواتية والتوقع غير سليم والتنبؤ ليس في محله فيسبب ذلك خسارة مادية، إذن بالنسبة لهذا النوع من الأخطار إذا لم تقع الخسارة فقد يقع مكسب مادي¹، وتعتبر المقامرة مثال جيد لمخاطر المضاربة، ففي موقف المقامرة يتم خلق مخاطرة بشكل متعمد

¹ المرجع نفسه، ص 80.

على أمل تحقيق مكسب، ويواجه صاحب المشروع الخاص أو صاحب رأس المال مخاطر المضاربة سعياً وراء الربح .

4.3. المخاطر البحتة: وهي تلك المخاطر التي تكون فيها الخسارة هي النتيجة الوحيدة الممكنة لها، وليس هناك أي إمكانية لتحقيق الربح، وترتبط المخاطر البحتة بأحداث أو عوامل خارجة عن سيطرة الطرف المعرض للخطر، ولذلك فإن التعرض لها يكون عادة من دون إدراك، ومن أمثلة هذا النوع من المخاطر هو تعرض منزل شخصي للدمار نتيجة كارثة طبيعية، ففي هذه الحالة لا يوجد هناك أي احتمال للاستفادة من الخطر.¹

3. تصنيف المخاطر حسب نتائجها وتحققها: وفقاً لهذا المعيار ينبغي تحديد النتائج والآثار المترتبة على تحقق الخطر وعلى هذا الأساس يمكن تصنيف المخاطر إلى:

1.3. المخاطر غير المالية: وتتعلق بعمليات التشغيل غير المالية بالأساس، ولكن قد يظهر لها تأثيرات مالية كخسارة الأصول المالية نتيجة الاحتيال والسرقة والتزوير والاختلاس أو الأصول المعنوية كسمعة الشركة.

2.3. المخاطر المالية: هذا المصطلح يعني خطر أو احتمال فقدان رأس المال، بمعنى آخر تشير المخاطر المالية إلى احتمال أن ينحرف العائد الفعلي على الاستثمار عن العائد المتوقع.

4. أنواع المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة:

وفقاً لهذا المعيار تصنف المخاطر إلى ما يلي:

1.4. المخاطر النظامية (المنتظمة): وهي المخاطر المتعلقة بالنظام العام للدولة، ويطلق عليها عدة تسميات منها: المخاطر غير القابلة للتنوع، أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها أو المخاطر العامة، وهي تؤثر على جميع المنظمات وهذا النوع من المخاطر لا يمكن تجنبه بالتنوع، وتتعلق بالظروف الاقتصادية والسياسية التي لها تأثير على نظام السوق بشكل عام، كالأزمات السياسية وحالات الكساد الاقتصادي أو الاضطرابات، لهذا فإن المستثمر يعرض عنها لأنه لا يمكن تفاديها، وذلك من خلال تلقيه علاوة المخاطر، وتقاس المخاطر النظامية بـ: معامل بيتا (**coefficient Beta**) الذي يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، حيث يقصد بعائد السوق المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم الموجودة في السوق، ومنه إذا بيتا يساوي (1) فإن عائد الورقة المالية سوف يتقلب صعوداً ونزولاً وفقاً لتقلب عوائد المحفظة في السوق، أما إذا كان أكبر من الـ (1) الصحيح فعائد الورقة المالية يكون أكثر تقلباً من عائد محفظة السوق، أما لو كان أقل من الـ (1) فسيكون أقل تقلباً

¹ بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص333.

مقارنة بعائد محفظة السوق، وبالتالي يكون له مخاطر ضعيفة، ويعطى قانون بيتا من خلال المعادلة التالية :

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)}$$

حيث أن:

✓ β_i : بيتا السهم.

✓ $COV(R_i, R_m)$: التباين بين عائد السهم i وبين عائد محفظة السوق.

✓ $\delta^2(R_m)$: تباين عوائد محفظة السوق.

2.4. المخاطر غير النظامية (غير المنتظمة):

وهي عبارة عن المخاطر المتبقية التي تنفرد بها مؤسسة أو صناعة ما، أو هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، فالتغيرات مثل إضراب العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين و الدعاوي القضائية، تسبب قابلية عوائد مؤسسة ما للتباين ويكون هذا التباين مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات و الأسواق والأوراق المالية الأخرى، نظرا لأن المخاطر غير النظامية تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما أو عدد قليل من المؤسسات¹، لذلك يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى، ويشكل مجموع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة ما يسمى بالمخاطر الكلية، ويمكن التعبير عليها في شكل معادلة، وذلك كما يلي:

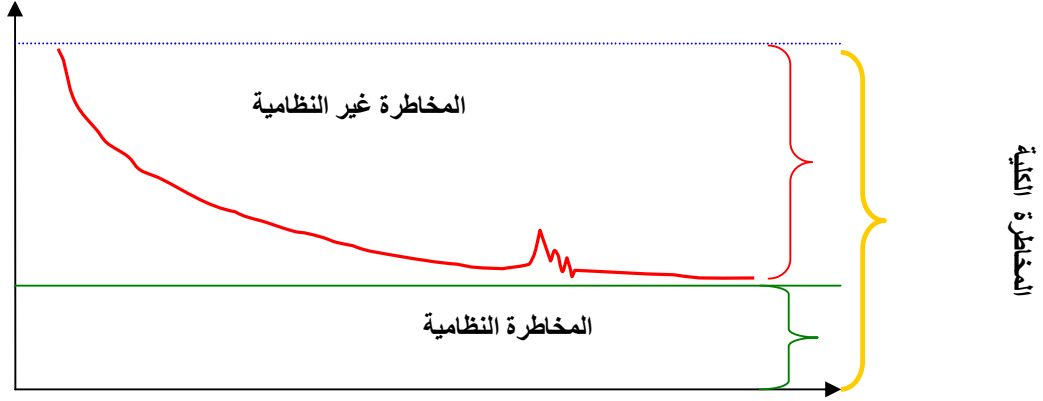
$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطر المنتظمة} + \text{المخاطر غير المنتظمة}$$

وتشكل المخاطر النظامية النصيب الأكبر من المخاطر الكلية، لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل ويصعب التنبؤ بها ومواجهتها، ويمكن التقليل من المخاطر غير النظامية وذلك عن طريق التنويع، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالمخاطر النظامية وهو ما يمكن أن نوضحه من خلال الشكل الموالي :

¹ حسين بلعجوز، رابح بوقرة، إدارة المخاطر المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السابع حول إدارة الخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، 16-17 نيسان 2007، الأردن، ص3.

الشكل رقم (01): أنواع المخاطر وحالات التنويع و عدم التنويع

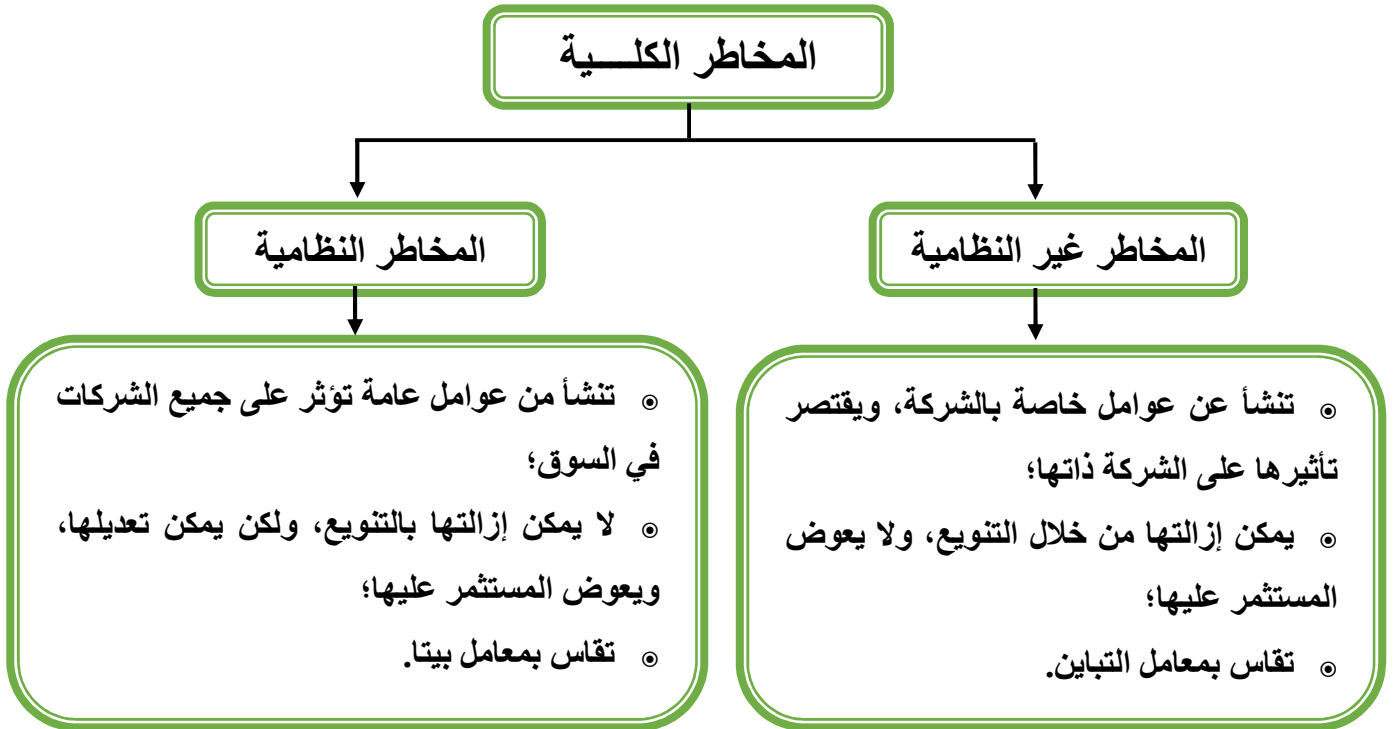
العائد المتوقع



المصدر: حسين بلعجوز، راجح بوقرة، إدارة المخاطر المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، 16-17 نيسان 2007، الأردن، ص3.

مما سبق يمكن توضيح أنواع المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): أنواع المخاطر من حيث المصدر



المصدر: من إعداد الباحثة.

خامسا. مفهوم المخاطر المالية وأنواعها:

1. مفهوم المخاطر المالية:

من خلال هذا العنصر سنتناول مجموعة من التعاريف التي تناولت المخاطر من المنظور المالي، وذلك بهدف الخروج بتعريف شامل لها.

يعرف الخطر من المنظور المالي بأنه: مقياس نسبي لمدى التقلب في العائد المالي الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا.¹

وتعرف أيضا على أنها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة، حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.²

وتعرف أيضا على أنه احتمال حدوث انحراف في المستقبل، بحيث تختلف فيه النتائج الفعلية عن النتائج المتوقعة، أو عدم التأكد من النتائج المالية في المستقبل نتيجة لقرار الفرد الاقتصادي في الحاضر بناء على نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي.³

كما تعرف على أنها الحالة التي يمكن معها وضع توزيع احتمالي بشأن النقدية المستقبلية، وهنا يجب أن تتوفر معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع هذه الاحتمالات التي تسمى بالاحتمالات الموضوعية.⁴

وتعرف كذلك على أنها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار، ويمكن قياس المخاطر بمقدار الانحراف المعياري للتدفقات الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة من خلال معرفة درجة التشتت عن متوسط العوائد.⁵

ومما سبق يمكن القول بأن المخاطر المالية هي درجة التذبذب في العوائد الفعلية، والتي يمكن أن تأخذ إحدى الحالات التالية:

✓ **نتيجة موجبة:** عندما تكون قيمة العائد الفعلي أكبر من القيمة المتوقعة له.

¹ Petty. J. et al, Basic Financial Management, N.J : Prentice- Hall, 1982, P306.

² بهلول نور الدين، كلاش مريم، دراسة استطلاعية حول واقع وأفاق إدارة المخاطر المالية بالمؤسسات الاقتصادية: دراسة ميدانية بالمنطقة الصناعية لولاية سوق أهراس، مجلة المالية & الأسواق، المجلد 9، العدد 1، 2022، جامعة عبد الحميد ابن باديس، الجزائر، ص 629.

³ عبد السلام، ناشد محمود، إدارة المشروعات الصناعية والتجارية والأصول العلمية، دار الثقافة العربي للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 1989، ص 38.

⁴ محمد عمر باطويح، جدوى إنشاء إدارة المخاطر في الشركات الاستثمارية، كتيب عن إدارة المخاطر، مكتبة آفاق، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت، 2011، ص 14.

⁵ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان (الأردن)، 2010، ص 64.

✓ **نتيجة سالبة:** وذلك عندما تكون قيمة العائد الفعلية أقل من القيمة المتوقعة له.

✓ **نتيجة محايدة:** أي عندما يتساوى العائد الفعلي مع العائد المتوقع.

2. أنواع المخاطر المالية:

تتضمن المخاطر المالية أنواعا عدة من أهمها ما يلي:

1.2. مخاطر السوق: وهي المخاطر التي تنشأ نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال نتيجة العديد من الأسباب التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار سواء كانت الأسباب المؤثرة في الدولة نفسها أو في دول أخرى تربط بعلاقة وثيقة بالدولة المعنية، كما تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة، وكما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ القرارات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرارات شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار¹، وتتمثل أهم أنواع مخاطر السوق فيما يلي:

مخاطر أسعار الفائدة: تعرف مخاطر معدل الفائدة بأنها التقلبات الناجمة في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة، وتنشأ مخاطر أسعار الفائدة من وجود اختلافات بين توقيت التغيرات في أسعار الأصول وتوقيت التدفقات النقدية، وهناك نوعان من مخاطر معدل الفائدة هما:

✓ **مخاطر إعادة الاستثمار:** وهي المخاطر الناجمة عن عدم إمكانية استثمار الأوراق المالية بنفس معدلات الفائدة، مثل الأوراق المالية قصيرة الأجل لأنه في حالة انخفاض معدل الفائدة يكون من الصعب إعادة استثمارها بنفس معدل العائد السابق.

✓ **مخاطر السعر:** وهي مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد الثابت عند ارتفاع معدلات الفائدة مثل: الأوراق المالية الطويلة الأجل التي تعد أكثر عرضة لمخاطر السعر في ارتفاع معدلات الفائدة.

مخاطر أسعار الصرف: ترتبط مخاطر العملات مع وجود اختلافات في أسواق العملة وأسعار الصرف، وعلى الأرجح فالعملة ليست محفوفة بالمخاطر بسبب انخفاض قيمتها، فلو كان من اليقين انخفاض قيمتها وبالرغم من عدم التأكد من وقتها، فلن يكون هناك أي خطر على الإطلاق، ونتيجة لذلك

¹ إدارة المخاطر، اتحاد الشركات الاستثمارية، ص20، نقلا عن:

يمكن لضعف العملة أن تكون أقل مخاطرة من عملة قوية، وبالتالي فالمخاطر المرتبطة بالعملة تكون بسبب عشوائية تغيرها، وترتبط عادة مخاطر العملة مع متغيرات الاقتصاد الكلي (مثل العجز التجاري، والاستقرار السياسي، والسياسة المالية والنقدية، وفروق أسعار الفائدة والتضخم... إلخ)، فضلا عن المضاربة، فنظرا لحجم أسواق العملات، يمكن أن يأخذ التجار مراكز المضاربة مما يؤدي إلى تحقيق أرباح كبيرة مرتبطة بحركات صغيرة جدا في قيم العملات.¹

مخاطر أسعار الأصول: وترتبط بخطر تقلب الأسعار في لحظة ما، والذي يمكن أن يكون حافزا لاتخاذ إجراءات وقائية من جانب المستثمرين للحد من هذا الخطر، وبالتالي فخطر تقلبات الأسعار يعتبر عامل هام في اتخاذ المضاربين والمستثمرين للقرارات المالية، وفي تقييم أسعار مختلف الأصول، وذلك بسبب نمو التقلبات في الأسهم والعملات وغيرها من الأسواق.²

2.2. المخاطر الائتمانية: تنشأ هذه المخاطر عن عدم قدرة أو رغبة المقترض في الوفاء بالتزاماته في تاريخ الاستحقاق أو عدم رغبة العميل على سداد القرض رغم وجود إمكانية مالية له، وقد يكون القرض جيدا عند منحه في ظل ظروف الانتعاش الاقتصادي، ولكن قد يتحول إلى قرض متعثر بسبب تبدل الظروف الاقتصادية إلى الكساد، وبالتالي عدم قدرة العميل (الفرد أو الشركة) في الحصول على تدفق نقدي جيد لتسديد القرض.

وعدم القدرة التسديد تشمل عدم دفع أقساط القرض والفائدة المستحقة، ويتضمن خطر الائتمان أيضا انخفاض القيمة السوقية للعقار موضوع القرض (في القروض العقارية)، وتكون المخاطر في القروض أكبر من أي خطر آخر، ويشمل ذلك تبدل الظروف الاقتصادية وعدم قدرة المقترض على توفير تدفق نقدي لسداد الأقساط.

وقد تأتي مخاطر الائتمان من تعهدات القروض، الضمانات المصرفية أو عقود المشتقات حيث لا يستطيع الزبون تنفيذ التعهدات اتجاه الطرف الثالث، وبالتالي قيام البنك بالدفع نيابة عنه، وعليه يجب على البنك القيام بالتحليل الائتماني للعميل بشكل جيد قبل القيام بإعطاء التعهدات أو الضمانات لطرف ثالث.

3.2. مخاطر السيولة: يقصد بالسيولة تسهيل أو تصفية الاستثمارات أو جزء منها وتوجيهها لتكون سيولة نقدية، وكثير من الأشخاص لا ينتبه لهذا العامل العام وذلك عند اختيارهم لاستثمارات معينة تتطلب مددا زمنية تتراوح بين القصيرة إلى طويلة الأجل حتى يمكن جني ثمار هذا الاستثمار، وحتى الاستثمارات

¹ عيساوي سهام، لخضر مرغاد، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، عدد 15، جوان 2014، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص154.

² المرجع نفسه، ص155.

في بعض المنتجات البنكية والتي يطلق على بعضها معدومة الخطر، فإنها تحتوي على تواريخ محددة للحصول على الربح، وإن ما نقصده هنا بمخاطر السيولة هو تضائل الربح أو انعدامه عند الرغبة الطارئة للمستثمرين في تسييل استثماراتهم فجأة نظرا لظروف معينة، إذن فمخاطر السيولة مرتبطة باحتمال أن تواجه المؤسسة مصاعب في توفير الأموال المقابلة لالتزاماتها المستحقة، وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة، أي تتمثل في عجز المؤسسة عن تدبير الأموال اللازمة بتكلفة عادية.¹

4.2. مخاطر انخفاض القوة الشرائية (التضخم): وتتمثل في احتمال أن تؤدي التغيرات التي تحدث للأسعار إلى النيل من القدرة الشرائية المستقبلية للعوائد الناتجة عن الاستثمارات حين تتزايد الأسعار سوف تؤدي ظاهرة التضخم في الاقتصاد إلى انخفاض القوة الشرائية، وبذلك فإن الأموال التي تشتري بها البضائع والخدمات في المستقبل هي أقل مما تشتري به اليوم .

5.2. مخاطر الرفع المالي: يقصد بالرافعة المالية لجوء المؤسسة إلى الاستدانة من الغير، وكلما زادت الاستدانة زادت المخاطرة، وذلك نتيجة الإفلاس وبالتالي ظهور خطر عدم القدرة على السداد، وبالتالي لا بد أن يكون العائد على الاستثمار أعلى من الفوائد المدفوعة عن الأموال المقترضة.

6.2. مخاطر الرافعة التشغيلية: يقصد بالرافعة التشغيلية مدى استخدام المؤسسة للتكاليف الثابتة (الاهتلاك، أجور أو رواتب، الإيجار،... إلخ) في تمويل عملياتها، وهذه التكاليف لا تتأثر بالتغير في حجم المبيعات، لذا فهي يجب أن تدفع بغض النظر عن مقدار الإيرادات المتاحة للمؤسسة، وكلما ازدادت التكاليف التشغيلية الثابتة فإن حجم المبيعات اللازمة لتغطية كل هذه التكاليف من الضروري أن تزداد، وبالتالي فإن أي انخفاض في المبيعات سواء كان بسبب المخاطر المنتظمة أو غير المنتظمة، سيزيد من احتمال وقوع خسارة، وهذه الخسارة تسمى بمخاطر الرافعة التشغيلية.

ملاحظة: يسمى التأثير الكلي لكل من مخاطر الرافعة المالية ومخاطر الرافعة التشغيلية على نشاط المؤسسة بالرافعة الكلية.

إضافة إلى ما سبق يمكن التمييز بين مجموعة أخرى من المخاطر المالية نذكر منها ما يلي:

مخاطر الأعمال: وهي المخاطر المرتبطة بالصناعة والمجال الأساسي الذي تعمل فيه المؤسسة، ولا بد وأن تمتلك المؤسسة بعض المزايا التنافسية المعلوماتية بالنسبة للمتغيرات التي تنشأ عنها هذه المخاطر، إذ أن هذه المتغيرات تمثل عناصر أساسية للقيام بنشاط المؤسسة، وتوليد التدفقات النقدية بها، فضلا عن أن المؤسسة تحقق عوائد اقتصادية مقابل تحمل هذه المخاطر.

¹ المرجع نفسه، ص153.

➤ **المخاطر التشغيلية:** وتخص العمليات التشغيلية اليومية في المؤسسة وتنتج عن فشل النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة والنظم مثل (عدم التخطيط السليم للسنوات التشغيلية، عدم التخطيط لمخاطر السيولة، قصور أنظمة الرقابة الداخلية، الاحتيال المالي والتزوير،... إلخ).

➤ **مخاطر الحوكمة:** تشير مخاطر الحوكمة في المؤسسة إلى المخاطر الناجمة عن عدم تطبيق الحكم الراشد فيها، وسوء إدارة الأعمال وعقد الاجتماعات والالتزامات، وضعف البيئة الداخلية والخارجية، بما في ذلك المخاطر القانونية مما يعرقل المؤسسات في تنفيذ معاملاتها.¹

➤ **مخاطر الإذعان:** وتتمثل في عدم الامتثال للقواعد والقوانين التي تنظم عمليات التشغيل.

➤ **المخاطر السلعية:** وهي المخاطر الناتجة عن تذبذب أسعار السلع، والتي تؤثر على التدفقات النقدية للمؤسسات.

➤ **مخاطر السمعة:** وهي المخاطر المتعلقة بجودة الخدمات والمنتجات التي تقدمها المؤسسات المالية مقارنة بالمنافسين.

➤ **المخاطر القانونية:** وهي المخاطر الناشئة عن عدم الالتزام بالقوانين أو القواعد التنظيمية أو التعليمات المقررة من قبل السلطات الإشرافية، والتي يمكن أن تؤدي حاليًا أو مستقبلاً أرباح المؤسسة وسمعتها بشكل عام، مثل فرض غرامات مالية نتيجة غموض بنود اتفاقيات مبرمة.

➤ **مخاطر التركيز:** وهي المخاطر الناتجة عن تركيز الاستثمارات في قطاع واحد أو عدة قطاعات صغيرة، وتسمى "مخاطر التنويع".

➤ **مخاطر الإدارة:** ويقصد بها تلك المخاطر الناتجة عن ضعف إدارة مؤسسات محددة، أو هي مقدار الأخطاء التي ترتكبها إدارات مؤسسات معينة مما يؤثر على العوائد المستقبلية لها بالرغم من قوة المركز المالي لها، حيث في بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة التي تقوم بها إدارات بعض المؤسسات إلى منع تداول أسهمها من التداول، أو أن وقوعها في أخطاء أو اتخاذها لقرارات خاطئة قد يؤثر على أرباحها.

➤ **مخاطر الأموال:** وهي المخاطر المتعلقة بفشل المؤسسة في الوفاء بأعباء الديون وفقاً للشروط المتفق عليها من قبل الممولين أو المقرضين.

➤ **المخاطر السياسية:** تلعب العوامل والظروف السياسية دوراً حاسماً في تحديد مصير المنشآت الاقتصادية، وتدخل في هذا الإطار مواقف وقرارات الدولة السياسية في الداخل وفي علاقاتها مع الدول الأخرى.

¹Van Greuning, Hennie and Iqbal, Zamir, "Risk Analysis for Islamic Banks", The World Bank, Washington, US, 2008, p 179.

إن أي تغيير جذري في نظام الحكم وحلول فلسفة سياسة جديدة، ينعكس مباشرة على السياسات الاقتصادية، ويؤثر على أعمال المؤسسة، فالنظام الراديكالي الذي يعتمد منهج التدخل الواسع للدولة في الحياة الاقتصادية للبلد من شأنه أن يضيق على المبادرات الفردية، وبعض الإجراءات الجذرية مثل التأميم والمصادرة يقضي على بعض المؤسسات الخاصة، كما أن فرض قيود ضريبية يؤثر سلباً في عوائد المؤسسة، وحتى في البلدان التي تنتهج فلسفة الحرية الاقتصادية، يمارس المجتمع ومؤسساته السياسية والنقابية ضغوطاً لفرض بعض القيود التي تكلف بعض المؤسسات مبالغ باهضة، مثل قوانين العمل والضمانات الاجتماعية، والقوانين المتعلقة بتلوث البيئة وغيرها، كما أن السياسة الخارجية للدولة قد تفقد بعض الصناعات أسواقاً رائجة، هذا فضلاً عن الظروف السياسية التي تمر بها بعض الدول، مثل حالات الحرب والحصار وغيرها.¹

سادساً. أدوات قياس المخاطر المالية:

يمكن تصنيف تلك أدوات قياس المخاطر المالية إلى مجموعتين هما:

1. أدوات التحليل المالي: وهي تعتمد على قياس قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية اتجاه الغير، وخاصة الدائنين، في الأجل المحددة لاستحقاقها، وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين، ويعتمد قياس المخاطر المالية بالمنشأة على مجموعة النسب والمؤشرات المالية التي يمكن الاستدلال من خلالها كمؤشرات تقريبية على الحالة المتوقعة للمنشأة من حيث التدفقات النقدية المتوقعة للمنشأة، وبالتالي هوامش الربح، أو مؤشرات التغطية للالتزامات المنشأة، ومن أهم النسب أو المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في هذا الصدد ما يلي: نسبة المديونية، نسبة التداول، درجة الرافعة الكلية (مؤشر حساسية ربح السهم للتغير في المبيعات)، نسبة حق الملكية إلى إجمالي الديون، نسبة التمويل طويل الأجل في هيكل التمويل، نسبة التمويل طويل الأجل إلى الأصول طويلة الأجل، ونسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول.

2. الأدوات الإحصائية: تعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الاهتمام، أو قياس درجة حساسيته تجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، ومن أهم هذه الأدوات:

1.2 المدى Range : والذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة محتملة للمتغير المالي وبين أدنى قيمة محتملة له، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على حدة تقلبات العائد، وبالتالي ارتفاع مستوى المخاطرة.

¹ أمال كمال حسن البرزنجي، خلود وليد جاسم العكيلي، إدارة الخطر وأثرها في الخدمات السياحية والفندقية - دراسة ميدانية لمجموعة من الفنادق في محافظة أربيل، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السابع حول إدارة الخطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، 16-17 نيسان 2007، الأردن، ص 15-16.

المدى = أعلى قيمة - أدنى قيمة

ومن أهم العيوب التي يعاني منها المدى كمقياس للمخاطرة أنه يتأثر بالقيم الشاذة بشكل واضح، حيث أنه يعتمد على أعلى قيمة وأدنى قيمة فقط.

● مثال: تسعى شركة المنتجات الزراعية للاختيار مشروع استثماري من بين مشروعين استثماريين، وفيما يلي بيانات عن العوائد المتوقعة لهذين المشروعين، والمطلوب تقييم مخاطرة كلا المشروعين باستخدام المدى، وتحديد أي المشروعين أفضل.

المشروع "ب"	المشروع "أ"	الحالة المتوقعة
16 %	20 %	تفاول
15 %	15 %	متوسط
14 %	10 %	تشاؤم
15 %	15 %	العائد المتوسط

الحل:

$$\text{المدى للمشروع "أ"} = 10 - 20 = 10\%$$

$$\text{المدى للمشروع "ب"} = 14 - 16 = 2\%$$

بما أن المشروعين يحققان نفس متوسط العائد، وبما أن المشروع الثاني يعتبر الأقل مخاطرة لأن المدى لعوائده كان 2 % فقط، وهو أقل من مدى المشروع الثاني، فيمكن القول بأن المشروع الثاني يعتبر أفضل للشركة لأنه يعطي نفس العائد بمخاطرة أقل.

2.2. التباين Variance: يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، ويقاس

وفقا للمعادلة التالية:

$$V = \sigma^2 = \sum (R_x - E(R_x))^2 * p(R_x)$$

حيث:

✓ R_x : العائد المحقق.

✓ $E(R_x)$: العائد المتوقع.

✓ $P(R_x)$: احتمال حدوث العوائد المحققة.

وكلما كان التباين كبيرا كلما كان الفرق بين $(R_x - E(R_x))$ كبيرا، بمعنى تشتت العائد كبير،

وبالتالي تحقيق مخاطر أعلى، والعكس صحيح.

• **مثال:** إذا كان لدى مستثمر بديلين A، B وكان تباين كل واحد منهما كما يلي:

$$V(A) = 16, V(B) = 9$$

وبالتالي فإن مخاطر الاستثمار في (A) أعلى منه في (B) لأن: $V(A) > V(B)$

ملاحظة: للتباين عدة سلبيات منها أنه لا يمكن تصور وحدة قياس معينة بالتربيع (مثال الدينار مربع) من الناحية العملية.

3.2 الانحراف المعياري deviation Standard: يعرف الانحراف المعياري على أنه الجذر التربيعي

للتباين، حيث يأخذ رمز حيث:

$$\delta = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{V} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_x - E(R_x))^2 * P(R_x)}$$

وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري كلما زادت المخاطر التي يتعرض لها الأصل المالي .

• **مثال:** إذا كانت (R_x) هي العوائد الفعلية المحققة لاستثمار ما، وباحتمال ما قدره $P(R_x)$ ، و $E(R_x)$

العائد المتوقع كما يوضحه الجدول التالي:

R_x	$E(R_x)$	$P(R_x)$	$(R_x - E(R_x))$	$(R_x - E(R_x))^2$	$(R_x - E(R_x))^2 * P(R_x)$
70%	115%	0.3	45%	2025	607.5
30%	15%	0.4	15%	225	90
10%	15%	0.2	-5%	25	5
-40%	15%	0.1	-55%	3025	302.5

$$\delta = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{V} = \sqrt{1005} = 31.70\%$$

و إذا صادف وجود انحراف معياري لاستثمار ثاني هو 18% فهذا يعني أن الاستثمار الأول

أعلى مخاطرة من الاستثمار الثاني لكون δ_1 أكبر من δ_2 .

4.2 معامل الاختلاف Variation of Coefficient: يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام

الانحراف المعياري كمقياس للخطر (تساوي الانحراف المعياري لأصلين ماليين)، وبالتالي تتساوى

الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو

استخدمنا معامل الاختلاف، والذي يتم حسابه كما يلي:

$$CV = \delta$$



●مثال: إذا توفرت لديك المعلومات التالية عن استثمارين كما يلي:

البيان	الاستثمار "أ"	الاستثمار "ب"
العائد المتوقع	18%	10%
الانحراف المعياري	14%	14%
معامل الاختلاف	0.78	1.4

ومنه إذا ما انطلقنا من منطق معامل الاختلاف لقياس المخاطر لفضلنا "أ" على "ب".

اختبر معلوماتك



- ما الفرق بين الخطر وعدم التأكد؟
- الرفع المالي سلاح ذو حدين ناقش ذلك؟
- ما الفرق بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة؟
- يرتبط الخطر بحالة عدم التأكد التي:
 - ✓ يمكن قياسها.
 - ✓ لا يمكن قياسها.
 - ✓ المركبة.
 - ✓ لا شيء مما سبق.
- يصنف خطر التضخم من بين المخاطر العامة:
 - ✓ صحيح.
 - ✓ خطأ.
- مخاطر أسعار الفائدة لا يواجهها:
 - ✓ حاملو السندات.
 - ✓ المساهمون العاديون.
 - ✓ المقترضون.
 - ✓ المقرضون.
- أول خطوة يقوم بها مدير المخاطر لإدارة الخطر هي:
 - ✓ اكتشاف وتحديد المخاطر الخاصة بكل حالة وبكل عملية.
 - ✓ تحليل كل خطر من المخاطر ومعرفة طبيعته.
 - ✓ قياس درجة الخطورة واحتمال حدوث الحادث.
 - ✓ لا شيء مما سبق.

*المراجع المعتمدة لإعداد هذا المحور:

- ◉ أمال كمال حسن البرزنجي، خلود وليد جاسم العكيلي، إدارة الخطر وأثرها في الخدمات السياحية والفندقية – دراسة ميدانية لمجموعة من الفنادق في محافظة أربيل، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، 16-17 نيسان 2007، الأردن.
- ◉ إبراهيم أبو النجا، التأمين في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، ج1، ط1، الجزائر.
- ◉ بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة الشلف، الجزائر، 2009-2010.
- ◉ بهلول نور الدين، كلاش مريم، دراسة استطلاعية حول واقع وآفاق إدارة المخاطر المالية بالمؤسسات الاقتصادية: دراسة ميدانية بالمنطقة الصناعية لولاية سوق أهراس، مجلة المالية& الأسواق، المجلد 9، العدد 1، 2022، جامعة عبد الحميد ابن باديس، الجزائر.
- ◉ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان (الأردن)، 2010.
- ◉ حسين بلعوز، رابح بوقرة، إدارة المخاطر المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، 16-17 نيسان 2007، الأردن، ص3.
- ◉ كلاش مريم، بهلول نور الدين، دور إدارة المخاطر المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال-، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 11، العدد 03، أبريل 2021.
- ◉ محمد مطر، إدارة الاستثمارات بين الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، عمان، الأردن، 2004.
- ◉ منى حمادة وآخرون، إدارة المخاطر مرحلة التشييد لمشاريع التشييد في سورية، مجلة دمشق للعلوم الهندسية، المجلد 28، العدد 1، 2012.
- ◉ منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008.
- ◉ مداني بن بلغيث، عبد الله إبراهيمي، تسيير الخطر في المؤسسة- تحدي جديد-، مجلة الباحث، عدد 03، 2004، جامعة الشلف، الجزائر.



- ◉ محمد عمر باطويح، جدوى إنشاء إدارة المخاطر في الشركات الاستثمارية، كتيب عن إدارة المخاطر، مكتبة آفاق، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت، 2011.
- ◉ عبد السلام، ناشد محمود، إدارة المشروعات الصناعية والتجارية والأصول العلمية، دار الثقافة العربي للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 1989.
- ◉ عيساوي سهام، لخضر مرغاد، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، عدد 15، جوان 2014، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- ◉ فهد بن عيد، إدارة الخطر: ابتكار وتطوير، اتحاد الشركات الاستثمارية، مكتبة آفاق، 2001.
- ◉ The Oxford Illustrated Dictionary, Oxford University Press, London, UK.
- ◉ Petty. J. et al, Basic Financial Management, N.J : Prentice- Hall, 1982.
- ◉ Revue Economique, Les Risques Financière, Volume N 56 ,mars 2005.
- ◉ <https://ketabonline.com/ar/books/100169/read?page=1&part=1#p-100169-1-2>, vu le : 17/06/2019
- ◉ Practice Standard for Project Risk Management. Published by Project Management Institute Inc.Penssylvania.USA.2009.
- ◉ <https://www.unioninvest.org/userfiles/booksdocAr/19Risk-Management.pdf>, vu le : 17/09/2022
- ◉ Van Greuning, Hennie and Iqbal., Zamir, “Risk Analysis for Islamic Banks”. The World Bank, Washington, US, 2008.



المحور الثاني:

مفهوم إدارة المخاطر المالية



*الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تمكين الطالب من اكتساب المهارات البحثية التالية:

- التعرف على نشأة ومفهوم إدارة المخاطر المالية؛
- التعرف على العناصر الرئيسية لإدارة فعالة للمخاطر المالية؛
- التعرف على أهداف وأهمية إدارة المخاطر المالية؛
- التعرف على مراحل إدارة المخاطر المالية؛
- التعرف على استراتيجيات إدارة المخاطر المالية.

المحور الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية

تمهيد: تواجه المؤسسات تحديات كبيرة في التعرف على المخاطر المالية التي تواجهها من أجل الحد منها، حيث اتجهت المؤسسات المعاصرة لوضع إدارة كاملة خاصة بالمخاطر المالية توكل لها مهمة الكشف عن المخاطر المالية ومواجهتها لحماية المؤسسة من الفشل المالي الذي يمكن أن تتعرض له، لذا فإن دراسة إدارة المخاطر المالية يقتضي التطرق إلى أهم تعاريفها، وأهدافها و كذا مراحلها.

أولاً. نشأة ومفهوم إدارة المخاطر المالية:

1. نشأة إدارة المخاطر المالية:

يعود تاريخ نشأة إدارة المخاطر المالية إلى عام 1931 عندما أنشأت جمعية الإدارة الأمريكية قسم التأمين الخاص بها لتبادل المعلومات بين الأعضاء، ففي عام 1950 تم إنشاء الجمعية الوطنية لمشتري التأمين التي أصبحت في عام 1955 الجمعية الأمريكية لإدارة التأمين ASIM، وفي عام 1969 تم تغيير اسم مجلة الجمعية من مشتري التأمين الوطني إلى إدارة المخاطر، وفي عام 1975 تم تغيير اسم الجمعية إلى جمعية إدارة المخاطر والتأمين RIMS.¹

وفي الفترة الممتدة بين (1955-1964) لاحظ Sinder عام 1956 أنه لا يوجد كتاب عن إدارة المخاطر ولا توجد جامعة تقدم دراسة حول هذا الموضوع، لذلك تم نشر أول كتابين أكاديميين من طرف (Williams and Hems 1964 و Mehr and Hedges 1963) حيث ركزا فيه على إدارة المخاطر البحثية مستبعدة بذلك المخاطر المالية للمؤسسات.²

بعدها نشأت إدارة المخاطر من اندماج تطبيقات الهندسة في البرامج العسكرية و الفضائية و النظرية المالية للتأمين في القطاع المالي، و كان التحول في الاعتماد على إدارة التأمين الى فكرة إدارة المخاطر المعتمد على عدم الإدارة في تحليل التكلفة والعائد والقيمة المتوقعة، و المنهج العلمي لاتخاذ القرار في ظروف عدم التأكد، حيث كان أول ظهور لمصطلح إدارة المخاطر في مقال بمجلة (Harvard business review 1956) بعنوان: Risk Management control، حيث طرح المؤلف في ذلك الوقت فكرة مختلفة تماما، وهي أن شخصا ما بداخل المنظمة ينبغي أن يكون مسؤولا عن إدارة مخاطر المؤسسة البحثية، في نفس الوقت تم فيه اقتراح مصطلح مدير المخاطر، كان لدى العديد من المؤسسات الكبيرة منصب موظف يشار إليه باسم "مدير التأمين"، كان هذا المسمى الوظيفي مناسباً، لأن الوظيفة في معظم الحالات تستلزم شراء وصيانة ودفع محفظة من بوليصة التأمين التي يتم الحصول عليها

¹ محمد آل عباس، إدارة المخاطر...كيف تطور المفهوم؟، نقلا عن الموقع:

https://www.aleqt.com/2021/02/06/article_2027526.html, vu le : 09/05/2022.

² Georges Dionne gestion des risques :histoire, définition, et critique, CIRRELT, Université de Montréal, 2013 ,P2.



لصالح المؤسسة، ومن بين أول المؤسسات التي قامت بإدارة مخاطرها وممارسة إدارة المخاطر هي البنوك، حيث ركزت على إدارة الأصول والخصوم وتبين أن هناك طرقا أنجع للتعامل مع المخاطر تمنع حدوث الخسائر و الحد من نتائجها عند استحالة تفاديها.

وتوسع استخدام تقنيات إدارة المخاطر في مختلف المؤسسات خصوصا المؤسسات المالية كشرركات التأمين وصناديق الاستثمار، ورغم أن إدارة المخاطر تستمد جذورها من شراء التأمين إلا أن القول بأن إدارة المخاطر نشأت بشكل طبيعي من شراء التأمين المؤسسي يجافي الحقيقة، لأن ظهور إدارة المخاطر كان إيذانا بحدوث تحول درامي وثورى في الفلسفة وواكب ذلك حدوث تغير في الاتجاهات نحو التأمين.

2. مفهوم إدارة المخاطر المالية:

لقد تعددت التعاريف التي تناولت إدارة المخاطر المالية، لذا سنحاول من خلال هذا العنصر إبراز أهمها وذلك كما يلي:

إدارة المخاطر هو منهج علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى.¹

أما معهد إدارة المخاطر (IRM) فقد عرف إدارة المخاطر على أنها الجزء الأساسي في الإدارة الاستراتيجية لأي مؤسسة، فهي عبارة عن الإجراءات التي تتبعها المؤسسات لمواجهة الأخطار المتعلقة بأنشطتها بهدف تحقيق المزاي المستدامة من كل نشاط.²

وتعرف أيضا على أنها أسلوب منهجي تتبناه المؤسسات لتجديد وتقييم ومعالجة المخاطر المالية المحتملة التي قد تؤثر على صحتها المالية، وتشمل هذه المخاطر نطاقا واسعا يتراوح ما بين مخاطر السوق والائتمان إلى تقلبات أسعار الفائدة وتقلبات أسعار صرف العملات، وعليه فإن إدارة المخاطر المالية ذو شقين: حماية المنظمة من النتائج المالية السلبية والاستفادة من فرص تحقيق مكاسب مالية، وينطوي ذلك على تقييم شامل للمخاطر يليه تنفيذ استراتيجيات مختلفة مثل التحوط والتنويع، واستخدام الأدوات المالية لتخفيف الخسائر المحتملة وتحسين الأداء المالي.³

¹ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص51.

² سعاد شدرى معمر وآخرون، دور إدارة المخاطر المالية والإنذار المبكر في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسة، مجلة المحاسبة، التدقيق والمالية، المجلد 02، العدد 02، 2020، جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، ص73.

³ <https://bakkah.com/ar/knowledge-center, vu le :16/07/2021>.

أما **Karen.A Horcher** فيرى بأن إدارة المخاطر المالية هي عملية التعامل مع حالات عدم اليقين الناتجة عن الأسواق المالية، وتتضمن هذه العملية تقييم المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة وتطوير سياسات واستراتيجيات إدارية تتماشى مع الأولويات والسياسات الداخلية للمؤسسة، كما تتطلب إدارة المخاطر المالية اتخاذ قرارات تنظيمية حول المخاطر المحتملة التي قد تكون مقبولة وتلك غير المقبولة.¹

في حين يعرفها خالد وهيب الراوي على أنها تحديد وتحليل والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد الأصول أو القدرة الإيرادية للمشروع.²

أما **McNamme.D** فيرى أن أنشطة إدارة المخاطر أصبحت ضرورية لمساعدة المؤسسات في تحقيق أهدافها، وأن ممارسة إدارة المخاطر بشكل فعال تتطلب تحقيق التكامل فيما بين ثلاث عناصر على الأقل هي:³

✓ دراسة وفهم أعمال وأنشطة المؤسسة؛

✓ إدراك النتائج (التأثيرات) المحتملة التي يمكن أن تتولد عن المخاطر؛

✓ الفهم الجيد للإطار العام لنموذج الخطر.

ويرى **Williams Smith & Young** بأن إدارة المخاطر المالية تتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، وقياسها، والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها، وأن الغرض الرئيسي لإدارة المخاطر المالية يتمثل في تمكين المنشأة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة.⁴

وبمراجعة المفاهيم والتعريفات السابقة، نستخلص أن مصطلح "إدارة المخاطر المالية"، يتضمن كل الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع، ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد.

ثانيا. العناصر الرئيسية في إدارة المخاطر المالية:

لإدارة فعالة للمخاطر المالية لا بد من توفر العناصر التالية:⁵

¹ Karen.A Horcher, Essentials of Financial Risk Management, John Wiley & Sons, Inc, Canada, 2005, p3.

² الراوي خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص10.

³ محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، ط1، 2017، ص146.

⁴ عيساوي سهام، مرغاد لخضر، مرشح سابق، ص155.

⁵ فاطمة بوهالي، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 35 (01)، جامعة زيان عاشور بالجلفة، الجزائر، ص422.

1. وجود رقابة فاعلة من طرف مجلس الإدارة العليا: إن إدارة المخاطر مثلها مثل باقي وظائف المؤسسة تخضع للإشراف من طرف مجلس الإدارة والإدارة العليا، إذا يجب على مجلس الإدارة اعتماد أهداف واستراتيجيات وسياسات وإجراءات تتناسب مع الوضع المالي للمؤسسة وطبيعة المخاطر والإبلاغ عنها والتحكم فيها، أما الإدارة العليا فيجب أن تقوم بشكل مستمر بتنفيذ التوجهات الاستراتيجية التي أقرها مجلس الإدارة، كما يجب عليها منح الصلاحيات الكافية لإدارة المخاطر وتحديد المسؤوليات بدقة حتى يتسنى لها القيام بالمهام الموكلة إليها على أكمل وجه.

2. كفاية السياسات والحدود: يجب أن يكون هناك تناسب بين سياسة إدارة المخاطر والمخاطر التي تواجهها المؤسسة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يجب اتباع كافة التدابير اللازمة والعمل على تطبيقها واتخاذ قرارات فعالة تتناسب مع طبيعة النشاط والمخاطر.

3. كفاية رقابة المخاطر وأنظمة المعلومات: حتى تتوفر لدينا إدارة مخاطر فعالة قادرة على رصد كل المخاطر التي يمكن مواجهتها، وتحديد تأثيرها على نشاط المؤسسة، وتحديد الأساليب المتاحة لمواجهتها، يجب توفر نظام معلومات قوي قادر على توفير المعلومات اللازمة بالشكل المناسب وفي الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة أيضا، وهذا ما سينعكس إيجابا على أداء إدارة المخاطر وأداء المؤسسة ككل.

4. كفاية أنظمة الضبط: يعد نظام الضبط الداخلي أحد أهم فروع الرقابة الداخلية، ويعرف على أنه "نظام من أنظمة الرقابة على العمليات اليومية للمؤسسة، والذي يؤدي إلى أن عمل أي موظف يتم إكماله والتحقق من صحته من قبل موظف آخر، مما يؤدي إلى اكتشاف الأخطاء وعمليات الغش (الانحرافات) بسهولة.

ثالثا. أهداف وأهمية إدارة المخاطر المالية:

1. أهداف إدارة المخاطر المالية:

إدارة المخاطر المالية لها أهداف مهمة، يمكن تصنيفها إلى أهداف تسبق الخسارة، و أهداف تلي الخسارة وذلك كما يلي:

1.1. أهداف تسبق الخسارة:

تتضمن الأهداف المهمة التي تسبق الخسارة ما يلي:

➡ **هدف الاقتصاد:** هذا الهدف يعد أول الأهداف في إدارة المخاطر، والغرض منه هو خفض تكلفة التعامل إلى أدنى مستوى ممكن، من خلال التحوط الكافي من وقوع خسائر يحتمل أن يكون لها آثار كارثية.

✚ **تقليل القلق**، ويقصد به تقليل التوتر، والقلق، وراحة البال، التي تأتي من معرفة أن تدابير مناسبة قد تم اتخاذها للتصدي للظروف المعاكسة.

✚ **أداء التزامات مفروضة من الخارج**: والتي ترتبط بعلاقات المؤسسة مع الأطراف الأخرى.

✚ **زيادة الوعي بالمخاطر**: وذلك من خلال القيام بصنع ثقافة تنظيمية داخل المؤسسة، حيث تتضمن جميع القرارات الإدارية الوعي بالمخاطر، ويكون جميع الموظفين على دراية بالتعامل مع المخاطر وبإدارتها الفعالة في المجالات التنظيمية.

2.1. أهداف تلي الخسارة:

تتضمن الأهداف المهمة التي تلي الخسارة ما يلي:

✚ **هدف استمرارية النمو**: وذلك من خلال تطوير المنتجات الجديدة والأسواق أو عن طريق الاستحواذ والاندماج، ويمكن ضمان النمو المستمر للمؤسسة من خلال ضمان مصادر توريد احتياجات المؤسسة في حالة تعرضها لحادث.

✚ **هدف استقرار الأرباح أو المكاسب**: وذلك من خلال خفض التغيرات والتباينات في الدخل التي تنتج من الخسائر المرتبطة بالمخاطر البحتة إلى أقل مستوى ممكن.

✚ **المسؤولية الاجتماعية**: وذلك من خلال تخفيض أثر الخسائر الناتجة من حدوث المخاطر على الأفراد الآخرين والمجتمع، بحيث أن لهذه الخسائر آثار سلبية على العاملين والمستهلكين والموردين والدائنين ودافعي الضرائب والمجتمع ككل.

كما يرى البعض أن إدارة المخاطر المالية تهدف إلى تحقيق ما يلي:

✚ **المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المستثمرين، المودعين والدائنين؛**

✚ **تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر و على جميع مستوياتها؛**

✚ **العمل على تقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية؛**

✚ **إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعدها، وذلك بغرض منع أو تقليل الخسائر المحتملة، مع تحديد أية مخاطر يتعين السيطرة عليها واستخدامها الأدوات التي تعود إلى دفع حدوثها، أو تكرارها؛**

✚ **حماية الاستثمارات، وذلك من خلال حماية قدرتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة.**

2. أهمية إدارة المخاطر المالية:

تتمثل أهمية إدارة المخاطر المالية بالنسبة للمؤسسة ككل فيما يلي:¹

- + تحديد وإدارة مختلف المخاطر التي تواجهها المؤسسة في الوقت الحالي أو التي قد تواجهها في المستقبل عبر كافة مستوياتها الإدارية وإدارتها المختلفة؛
 - + تحسين احتمالات نجاح المؤسسة في تنفيذ خططها وتحقيق وإنجاز أهدافها وتوفير رؤية أفضل للمستقبل، وذلك من خلال ضمان اتخاذ المؤسسة للإجراءات المناسبة لجعل المخاطر تحت السيطرة؛
 - + تحسين قدرة المؤسسة على اغتنام الفرص المتاحة لها والحد من التهديدات التي تواجهها؛
 - + تحسين كفاءة وفعالية استخدام المؤسسة لمواردها المختلفة في تحقيق أهدافها؛
 - + تحسين مستوى الشفافية وتفعيل المساءلة وتحديد السلطات والمسؤوليات على كافة المستويات؛
 - + تدعيم التحسين المستمر للعمليات ومن ثم تحقيق جودة أداء تلك العمليات، وبالتالي رضا العملاء.
- أما أهمية إدارة المخاطر على مستوى أداء العاملين في الإدارات الفرعية للمؤسسة فتمثل فيما يلي:²

- + المساهمة في إرساء ثقافة المشاركة وتدعيم الأداء المتفاعل بين العاملين في كافة الأقسام والإدارات المختلفة بالمؤسسة.
 - + زيادة قدرة العاملين على تفهم وتحليل وتقييم ومواجهة المخاطر التي تواجه المؤسسة في المستقبل؛
 - + زيادة ثقة العاملين في قدرتهم على تنفيذ أعمالهم وتحقيق أهدافهم بكفاءة وفعالية؛
 - + زيادة وتحسين مستوى الاتصال بين العاملين في المستويات الإدارية المختلفة بالمؤسسة، وربط العاملين بالأهداف المطلوب تحقيقها، وبالتالي فهم العاملين لسلطاتهم ومسؤولياتهم بشكل واضح.
- ### رابعاً. مراحل عملية إدارة المخاطر المالية:

إن عملية إدارة المخاطر المالية تتألف من الخطوات التالية:

1. **تقرير الأهداف:** أي تحديد الأهداف التي تود المنظمة تحقيقها (الاستمرارية، تدنئة التكاليف، الربحية، السيولة... إلخ)، وهذه الأهداف تكون صادرة عن مجلس الإدارة.
2. **التعرف على المخاطر:** أي تحديد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة أثناء قيامها بنشاطها الاستثماري، وهذه المخاطر بعضها يكون واضح والبعض الآخر يصعب معرفته، كذلك يتم الاستعانة ببعض الأدوات للكشف عنها، ومنها السجلات الداخلية للمؤسسة، تحليل القوائم المالية،... إلخ.

¹ زينب أسعد أسعد، عمر السيد يعقوب، مدخل إدارة المخاطر كآلية للحد من المخاطر المالية التي تواجه المنشآت المالية، المجلة الأكاديمية للعلوم الاجتماعية، الأكاديمية الدولية للعلوم الاجتماعية، المجلد 1، العدد 2، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية، بيروت، لبنان، 2023، ص22.

² المرجع نفسه، ص22.

3. تقييم المخاطر: أي قياس حجم الخسارة المحتملة، واحتمال حدوث تلك الخسارة، ثم بناء على ذلك ترتب أولويات العمل، وعادة ما تصنف المخاطر ضمن ثلاث مجموعات:

➤ **المخاطر الحرجة:** وهي المخاطر التي ينجم عنها خسائر احتمالية كارثية وسوف ينتج عنها الإفلاس.

➤ **المخاطر الهامة:** وهي المخاطر التي لا ينجم عنها احتمالية الإفلاس، ولكن تلزم المؤسسة على الاقتراض لمواصلة عملياتها.

➤ **المخاطر الأقل أهمية:** وهي المخاطر التي ينجم عنها خسارة، لكن يمكن تعويضها بالاعتماد على الأصول الحالية أو دخلها دون أن يتسبب ذلك في ضائقة مالية.

4. دراسة البدائل واختيار أسلوب التعامل مع المخاطر: أي تحديد ودراسة جميع التقنيات التي ينبغي استخدامها للتعامل مع كل مخاطرة ثم اختيار التقنية المناسبة بناء على تقييم العوائد والتكاليف.

5. تنفيذ القرار: ويتم في هذه المرحلة إتباع الطرق المخطط أن تستخدم في التخفيف من آثار المخاطر، ويجب وجود تكامل بين جميع إدارات المؤسسة، وذلك لضمان اتخاذ الإجراءات التي تساهم في تنفيذ القرار.

6. التقييم والمراجعة للخطة: تعد الخطط المبدئية لإدارة المخاطر بالنقص وعدم الكمال، وبالتالي فمن خلال الممارسة والخبرة والخسائر التي تظهر على أرض الواقع تظهر الحاجة إلى إحداث تعديلات على الخطط واستخدام المعرفة المتوفرة لاتخاذ قرارات مختلفة، لذا يجب تحديث نتائج عملية تحليل المخاطر، وكذا خطط إدارتها بشكل دوري، وذلك للأسباب التالية:

➤ تقييم وسائل التحكم الأمنية المستخدمة سابقا، إذا ما زالت قابلة للتطبيق وفعالة؛

➤ تقييم مستوى التغييرات المحتملة للمخاطر في بيئة العمل، فمثلا تعتبر المخاطر المعلوماتية مثلا جيدا على بيئة عمل سريعة التغيير.

خامسا. استراتيجيات إدارة المخاطر المالية:

تتمثل أهم طرق مجابهة الخطر فيما يلي:

1. التجنب: أي رفض الفرد أو المؤسسة قبول خطر معين، وذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسائر معينة، لكن قد يبدو التجنب حل لتقليل احتمال وقوع المخاطر إلى الصفر، إلا أنه قد يحرم المجتمع من إنتاج سلع وخدمات معينة وكذا الحرمان من الفوائد والأرباح التي كان من الممكن الحصول عليها من النشاط الذي تم تجنبه.

2. القبول: أي الاحتفاظ بمستوى المخاطر كما هي من دون وضع أي إجراء لتفاديها، وتستخدم هذه الطريقة عندما يكون مستوى الخطر منخفض جدا ويمكن قبوله.



- 3. النقل:** بمقتضى هذه الطريقة فإنه يتم مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء، ويتحقق هذا التحويل بمقتضى عقود التأمين، حيث يعتبر التأمين من أهم وسائل تحويل الخطر وأكثرها انتشارا حيث تقوم شركات التأمين بتعويض الأفراد والمؤسسات المعرضين لخطر معين عن الخسارة المادية المحتملة التي لحقت بهم نتيجة لحدوث الخطر المؤمن منه، وذلك مقابل مبلغ محدد مقدما يسمى قسط التأمين.
- 4. التقليل:** ويقصد في هذه الحالة العمل على إدارة الخطر بوضع إجراءات رقابية تضمن العمل على خفض كل من احتمالية الحدوث ونتيجة الخطر في حال وقوعه.

اختبر معلوماتك



- ◉ ما المقصود بإدارة المخاطر المالية؟
- ◉ ما هي أهداف عملية إدارة المخاطر المالية؟
- ◉ ماهي أهم مراحل عملية إدارة المخاطر المالية؟
- ◉ من هو المسؤول الأول عن تحديد مستوى مقبول للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة؟
- ◉ من هو المسؤول الأول عن الحفاظ على المستوى المقبول للمخاطر؟
- ◉ من هو المسؤول الأول عن التحقق من عدم تجاوز المؤسسة للمستوى المقبول للمخاطر؟
- ◉ من هو المسؤول الأول عن نظام إدارة المخاطر في المؤسسة؟

*المراجع المعتمدة لإعداد هذا المحور:

- ◉ زينب أسعد أسعد، عمر السيد يعقوب، مدخل إدارة المخاطر كآلية للحد من المخاطر المالية التي تواجه المنشآت المالية، المجلة الأكاديمية للعلوم الاجتماعية، الأكاديمية الدولية للعلوم الاجتماعية، المجلد 1، العدد 2، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية، بيروت، لبنان، 2023.
- ◉ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- ◉ محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، ط1، 2017.
- ◉ سعاد شكري معمر وآخرون، دور إدارة المخاطر المالية والإنذار المبكر في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسة، مجلة المحاسبة، التدقيق والمالية، المجلد 02، العدد 02، جامعة الجليلي بونعام، خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، 2020.
- ◉ عيساوي سهام، لخضر مرغاد، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، عدد 15، جوان 2014، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- ◉ فاطمة بوهالي، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 35 (01)، جامعة زيان عاشور بالجلفة، الجزائر.
- ◉ الراوي خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.
- ◉ Georges Dionne, gestion des risques :histoire, définition, et critique, CIRRELT, Université de Montréal, 2013 .
- ◉ Karen.A Horcher, Essentials of Financial Risk Management, John Wiley & Sons, Inc, Canada, 2005.
- ◉ https://www.aleqt.com/2021/02/06/article_2027526.html, vu le : 09/05/2022
- ◉ ¹ <https://bakkah.com/ar/knowledge-center>, vu le :16/07/2021.



المحور الثالث:

اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد
ووجود خطر



*الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تمكين الطالب من اكتساب المهارات البحثية التالية:

- التعرف على مفهوم وأهمية القرار الاستثماري؛
- التعرف على أهداف القرار الاستثماري؛
- التعرف على خصائص القرار الاستثماري؛
- التعرف على متطلبات اتخاذ القرار الاستثماري؛
- التعرف على أهم المعايير المستخدمة للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في ظل وجود خطر وعدم التأكد؛

المحور الثالث: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود خطر

تمهيد: يعد الاستثمار بوجه عام قرين بالمخاطرة حيث أن الاستثمار هو نشاط يرتبط أصلاً بظروف عدم التأكد، وليس أمام أي مقتحم لهذا المجال إلا التعامل مع هذا الواقع، والمطلوب هو تحقيق استخدام عقلائي لرأس المال المستثمر، بما يحقق أكبر عائد ممكن في ظل ظروف محفوفة بالمخاطر.

أولاً. مفهوم القرار الاستثماري أهدافه وخصائصه:

1. مفهوم القرار الاستثماري:

1.1. تعريف القرار:

يعرف القرار على أنه عملية ذهنية تتطلب قدراً من التصور والمبادرة والإبداع وكذا درجة كبيرة من المنطقية، بما يمكن اختيار وتقييم بدائل التصرف الممكنة لتحقيق هدف معين.¹ كما يعرف أيضاً على أنه عملية ذات طابع عقلائي يركز على الاختيار من بين مجموعة من البدائل ذات المواصفات التي تتناسب مع الإمكانيات المتاحة والأهداف المطلوبة، كما أن صانع القرار يواجه في تعامله مع خطوات تحديد القرار بعض القيود بسبب عدم امتلاكه للمعلومات التي يحتاج إليها، مما يجعل القرارات أحياناً تتخذ في حالة عدم التأكد وحالة المخاطرة.² مما سبق يمكن القول بأن القرار هو اللحظة التي يتم فيها اختيار بديل من بين مجموعة من البدائل المتاحة يتم تقييمها على أساس تخمين معين لأخذ القرار.

2.1. مفهوم الاستثمار:

يعرف الاستثمار من الناحية الاقتصادية على أنه عملية اقتصادية مدروسة من قبل جهة معينة قائمة على أساس علمي وعقلائي يجري بموجبها توجيه الموجودات بأنواعها المختلفة مادية كانت أو مالية أو تكنولوجية أو بشرية نحو تحقيق العوائد الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والعلمية المستقبلية وبشكل دائم ومستمر بقيمة تزيد عن القيمة الحالية للموجودات الرأسمالية.³ أما من الناحية المحاسبية فيعرف على أنه تدفق نقدي خارج من المال خلال فترة زمنية معينة واحدة يتبعه سلسلة من التدفقات النقدية المكتسبة أو الداخلة.⁴

¹ سندسية مروان سلطان الحياي، ليث سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار – دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، عدد 00، العراق، 2015، ص 19.

² محمد الصيرفي، الإدارة الاستراتيجية، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر والتوزيع، ط 1، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 149.

³ خربوش حسني علي، وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 07.

⁴ سالم زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 4، عمان، الأردن، 1998، ص 177.

ومما سبق يمكن القول بأن الاستثمار عبارة عن قرار لتوظيف رؤوس الأموال بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل.

3.1. تعريف القرار الاستثماري:

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي يقوم عليه علم الاقتصاد أساساً، حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد المتاحة أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن، والتي يكون لها استخدامات عديدة بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار آخذاً في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة أو المضحى بها.¹

ويعرف أيضاً على أنه القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من أموال المنشأة في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل وهو عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد.²

كما يعرف أيضاً على أنه ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتتم بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفق الطبيعة وأهداف المشروع الاستثماري.³

ومما سبق يمكن تعريف القرار الاستثماري على أنه المفاضلة بين مجموعة من البدائل الاستثمارية ومن ثم اختيار البديل الأفضل الذي يحقق أكبر عائد وفقاً لأحد الطرق المعتمدة في الاختيار.

2. أهداف القرار الاستثماري:

إن عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية تعد من العمليات المصيرية والبالغة الأهمية والتي يتم اتخاذها في المؤسسات بشتى أنواعها، حيث يعتبر القرار الاستثماري من أهم القرارات التي يتم اتخاذها، نتيجة تأثيره بشكل مباشر في أرباح المؤسسة وفي المحافظة على استقرارها وفي المحافظة على السيولة المالية فيها، فالأرباح التي تجنيها المؤسسات تمكنها من تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها، كما تساهم

¹ حنان طرطار، علي البزید، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 8، العدد 3، ديسمبر 2021، جامعة أم البواقي، الجزائر، ص 62.

² https://q8se.blogspot.com/2012/03/blog-post_02.html, vu le :13/02/2021.

³ عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص 115.

في رفع قيمتها السوقية وكذا دفع الأرباح لحملة الأسهم وتعظيم قيمتهم، إضافة إلى إمكانية التوسع وانشاء استثمارات جديدة.

3. خصائص القرار الاستثماري:

يتميز القرار الاستثماري بالعديد من الخصائص من أبرزها ما يلي:¹

➤ أنه قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة؛

➤ إن للقرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها؛

➤ يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية ويرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة.

ثانيا. ظروف اتخاذ القرار الاستثماري:

تواجه المستثمر متخذ القرار ثلاثة ظروف رئيسية هي:

1. حالة التأكد: وهي تعبر عن الظروف المثالية لعملية اتخاذ القرار الاستثماري حيث أن المعلومات حول كل من البدائل المتاحة والظروف المحيطة بالاستثمار وكذا النتائج عنها والأهداف التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها تكون معروفة ومعلومة.

2. حالة عدم التأكد: هي حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها وتوزيعاتها الاحتمالية وهنا يعتمد اتخاذ القرار على طبيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية، ويعتمد هذا التقدير على معايير إذ يقع الاختيار على أقلها، وأخيرا المعيار التشاؤمي إذ يتم عرض أقل عائد لكل بديل واختيار أكبر عائد من بينها.

3. حالة المخاطرة: هي الحالة التي يكون فيها متخذ القرار على دراية بالمعلومات الجزئية وغير الكاملة عند تقرير احتمال تحقق النتائج بحيث يتوفر لديه التوزيع الاحتمالي للبيانات.

ثالثا. متطلبات اتخاذ القرار الاستثماري:

تتمثل أهم متطلبات اتخاذ القرار الاستثماري فيما يلي:²

¹ سعيدة بورديم، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2015، ص 363-364.

² غيتاوي عبد القادر، متطلبات ومعايير اتخاذ القرار الاستثماري مع التطبيق على مشروع ممل من طرف بنك BDL، مداخلة مقدمة في اليوم الدراسي حول: اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، يوم 29 فيفري 2012، جامعة أدرار، الجزائر، ص 4.

1. التكلفة الأولية للمشروع الاستثماري: وهو عبارة عن الإنفاق الذي تقوم به المؤسسة في بداية الفترة لتنفيذ الاستثمار، وبطبيعة الحال يفترض أن هذا المبلغ يدفع بالكامل في بداية الفترة، فإذا افترضنا أن هذا الاستثمار يتمثل في شراء آلة قيمتها الإجمالية 10000 ون (بما فيها كل المصاريف المتعلقة بها) فإن التكلفة الأولية للاستثمار في هذه الحالة هي 10000 ون.

2. عمر المشروع الاستثماري: ويقصد به المدة التي يبقى أثناءها الاستثمار في الاستعمال في المؤسسة، فإذا كانت الآلة التي تكلمنا عنها تستعمل في المؤسسة لمدة خمس سنوات، يكون ذلك هو عمر هذه الآلة.

3. التدفقات النقدية: خلال سنوات عمر المشروع، تحقق المؤسسة من ورائه عائدات سنوية (متوقعة)، وتتمثل بصفة رئيسية في المبيعات المنتظرة، وتسمى هذه العائدات بـ "التدفقات النقدية الواردة"، كما تقوم المؤسسة بدفع نفقات سنوية لتشغيل هذا الاستثمار أو المشروع، وتتمثل بصفة أساسية في اليد العاملة والمواد الأولية، وتسمى هذه المصاريف بالتدفقات النقدية الصادرة أو الخارجة.

أما التدفق النقدي السنوي الصافي، فهو يتمثل في الفرق بين التدفقات النقدية الواردة السنوية، وحصة اهتلاك هذا الاستثمار إلى جانب ما تم دفعه من ضرائب وفوائد.

رابعاً. معايير اتخاذ القرار في حالة عدم التأكد ووجود الخطر:

1. طريقة القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الاستثماري: وتعرف على أنها متوسط الأرباح المرجحة والمناظرة لمختلف النتائج المحتملة، وتعتبر نتائج القيمة المتوقعة إحصائياً على الأمل الرياضي للتدفقات النقدية المنتظرة لكل فترة، ويعطى هذا المؤشر بالعلاقة التالية:

$$E(CF) = \sum_{i=1}^n P_i * CF_i$$

حيث:

$E(CF)$: القيمة المتوقعة للتدفق الصافي، CF_i : التدفقات النقدية المنتظرة في الفترة t ، P_i : الاحتمال المرتبط بحدوث التدفق النقدي في الفترة t .

وبالنسبة لطريقة المفاضلة حسب هذا المعيار فتكون كالتالي:

✓ إذا كان لدينا مشروع واحد فإننا نقبل هذا المشروع إذا كانت $E(CF)$ (القيمة المتوقعة للتدفق الصافي) لهذا المشروع أكبر من الصفر، أما إذا كانت أقل من الصفر فالمشروع مرفوض.

✓ أما إذا كان لدينا أكثر من مشروع استثماري فنختار المشروع الذي له أكبر قيمة متوقعة للتدفق الصافي.

1.1 التباين/ الانحراف المعياري للقيمة المتوقعة للتدفق النقدي الاستثماري: يستعمل التباين أو الانحراف المعياري لقياس درجة تشتت عائدات أو التدفقات النقدية المقدره عن القيمة المتوقعة لها، وبحسب تباين توزيع التدفقات النقدية أو عائدات المشروع الاستثماري من خلال العلاقة التالية:

$$V = \delta^2 = (CF_i - E(CF_i))^2 * P_i$$

وعليه :

$$\delta = \sqrt{V} = \sqrt{(CF_i - E(CF_i))^2 * P_i}$$

ويتم قبول المشروع الذي له أكبر توقع رياضي وأقل تباين، أو أقل انحراف معياري، وإذا كان لدينا مشروعين متنافيين، والمشروع الأول له أكبر متوسط وأكبر مخاطرة أو له أقل مخاطرة وأقل متوسط فإننا نعتمد على معامل الاختلاف الذي يحسب وفق الصيغة التالية:

$$CV = \frac{\delta(CF)}{E(CF)}$$

• مثال:

ليكن لدينا المشروعين المتنافيين A و B.

الاحتمال	المشروع A	المشروع B
0.2	200	650
0.3	400	300
0.3	400	200
0.2	500	750

فإذا علمت أن العمر الانتاجي لكلا المشروعين هو: 4 سنوات، ورأس المال الابتدائي لكلا المشروعين هو 1000 دج ، فما هو المشروع الأفضل؟

الحل:

متوسط التدفق أو العائد المتوقع على الاستثمار:

• متوسط التدفق أو العائد المتوقع على الاستثمار في المشروع A هو:

$$E(CFA) = -0.2 * 200 + 400 * 0.3 + 0.3 * 400 + 0.2 * 500 = 380 \text{ DA}$$

• متوسط التدفق أو العائد المتوقع على الاستثمار في المشروع B هو:

$$E(CFB) = -0.2 * 650 + 300 * 0.3 + 0.3 * 200 + 0.2 * 750 = 430 \text{ DA}$$

ومنه المشروع B أفضل من المشروع A لأن:

$$E(CFB) = 430 \text{ DA} > E(CFA) = 380 \text{ DA}$$

التباين/ الانحراف المعياري: ولحساب تباين عائدات المشروعين السابقين لتحديد درجة المخاطرة

الاستثمارية المرتبطة بهما نقوم بالخطوات التالية:

$$V = \sigma^2 = (CF_i - E(CF_i))^2 * P_i$$

المشروع A:

$(CF_i - E(CF_i))^2 * P_i$	$(CF_i - E(CF_i))^2$	$CF_i - E(CF_i)$	P_i	CF_i
6480	32400	180-	0.2	200
120	400	20	0.3	400
120	400	20	0.3	400
2880	14400	120	0.2	500

ومنه التباين:

$$V_A = 6480 + 120 + 120 + 2880 = 9600 \text{ DA}^2$$

المشروع B:

$(CF_i - E(CF_i))^2 * P_i$	$(CF_i - E(CF_i))^2$	$CF_i - E(CF_i)$	P_i	CF_i
9680	48400	220	0.2	650
5070	16900	-130	0.3	300
15870	52900	-230	0.3	200
20480	102400	320	0.2	750

ومنه التباين:

$$V_B = 9680 + 5070 + 15870 + 20480 = 51100 \text{ DA}^2$$

وبما أن النتيجة المتحصل عليها هي دنائير مربعة والتي لا تنطوي على أي معنى اقتصادي، فإنه

استوجب علينا تفادي هذا اللبس باستخدام الانحراف المعياري، والذي يحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{V} = \sqrt{(CF_i - E(CF_i))^2 * P_i}$$

إذن الانحراف المعياري للمشروعين هو:

$$\delta_A = \sqrt{9600} = 97.98 \text{ DA}$$

$$\delta_B = \sqrt{51100} = 226.05 \text{ DA}$$

ومنه المشروع A أفضل من المشروع B لأن: $\delta A = 97.98 < \delta B = 226.05$ وعليه يكون لدينا حالتين هما:

✓ المشروع B أفضل من A لأن: $E(CFB) = 430 > E(CFA) = 380$

✓ المشروع A أفضل من B لأن: $\delta A = 97.98 < \delta B = 226.05$

لتفادي هذا المشكل يتم حساب معامل الاختلاف.

$$CVA = \frac{\delta(CFA)}{E(CFA)} = \frac{97.98}{380} = 0.26$$

$$CVB = \frac{\delta(CFB)}{E(CFB)} = \frac{226.05}{430} = 0.52$$

إذن المشروع A أفضل من B.

2. مؤشر صافي القيمة الحالية: يعبر معيار صافي القيمة الحالية عن الفرق بين التدفقات النقدية المستخدمة، ومبلغ الاستثمار الأولي، حيث يتم استحداث التدفقات النقدية بمعدل يساوي معدل تكلفة رأس المال، ويمكن التعبير عنها بالصيغة التالية:

$$VAN = -I_0 + \sum_{i=1}^n (CF_i) * (1 + t)^{-i}$$

حيث: VAN : صافي القيمة الحالية، و t هو معدل تكلفة رأس المال، i العمر الانتاجي المتوقع للاستثمار.

2.1 حساب القيمة المتوقعة/ الأمل الرياضي لصافي القيمة الحالية E(VAN): يمكن حسابها بتطبيق العلاقة التالية:

$$E(VAN) = -I_0 + \sum_{i=1}^n E(CF_i) * (1 + t)^{-i}$$

حيث:

E(CFi): القيمة المتوقعة للتدفق النقدي للسنة i، و t هو معدل الخصم.

وبالنسبة لطريقة الاختيار حسب هذا المعيار فإنه يتم اختيار المشروع الذي له توقع رياضي أكبر من الصفر، أما إذا كانت قيمته أقل من الصفر فالمشروع يرفض هذا في حالة ما إذا كان لدينا مشروع واحد، أما إذا كان لدينا عدة مشاريع استثمارية فإنه يتم اختيار المشروع الذي له أكبر توقع رياضي للقيمة الحالية الصافية.

2.1 حساب تباين صافي القيمة الحالية (VAN) :

$$V(VAN) = \sum_{i=1}^n \frac{V_i}{(1+t)^{2*i}}$$

حيث:

$$V_i = \sum_{i=1}^n (CF - (CF_i))^2 * P_i$$

3.2 حساب الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية (VAN) $\delta(VAN)$:

$$\delta(VAN) = \sqrt{V(VAN)}$$

3.2 حساب معامل الاختلاف لصافي القيمة الحالية (VAN) $CV(VAN)$:

$$CV(CVA) = \frac{\delta(VAN)}{E(CFA)}$$

وحسب معيار الانحراف المعياري يتم قبول المشروع الذي له أقل انحراف معياري أو أقل معامل اختلاف، وإذا كان لدينا مشروعين متنافيين، والمشروع الأول له أكبر متوسط وأكبر مخاطرة أو له أقل مخاطرة وأقل متوسط فإننا نعتد على معامل الاختلاف.

●مثال:

ترغب مؤسسة ما في أحد المشروعين في وضعية تسودها المخاطر لمدة سنة، تكلفة مصادر التمويل (سعر الخصم) 21 % ، وتريد المفاضلة بينها على أساس تعظيم صافي القيمة الحالية المتوقعة، وعلى أساس تدنية الخطر، فكانت تقديرات التدفقات النقدية للمشروعين كما يلي:

المشروع الأول:

صافي التدفق النقدي (مليون دج)	18	رأس المال الإبتدائي (مليون دج)
	الاحتمال	الوضع الاقتصادية
22.8	% 40	وضعية عادية
28.7	% 35	وضعية رائجة
17.3	% 25	وضعية كساد

المشروع الثاني:

صافي التدفق النقدي (مليون دج)	25	رأس المال الإبتدائي (مليون دج)
	الاحتمال	الوضع الاقتصادية
30.2	% 35	وضعية عادية
43.6	% 42	وضعية رائجة
16.1	% 23	وضعية كساد

المطلوب:

أي من المشروعين تنصح به هذه المؤسسة، من خلال:

- القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية $E(VAN)$.
- معامل الخطر أو الانحراف المعياري للتدفقات النقدية المتوقعة $\delta(VAN)$.
- معامل الاختلاف أو ما يتحمله دينار التدفقات النقدية المتوقعة من الخطر CV .

الحل:

دراسة المشروع الأول:

✓ حساب القيمة المتوقعة للتدفق النقدي $E(CF)$:

$$E(CF) = \sum_{i=1}^n P_i * CF_i = (22.8 * 0.40) + (28.7 * 0.35) + (17.3 * 0.25) = 23.5$$

✓ حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية $E(VAN)$:

$$E(VAN) = -I_0 + \sum_{i=1}^n E(CF_i) * (1 + t)^{-i} = -18 + (23.5 * (1.12)^{-1}) = 2.98$$

✓ حساب الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية $\delta(VAN)$:

• حساب تباين صافي القيمة الحالية $V(VAN)$:

$$Vi = \sum_{i=1}^n (CF - (CF_i))^2 * Pi$$

$$= (0.4 * (22.8 - 23.5)^2 + 0.35 * (28.7 - 23.5)^2 + 0.25 * (17.3 - 23.5)^2 = 19.27$$

بالتعويض نجد: $9.61+9.464+0.196$

$$V(VAN) = \sum_{i=1}^n \frac{Vi}{(1+t)^{2*i}} = \frac{19.27}{(1.12)^{2*1}} = 15.36$$

ومنه تباين صافي القيمة الحالية = 15.36 مليون دج.

ومنه الاشراف المعياري لصافي القينة الحالية لهذا المشروع هو:

$$\delta(VAN) = \sqrt{V(VAN)} = \sqrt{15.36} = 3.92$$

وعليه وعامل الخطر أو الانحراف المعياري للتدفقات النقدية المتوقعة يساوي إلى 3.92 مليون دج.

✓ حساب معامل الاختلاف لصافي القيمة الحالية $CV(VAN)$:

$$CV(CVA) = \frac{\delta(VAN)}{E(CFA)} = \frac{3.92}{2.98} = 1.31$$

ويدل ذلك على أن درجة مخاطرة الدينار الواحد من العائد المتوقع للمشروع الأول هو 1.31 وحدة خطر.

✚ دراسة المشروع الثاني:

• حساب القيمة المتوقعة للتدفق النقدي $E(CF)$:

$$E(CF) = \sum_{i=1}^n Pi * CFi = (30.2*0.35)+(43.6*0.42)+(16.1*0.23)=32.6$$

• حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية $E(VAN)$:

$$E(VAN) = -I0 + \sum_{i=1}^n E(CF_i) * (1+t)^{-i} = -25 + (32.6 * (1.12)^{-1}) = 4.1$$

• حساب الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية $\delta(VAN)$:

• حساب تباين صافي القيمة الحالية $V(VAN)$:

$$V_i = \sum_{i=1}^n (CF - (CF_i))^2 * P_i$$

$$= (0.35 * (30.2 - 32.6)^2 + 0.42 * (43.6 - 32.6)^2 + 0.23 * (16.1 - 32.6)^2 = 115.45$$

بالتعويض نجد:

$$V(VAN) = \sum_{i=1}^n \frac{V_i}{(1+t)^{2*i}} = \frac{115.45}{(1.12)^{2*1}} = 92.03$$

ومنه تباين صافي القيمة الحالية = 92.03 مليون دج.

ومنه الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية لهذا المشروع هو:

$$\delta(VAN) = \sqrt{V(VAN)}$$

$$= \sqrt{92.03} = 9.6$$

وعليه وعامل الخطر أو الانحراف المعياري للتدفقات النقدية المتوقعة يساوي إلى 9.6 مليون دج.

● حساب معامل الاختلاف لصافي القيمة الحالية CV(VA) :

$$CV(CVA) = \frac{\delta(VAN)}{E(CFA)} = \frac{3.929.6}{4.1} = 2.33$$

ويدل ذلك على أن درجة مخاطرة الدينار الواحد من العائد المتوقع للمشروع الأول هو 2.33 وحدة خطر. وبناء على نتائج تقييم المشروعين يتضح أنهما متفاوتتان من حيث مؤشري العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، بحيث يحقق المشروع الثاني أكبر عائد متوقع E(VAN) مصحوبا بأعلى درجة مخاطرة (δ(VAN))، وهو ما يؤكد أيضا مؤشر الاختلاف الذي تجاوزت فيه مخاطر الدينار الواحد من العائد المتوقع درجتين.

وعليه يمكن القول بأنه مادام المؤسسة تهدف إلى اختيار المشروع الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية وبأدنى مخاطرة، ننصحها باختيار المشروع الأول لأنه يتوقع أن يحقق عائد قدره 2.98 مليون دج، ودرجة مخاطرته منخفضة مقارنة بالمشروع الثاني.

3. استخدام أساليب بحوث العمليات:

من بين أهم أساليب بحوث العمليات المستخدمة في تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة

وعدم التأكد ما يلي:

1.4 معيار شجرة القرار:



وتعرف على أنها البيان الذي يوضح سلسلة القرارات المتخذة وحالات الطبيعة التي يمكنها أن تتحقق مع احتمالات وقوعها، لتنتهي بنتائج اتخاذ القرارات.

ويعد معيار شجرة القرارات من المعايير الهامة التي ينصح باتباعها في اتخاذ القرارات التي تتسم بالتعقيد والتتالي في حدوثها في فترات زمنية متعددة، ولا يعتبر معيار شجرة القرارات طريقة لتحليل المخاطرة فقط بل في المفاضلة بين الاستثمارات، لذلك فإن اتخاذ القرار الاستثماري يجب أن يسبقه تمثيل للمعلومات المتعلقة بالمشكلة، والتي تظهر في شكل شجرة توضح المسارات التي عن طريقها تحقق النتائج العديدة والممكنة¹.

لإعداد شجرة القرارات تتبع الخطوات التالية:²

✓ تحديد نقاط اتخاذ القرار (بداية المشروع) ونقاط التتابع (مختلف نقاط التفرع).

✓ تحديد عدد الفروع الكلية لكل فرع رئيسي.

● مثال: إذا توافرت لديك المعلومات التالية حول العوائد المحققة من الاستثمار في كل السندات، الأسهم والودائع، وفي ظروف اقتصادية مختلفة، وذلك كما يلي:

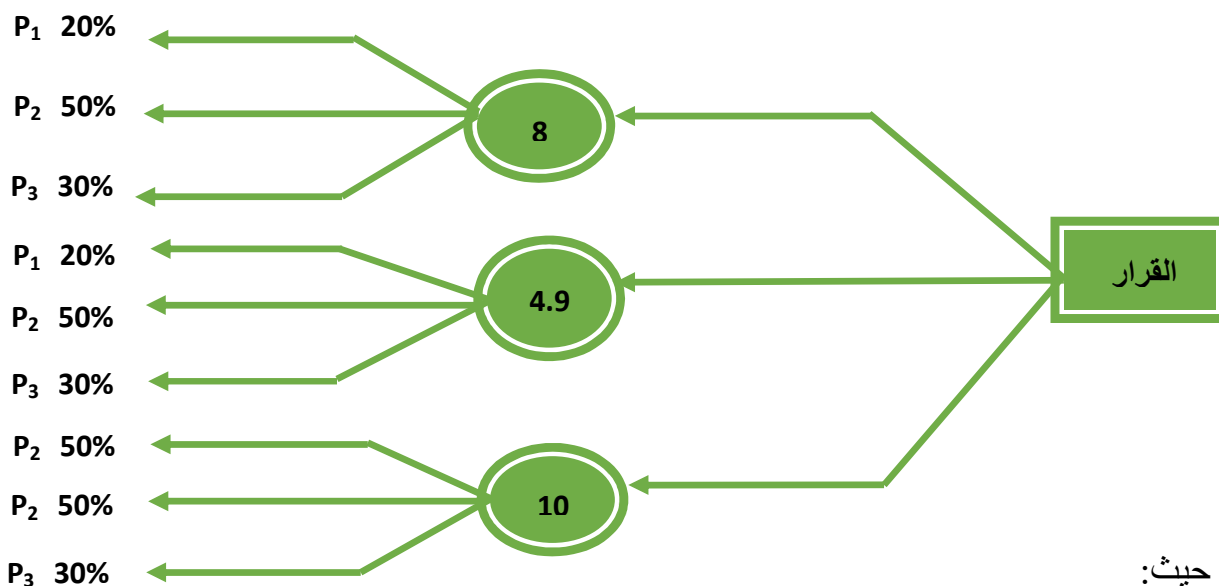
معدلات العائد			الاحتمالات
30%	50%	20%	المجالات
تضخم	ركود اقتصادي	نمو اقتصادي	الظروف
4	8	14	السندات
4	5	6	الأسهم
10	10	10	الودائع

المطلوب: حدد البديل الأفضل باستخدام أسلوب شجرة القرارات؟

الحل:

¹قرناش هواري، دور تكنولوجيا المعلومات في إدارة المخاطر المالية بالمؤسسة الاقتصادية -دراسة ميدانية بمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم المالية والمحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي، السلف، الجزائر، ص:144.

² المرجع نفسه، ص: 144.



القيمة المتوقعة لعائد السندات هي:

$$.8 = (0.30*4) + (0.50*8) + (0.20*14)$$

القيمة المتوقعة لعائد الأسهم هي:

$$.4.9 = (0.30* 4) + (0.50* 5) + (0.20*6)$$

القيمة المتوقعة لعائد الودائع هي:

$$.10 = (0.30 *10) + (0.50* 10) + (0.20*10)$$

إذن البديل الأفضل الذي يحقق أكبر عائد ممكن هو الاستثمار في الودائع لأنه يحقق عائدا أكبر مقارنة بالبدائل الأخرى.

2.4 معيار تحليل الحساسية:

هذا التحليل يقوم على أساس تغيير قيم عناصر معينة محددة للتدفقات النقدية ومتابعة أثر هذا التغيير على صافي القيمة الحالية للمشروع، على أن يتم تغيير عنصر واحد وتثبيت باقي العناصر الأخرى، إذن فهذا التحليل يبدأ من حالة أساسية وهي الحالة التي تمثل القيم المتوقعة ثم نأخذ أحد المتغيرات مثل حجم المبيعات ونقوم بزيادته بنسبة معينة مثل 10% واحتساب صافي القيمة الحالية، وتخفيضه ب 10% ونقوم بعدها بحساب صافي القيمة الحالية، وبمعنى آخر فإن تحليل الحساسية هو عبارة عن ما يعرف بتحليل "ماذا لو"، والأسئلة كلها تدور حول ماذا يمكن أن يحدث لصافي القيمة الحالية لو تغير أحد العوامل المحددة لها.¹

¹ نسيمه بروال، استراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: استراتيجية مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2011/2010، ص:95.



يستفاد من هذا التحليل معرفة درجة حساسية صافي القيمة الحالية للتغير في أي من هذه العوامل، ومن هنا فإذا كان الحديث عن المقارنة بين مشروعين بديلين فإن المشروع ذو صافي القيمة الحالية الأكثر حساسية لمتغير يعتبر أكثر خطورة من الآخر، لأن خطأ صغير في تقدير ذلك المتغير قد يسبب خطأ كبير في صافي القيمة الحالية للمشروع الأمر الذي يترتب عليه قرارات ونتائج خطأ، ومن هنا نقول أن هذه الطريقة تمكن من أخذ فكرة جيدة عن مخاطر المشروع في العادة فإن هذا التحليل يسهل إجراؤه على البرمجيات التي تعتمد على (SpreadSheets) مثل Lotus 123 ، Excel ومن محددات تحليل الحساسية أنه يأخذ متغيراً واحداً في الوقت الواحد، وبالتالي يصعب معرفة أثر مجموعة من المتغيرات في نفس الوقت.¹

¹ المرجع نفسه، ص: 95.



اختبر معلوماتك

التمرين الأول:

إذا كان لدينا مشروعين A، B ، حيث تبلغ التكلفة الأولية لكل منهما 15000 دج، أما التدفقات النقدية الصافية المستقبلية فتخضع لاحتمالات حدوث كما في الجدول التالي:

المشروع B		المشروع A		الظروف المستقبلية
P	NCF	P	NCF	
0.1	6000	0.1	5000	كساد كبير
0.2	6500	0.2	6000	كساد معتدل
0.4	7000	0.4	7000	ظروف عادية
0.2	7500	0.2	8000	رواج معتدل
0.1	8000	0.1	9000	رواج كبير

المطلوب:

حدد أي المشروعين أفضل باستخدام القيمة الحالية المتوقعة ومقاييس التشتت، مع العلم أن التدفقات النقدية الصافية السنوية واحتمالاتها ثابتة طوال عمر المشروعين (5 سنوات)، وأن معدل الاستحداث (10 %).
 $i=10\%$

التمرين الثاني:

ترغب إحدى المؤسسات في اقتناء آلة لصناعة الأكواب البلاستيكية، فوجدت في السوق نوعين من الآلات A و B ، حيث مدة حياة كل آلة هو 10 سنوات، أما التدفقات النقدية لكل آلة فهي مبينة في الجدول الموالي:

ظروف الطلب على الأكواب البلاستيكية في السوق			البيانات	
طلب منخفض	طلب متوسط	طلب مرتفع		
250000	327640	650000	NCF	الآلة A
0.2	0.5	0.3	P	
200000	300000	600000	NCF	الآلة B
0.3	0.4	0.3	P	

إذا علمت أن تكلفة اقتناء الآلة A هو 1500000 دج، والآلة B هو 1200000 دج، ومعدل الاستحداث هو $(i=10\%)$ ، فأى الآلتين تنصح المؤسسة باقتنائها وفق معيار القيمة المتوقعة ومعايير التشتت؟

التمرين الثالث:

إذا توفرت لك مصفوفة القرارات التالية التي تشير إلى التكاليف لمجموعة من البدائل (1,2,3,3)، وتحت حالات الطبيعة (A,B,C,D) وفي ظل مجموعة من الاحتمالات على التوالي (20%، 15%، 30%، 35%)، والتي تظهر من خلال الجدول التالي:

الاحتمالات	20%	15%	30%	35%
حالات الطبيعة البدائل	A	B	C	D
1	5	7	8	4
2	9	4	7	5
3	10	8	6	4
4	7	9	6	3

المطلوب: حدد البديل الأفضل باستخدام أسلوب شجرة القرارات؟

*المراجع المعتمدة لإعداد هذا المحور:

- ◉ سندسية مروان سلطان الحياي، ليث سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، عدد 00، العراق، 2015.
- ◉ محمد الصيرفي، الإدارة الاستراتيجية، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر والتوزيع، ط1، الإسكندرية، مصر، 2008.
- ◉ خربوش حسني علي وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- ◉ سالم زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 4، عمان، الأردن، 1998.
- ◉ حنان طرطار، علي اليزيد، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 8، العدد3، ديسمبر 2021 ، جامعة أم البواقي، الجزائر.
- ◉ https://q8se.blogspot.com/2012/03/blog-post_02.html, vu le :13/02/2021.
- ◉ عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000.
- ◉ سعيده بورديمة، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد11، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2015.
- ◉ غيتاوي عبد القادر، متطلبات ومعايير اتخاذ القرار الاستثماري مع التطبيق على مشروع ممل من طرف بنك BDL ، مداخلة مقدمة في اليوم الدراسي حول: اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، يوم 29 فيفري 2012، جامعة أدرار، الجزائر.
- ◉ قرناش هواري، دور تكنولوجيا المعلومات في 'دارة المخاطر المالية بالمؤسسة الاقتصادية – دراسة ميدانية بمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف-. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم المالية والمحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.
- ◉ نسيمة بروال، استراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: استراتيجية مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2011/2010.



المحور الرابع:

مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية



*الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تمكين الطالب من اكتساب المهارات البحثية التالية:

- التعرف على مفهوم الاستثمار المالي وأهم مجالاته؛
- التعرف على دوافع وأهداف الاستثمار المالي؛
- التعرف خصائص الاستثمار المالي؛
- التعرف على أهم المخاطر التي تواجه المستثمر في الأوراق المالية؛

المحور الرابع: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تمهيد: الاستثمار المالي هو استثمار في أصل مالي يعطي حق المطالبة بأصل حقيقي، ونتيجة لتعدد مجالاته والخصائص التي تميزه عن الاستثمارات الأخرى، فقد توجه إليه الكثير من المستثمرين.

أولاً. تعريف الاستثمار المالي ومجالاته:

1. **تعريف الاستثمار المالي:** للاستثمار المالي عدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

الاستثمار المالي هو الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات... إلخ.¹

ويعرف كذلك على أنه: قيام المستثمر بحيازة أصل غير حقيقي يكون على شكل ورقة مالية تمثل حقا ماليا يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي إضافة إلى عائد ثابت أو غير محدد.²

ويعرف أيضا على أنه شراء حصة في رأس مال ممثلة في الأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي الحق لمالكها في المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية.³

وعليه الاستثمار المالي هو عملية تخصيص الأموال بهدف تحقيق عائد مادي مستقبلي، ويشمل ذلك استثمار الأفراد أو الشركات في مختلف الأصول المالية مثل الأسهم، والسندات، والعقارات، والصناديق الاستثمارية، والعملات الرقمية، وغيرها من الأدوات التي تهدف إلى زيادة قيمة الأموال على المدى الطويل.

2. **مجالات الاستثمار المالي:** تتمثل مجالات الاستثمار المالي فيما يلي:

➤ **أدوات دين:** تتمثل هذه الأدوات في السندات والتي تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحاملها الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.⁴

➤ **أدوات الملكية:** تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وهي عبارة عن ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في

¹ هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص132.

² فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، ص41.

³ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2011، ص12.

⁴ Josette Peyrard, "La bourse", 2ème édition, vuibert entreprise, France, 1993, P 27.

رأس مال الشركة)، وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها.¹

➤ أدوات مركبة: وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات، وتتمثل في محفظة الأوراق المالية.

➤ أدوات مشتقة: تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

ثانيا. دوافع الاستثمار المالي، أهدافه وخصائصه:

1. دوافع الاستثمار المالي: هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة، ومن هذه العوامل ما يلي:²

➤ توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات: إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجمة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعيا وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

➤ توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار: وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعا، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقه بدوافع الادخار.

➤ تعدد الأدوات الاستثمارية: والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

¹ Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, "marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques", dunod, France, 2002, p12.

² سايجي مريم، دور المؤشرات البورصية، في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، ص3-4.

2. أهداف الاستثمار المالي: يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع

تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، والتي تتمثل فيما يلي:¹

✚ **تأمين المستقبل:** عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

✚ **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

✚ **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل.

✚ **حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:** إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

✚ **حماية الدخل من الضرائب:** يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره، هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

✚ **تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:** يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.

3. خصائص الاستثمار المالي:

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه

الخصائص ما يلي:²

✚ **للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم** قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة.

✚ **تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى.**

¹ المرجع نفسه، ص4.

² حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 3، المجلد 2، جامعة الوادي، الجزائر، ديسمبر 2012، ص54.

تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سندات ما غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة. لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى.

ثالثاً. مخاطر الاستثمار المالي:

1. المخاطر التي تتعرض لها الأسهم:

1.1. مخاطر السوق: تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معاً استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالأسهم صعوداً أو هبوطاً، لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، ومن أهم المخاطر السوقية تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم، فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم، فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم.¹

2.1. مخاطر الإدارة: ويقصد بها الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي، وبالتالي يؤثر هذا إيجابياً على أسعار أسهمها.²

1.2. مخاطر الصناعة: تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بعض الصناعات إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة لا تؤثر في غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة، هذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة، تنجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وهناك أيضاً تأثيرات متمثلة بالتغييرات المستمرة في

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004، ص 197.

² حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 48.

أذواق و تفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلا عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة.¹

4.1. مخاطر الأعمال: تشير إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة والمستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر على مخاطر الأعمال فيما يلي:²

✚ التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة؛

✚ التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة؛

✚ التغير في أسعار المدخلات؛

✚ درجة الرفع التشغيلي.

5.1. مخاطر الرفع المالي: وتحدث نتيجة استخدام الشركة الأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، وتكمن المخاطرة في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى الانخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر.³

6.1. مخاطر الرفع التشغيلي: يرتبط الرفع التشغيلي بنوع هيكل تكاليف الشركة، أي بنسبة التكاليف الثابتة التشغيلية إلى التكاليف الإجمالية، وبالتالي تزداد درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفعت حصة التكاليف الثابتة في الهيكل الكلي للتكاليف، ويتم قياس مخاطر الرفع التشغيلي عبر قسمة التكاليف الثابتة على التكاليف المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية، زادت تقلبات العائد على السهم، مما يعني أن انخفاضاً طفيفاً في المبيعات قد يتسبب في انخفاض كبير في الربح التشغيلي.

7.1. مخاطر الإفلاس: تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، وتكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حاملها لا يحصلون على مستحقاتهم إلا

¹ حمزة بالي، مصعب بالي، مرجع سابق، ص 56.

² حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 70.

³ المرجع نفسه، ص 182.

بعد استيفاء الدائنين لحقوقهم كاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم.¹

2. المخاطر التي تتعرض لها السندات:

1.2. مخاطر السيولة: تتمثل السيولة في قدرة حامل السند على التخلص من السند بالبيع في أي وقت وبالسعر المناسب، فكلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه وبسعر سوق عادل كلما زادت مخاطر سيولة السند.²

2.2. مخاطر عدم القدرة على السداد: وتحدث عندما تعجز المؤسسات المصدرة للسندات عن تسديد قيمة السندات أو الفوائد المستحقة في الوقت المحدد، ويمكن أن تنشأ هذه المخاطر نتيجة لنوعين من المخاطر في المؤسسات المصدرة، هما: مخاطر الأعمال والمخاطر المالية.

3.2. مخاطر إعادة الاستثمار: هي تلك المخاطر التي تنجم عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الإسمية للسند التي يستردها حامل السند في تاريخ الاستحقاق عن سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر ولجأ إلى شراء السند.

4.2. مخاطر التضخم: وتتعلق بتأثير التضخم في الاقتصاد على تآكل القدرة الشرائية للاستثمارات في الأوراق المالية أو العوائد المرتبطة بها، وتكون الاستثمارات في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، مثل السندات، أكثر عرضة لهذه المخاطر، حيث أن القيمة السوقية للسندات لا تتكيف بشكل طبيعي مع التغيرات التي تحدث نتيجة للظروف التضخمية.

5.2. مخاطر استدعاء السند: تصدر بعض الشركات سنداتها مقرونة بشرط الاستدعاء، مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها، بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب، وعادة ما تعتمد المنشأة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق، إذ في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات، وإحلالها محل سندات جديدة ذات معدل فائدة أقل، هذا يعني أن الاستدعاء ينطوي على بعض المخاطر، إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند آخر ذو عائد أقل، وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار، لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار للتأكد من تضمنه شروط الحماية من الاستدعاء.³

¹ حمزة بالي، مصعب بالي، مرجع سابق، ص 57.

² محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 8، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، ص 36.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 499.

6.2. مخاطر الإطفاء السنوي للسندات: يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانها من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات، لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار بعناية، للوقوف على أبعاد هذا الشرط، بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفأة، وللتأكد إذا كان يشمل جميع الإصدار أو جزء منه، أو يشمل فئة محددة من السندات، أم جميع فئاتها دون استثناء.¹

3. المخاطر المرتبطة بالمشتقات المالية:

تتمثل أهم المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات فيما يلي:

1.3. المخاطر الائتمانية: تنشأ هذه المخاطر عن عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته التعاقدية المحددة في العقد المشتق وجدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يعد أكثر انتشارا في الأسواق غير المنظمة، ويمكن مواجهة هذه المخاطر من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطر.²

2.3. مخاطر السوق: تتعلق هذه المخاطر بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي تعود في غالب الأحيان إلى التقلبات في أسعار الأصول محل التعاقد، أو بسبب نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة بعض الأصول وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال استمرار هذا التدهور، ومن هنا ينبغي تشخيص عناصر هذه المخاطر ومعرفة كيفية تفاعلها مع بعضها البعض حتى يمكن تقديرها وتحديد الأدوات التي يمكن استخدامها للحد من هذه المخاطر والتقليل منها.

3.3. المخاطر التشغيلية: ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشأة نفسها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة.

¹ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2005، ص119.

² وائل رفعت خليل، إبراهيم السيد، التحليل المالي وإدارة المخاطر المالية (التخطيط المالي - إعداد الموازنة التقديرية - النسب المالية- المشتقات المالية)، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2017، ص 210-2012.

4.3. المخاطر القانونية: تظهر هذه المخاطر نتيجة عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات بسبب سوء توثيقها أو بسبب عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد، والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس.

5.3. مخاطر السيولة: ترجع مخاطر السيولة إلى عدم قدرة المتعاملين في المشتقات المالية على التخلص من العقد عند الحاجة إلى ذلك وخاصة العقود التي لا يتم تداولها بصفة واسعة، وغالبا ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروطا وضمانات إضافية في هذه الحالة.

6.3. مخاطر التسوية: تنشأ مخاطر التسوية عندما لا يتم تبادل المدفوعات في وقت واحد (أني)، على سبيل المثال، عندما يقوم البنك بالدفع للطرف المقابل، ولكن لن يتم تعويضها إلا بعد مرور بعض الوقت، يتمثل الخطر في أن الطرف المقابل قد يتخلف عن السداد قبل القيام بالدفع المقابل، وقد يكون سبب هذا النوع من المخاطر ما قد يطرأ على أحد أطراف العقد من خسارة أو تقلبات كبيرة في أسعار الأصول محل التعاقد.¹

¹ عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022، ص 20.

اختبر معلوماتك

◉ كيف تؤثر الأخطاء المرتكبة من قبل المدراء في

الشركات على أسعار أسهمها؟



◉ ماهي أهم المخاطر التي تواجه المستثمر في السندات؟

◉ من مصلحة الشركة التي تصدر سندات قابلة للتحويل أن ترفق إصدارها

بشروط القابلية للاستدعاء علل ذلك؟

◉ من الأكثر تعرضا لمخاطر تقلب القوة الشرائية لوحدة النقد المستثمر في

الأسهم أم المستثمر في السندات طويلة الأجل؟ علل إجابتك.

◉ من الأكثر تعرضا لمخاطر الإفلاس المستثمر في الأسهم أم المستثمر في

السندات مغللا إجابتك.

*المراجع المعتمدة لإعداد هذا المحور:

- ◉ هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- ◉ وائل رفعت خليل، إبراهيم السيد، التحليل المالي وإدارة المخاطر المالية (التخطيط المالي – إعداد الموازنة التقديرية – النسب المالية- المشتقات المالية)، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2017.
- ◉ حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.
- ◉ حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 3، المجلد 2، جامعة الوادي، الجزائر، ديسمبر 2012.
- ◉ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- ◉ محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 8، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر.
- ◉ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- ◉ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2005.
- ◉ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2011.
- ◉ سايخي مريم، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر.
- ◉ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- ◉ عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022.
- ◉ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن.
- ◉ Josette Peyrard, "La bourse", 2éme édition, vuibert entreprise, France, 1993.
- ◉ Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, "marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques", dunod, France, 2002.



المحور الخامس:

إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية



*الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تمكين الطالب من اكتساب المهارات البحثية التالية:

- التعرف على مفهوم العائد وعلاقته بالمخاطرة؛
- التعرف على العلاقة بين العائد والمخاطرة لأصل مالي واحد؛
- التعرف على العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظة من الأوراق المالية؛
- التعرف على دور التنويع في الحد من مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية؛
- التعرف على دور المشتقات المالية في الحد من مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية.

المحور الخامس: إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية

أولاً. مفهوم العائد وعلاقته بالمخاطرة:

1. مفهوم العائد:

يعرف العائد على أنه المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل، مقابل الأموال التي يدفعها من أجل أداة الاستثمار، أو أنه المكافأة التي يتوقع المستثمر الحصول عليها مقابل تخليه عن منفعته أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع أكبر في المستقبل، وتأتي عوائد المستثمرين من مصدرين أساسيين هما:

➤ **التوزيعات:** وهي نصيب الورقة المالية من الأرباح التي تقرر إدارة الشركة المساهمة توزيعها على المساهمين، أو الفوائد المقررة تسديدها لفائدة حملة السندات.

➤ **الفوائد:** إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة، كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

➤ **الأرباح الرأسمالية:** وتمثل مقدار التغير في سعر الورقة المالية، أي الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر بيع الورقة إذا قرر حاملها التخلص منها.

لهذا فإن معدل العائد يعد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو نقصانها، وعليه فإن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه باستثماراته، أي من خلال تضحيتها المؤقتة بأمواله، والتي يجسدها معدل العائد الذي يمكن حسابه وتقديره وفقاً للتغيير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن.

2. أنواع العوائد: يمكن التمييز بين ثلاث تقسيمات لمعدل العائد للاستثمار وهي:

➤ **معدل العائد المحقق:** يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر فعلياً.

➤ **معدل العائد المتوقع:** يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه.

➤ **معدل العائد المطلوب:** يعرف بأنه أدنى معدل عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل.

3. العلاقة بين العائد والمخاطرة: يرتبط عنصر العائد والمخاطرة معاً في علاقة طردية، بمعنى أنه

كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطرة والعكس صحيح، وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين اتجاه المخاطرة، فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطرة، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له:

تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة.

أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

ثانياً. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لورقة مالية واحدة:

لتقييم المخاطر الخاصة بورقة مالية واحدة يمكن الاعتماد على عدة أساليب إحصائية منها:

1. الانحراف المعياري: يقيس هذا المؤشر درجة تشتت قيم المتغير محل الدراسة حول القيمة المتوقعة

له، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر، ولتحديد الانحراف

المعياري يجب أولاً حساب الوسط الحسابي للعوائد المتوقعة، والذي يمكن حسابه حسب حالتين:

الوسط الحسابي للعوائد في حالة البيانات التاريخية: ويعبر عن مجموع العوائد مقسومة على عدد

الفترات، ويحسب كما يلي:¹

$$E(R) = \bar{R} = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{N}$$

حيث:

✓ R_i : معدل العائد الممكن تحقيقه من حيازة الأصل i في الزمن (T) .

✓ N : عدد حالات الطبيعة.

● مثال: قام مستثمر ما بشراء سهم عادي، احتفظ به لمدة أربع سنوات وكانت العوائد السنوية لهذا السهم

كما يلي: 80%، 20%، 30%، 10%، -40%.

المطلوب: حساب المتوسط الحسابي لعوائد السهم؟

الحل: المتوسط الحسابي لعوائد السهم هو:

$$E(R) = \bar{R} = \frac{80+20+30+10-40}{5} = 20\%$$

المتوسط الحسابي للعوائد في حالة البيانات المستقبلية: تتعلق التدفقات النقدية الخاصة بالاقترحات

الاستثمارية بالمستقبل الذي لا يمكن التنبؤ بها بشكل دقيق، فهناك العديد من الاحتمالات الممكنة الحدوث،

لذا من الضروري وضع توقعات لما قد تكون عليه هذه التوقعات في المستقبل، وهو ما يطلق عليه

التوزيع الاحتمالي، ويتم حساب القيمة المتوقعة (أو العائد المتوقع) كما يلي:²

¹ يوسف إيمان، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة إدارة مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، ص 6.

² المرجع نفسه، ص 96.

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

حيث: P_i : احتمال تحقق حالة الطبيعة.

- مثال: يمثل الجدول أدناه العائد المتوقع تحقيقه لمشروع اقتصادي ما، وذلك كما يلي:

التدفق النقدي مليون دج	التوزيع الاحتمالي	الظرف الاقتصادي
12000	20 %	كساد
6000	44 %	رواج
18000	25 %	عادي

المطلوب: حساب العائد المتوقع للمشروع؟

الحل:

$$E(R) = 12000 * 0.20 + 6000 * 0.44 + 18000 * 0.25 = 9540 \text{ مليون دج}$$

1.1. حساب الانحراف المعياري في حالة البيانات التاريخية: ويتم حساب القيمة المتوقعة (أو العائد

المتوقع) كما يلي:¹

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

أما التباين فيمكن الحصول عليه من خلال تربيع الانحراف المعياري.

- مثال: يوضح الجدول الموالي العائد الخاص بكل من السهمين A و B ، وذلك كما يلي:

عائد السهم B	عائد السهم A
26 %	13 %
13 %	16 %
15 %	25 %

¹ المرجع نفسه، ص 97.



المطلوب: وضح أي من السهمين أكثر مخاطرة؟

الحل:

• حساب العائد:

$$\bar{RA} = \frac{0.13 + 0.16 + 0.25}{3} = 18\%$$

$$\bar{RB} = \frac{0.26 + 0.13 + 0.15}{3} = 18\%$$

بما أن عوائد السهمين متساوية، فإن المخاطر متساوية، لذلك يجب حساب الانحراف المعياري.

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

$$\delta A = \sqrt{\frac{(0.13 - 0.18)^2 + (0.16 - 0.18)^2 + (0.25 - 0.18)^2}{3}}$$

$$\delta A = 0.0026 = 0.26\%$$

$$\delta B = \sqrt{\frac{(0.26 - 0.18)^2 + (0.13 - 0.18)^2 + (0.15 - 0.18)^2}{3}}$$

$$\delta B = 0.00326 = 0.326\%$$

2.1. حساب الانحراف المعياري في حالة البيانات المستقبلية: ويحسب كما يلي:¹

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

2. معامل الاختلاف: يحسب كما يلي:

$$CV = \frac{\delta}{\bar{R}}$$

• مثال: يوضح الجدول الموالي العائد الخاص بالسهم واحتمال حدوثه في مختلف الأوضاع الاقتصادية، وذلك كما يلي:

¹ المرجع نفسه، ص 98.



الاحتمال	عائد السهم A	الوضع الاقتصادي
%20	%30	ازدهار
%15	%40	عادي
%5	%10	انكماش

المطلوب: أحسب العائد المتوقع ومخاطر السهم A ؟

الحل:

$(R_i - E(R))^2 * P_i$	$(R_i - E(R))^2$	$R_i - E(R)$	$E(R) = R_i * P_i$	P_i	R_i
0.006125	0.030625	0.175	0.06	%20	%30
0.01134375	0.075625	0.275	0.06	%15	%40
0.0045125	0.009025	0.095	0.005	%5	%10
0.02198125			0.125		

إذن عائد السهم A = 0.125.

• حساب الانحراف المعياري للسهم A:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_n - \bar{R})^2 * p_i} = \sqrt{0.02198125} = 0.3850 = 38.50\%$$

• حساب معامل الاختلاف للسهم A :

$$CV = \frac{\delta}{\bar{R}} = \frac{0.3850}{0.125} = 3.08$$

ثالثا. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظة الأوراق المالية

1. تعريف وأنواع المحفظة الاستثمارية:

1.1 تعريف المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية هي كل ما يمتلكه الفرد من أصول حقيقية و مالية، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال، ونقصد بالأصول المالية كل من الأسهم والسندات المشتقات باختلاف أنواعها و كذا القبولات والأذونات والأوراق التجارية إلى غير ذلك من الأدوات المالية، أما الأصول الحقيقية فنقصد بها كل من العقارات،

والمعادن النفيسة والسلع وكل ما يوجه لغرض الاستثمار وتحقيق الأرباح وليس لغرض الانتفاع الترفيهي والاستهلاك المظهري، وبطبيعة الحال فإن امتلاك الأوراق المالية كألسهم والسندات يعتبر جزء هام من أية محفظة استثمارية سواء للأفراد العاديين أو للمؤسسات الاستثمارية المتخصصة.¹

2.1. أنواع المحافظ الاستثمارية:

يختلف نوع المحفظة باختلاف الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها فنجد ما يلي:²

محفظة الدخل: هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر وتحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لأغراض تحقيق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة، وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

محفظة النمو: هي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي بالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات والاستثمار في صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة.

ويمكن حصر مميزات الأسهم التي تمتاز في محافظ النمو كما يلي:

✓ تحقيق نمو جيد في العوائد، ويقصد بالعوائد التوزيعات السنوية الأرباح وفروق أسعار الأوراق المالية؛

✓ استقرار في معدل النمو، أي الزيادة المستمرة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى؛

✓ ارتفاع العوائد للسهم الواحد، وهي نسبة الأرباح بعد الضريبة على عدد الأسهم؛

✓ تحمل مخاطر قليلة نسبة للأسهم الأخرى.

المحفظة المختلطة: هي المحافظ التي تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر، وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والخطر.

¹ محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية -دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2013-2017)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 2، القسم (أ) العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، ص 60.

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط 2، عملن، الأردن، 2003، ص 21 - 23.

2. السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية:

1.2. السياسة الهجومية: يبني المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي هو جني الأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المستثمر أكثر من الاستثمار، يطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال)، ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80% - 90% من قيمة المحفظة و يلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار و بذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم.¹

2.2. السياسة الدفاعية: هي سياسة يتبناها مديرو المحافظ المتحفظون جدا اتجاه عنصر المخاطرة، وبذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، يطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل و التي تتكون قاعدتها الأساسية من أدوات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم الممتازة و العقارات بنسب تتراوح من 60% - 80% من رأس مال المحفظة، ميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا و مستمرا لمدة طويلة من الزمن كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر.²

3.4. السياسية المتوازنة: يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عند مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أدوات الخزينة مضافا إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات و الأسهم العادية، الأسهم الممتازة أو سندات طويلة الأجل... الخ مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل، أما في حالة هبوط الأسعار فان احتواء المحفظة على عقارات و أدوات أخرى، سندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة.³

¹ طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 1997، ص 81.

² محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 183 - 184.

³ طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، مرجع سابق، ص 82.

3. العائد المتوقع للمحفظة:

العائد المتوقع للمحفظة عبارة عن المجموع المرجح لمعدلات العائد المتوقعة للأصول المالية التي

تتشكل منها المحفظة، ويحسب بالعلاقة التالية:¹

$$E(R)p = \sum_{i=1}^n w_i * E(Ri)$$

حيث: w_i : نسبة الأصل i في المحفظة، $E(Ri)$: العائد المتوقع للأصل i .

- مثال: لدينا 2000 دج استثمرت في قيمتين مختلفتين لتشكيل محفظة مالية، وحسب الجدول المعطى فإن X_i هي نسبة المال المستثمر في كل قيمة i معطاة، $E(Ri)$ هو معدل العائد المنتظر من أجل القيمة i .

قيم i	النسبة المستثمرة W_i	معدل العائد المنتظر $E(Ri)$	$W_i * Ri = E(R)p$
1	0.8	0.4	0.32
2	0.5	0.4	0.2
			0.52

4. مخاطر المحفظة:

1.4. الانحراف المعياري لعوائد المحفظة: يعتمد قياس مخاطر المحفظة المالية على معامل الارتباط بين

الأسمم المكونة لها، ومعامل الارتباط هو مقياس إحصائي يستخدم لقياس درجة الارتباط واتجاه العلاقة

بين متغيرين، وتتراوح قيمة معامل الارتباط بين واحد موجب، الذي يشير إلى ارتباط طردي تام بين

المتغيرين، وواحد سالب، الذي يدل على ارتباط عكسي تام بينهما ولقياس المخاطر على مستوى

المحفظة، نستخدم العلاقة التالية:²

$$\delta p = \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n 2p_{ij} w_i w_j \delta_i \delta_j}$$

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، ط 5، المملكة العربية السعودية، 2017، ص 327.

² بلقعة إبراهيم، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الثالثة ليسانس علوم التسيير تخصص إدارة مالية، قسم العلوم

الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2021/2020، ص 80.

حيث:

✓ δ_i^2 : التباين لكل من السهمين i .✓ p_{ij} : معامل الارتباط بين السهمين وتتراوح قيمته بين (1-) و (1+).✓ w_i, w_j : الوزن النسبي لكل من السهمين i و j في المحفظة.✓ δ_i, δ_j : الانحراف المعياري للسهمين i و j الذي يقيس مخاطر المحفظة ككل.

- مثال: فيما يلي البيانات الخاصة بمحفظة استثمارية مشكلة من ثلاث أصول A، B، C والتي تمثل أوزانها النسبية من المحفظة على الترتيب: 40%، 40%، 20%.

الحالة الاقتصادية	P	(R) _A	(R) _B	(R) _C
ازدهار	30%	8%	10%	12%
عادي	40%	6%	6%	6%
انكماش	30%	4%	2%	1%

المطلوب:

1. أحسب العائد المتوقع للمحفظة؟
2. أحسب مخاطر المحفظة المالية بافتراض أن معامل الارتباط بين الأسهم الثلاثة يساوي الصفر؟
3. ماهي درجة مخاطر المحفظة المالية بافتراض أن معامل الارتباط بين السهمين A و B يساوي 0.5، وبين A و C، وبين B و C يساوي 0.4؟

الحل:

1. حساب العائد المتوقع للمحفظة:

لحساب عائد المحفظة لابد من حساب العائد المتوقع لكل أصل مكون للمحفظة من خلال القانون التالي:

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

$$E(R)_A = 0.3 * 0.08 + 0.4 * 0.06 + 0.3 * 0.04 = 0.06 = 6\%$$

$$E(R)_B = 0.3 * 0.1 + 0.4 * 0.06 + 0.3 * 0.02 = 0.06 = 6\%$$

$$E(R)_C = 0.3 * 0.12 + 0.4 * 0.06 + 0.3 * 0.01 = 0.063 = 6.3\%$$

و عليه فإن عائد المحفظة الاستثمارية هو:



$$E(R)_P = \sum_{i=1}^n W_i * E(R)_i = 0.4 * 0.06 + 0.4 * 0.06 + 0.2 * 0.063 = 0.0606$$

$$= 6.06\%$$

2. حساب مخاطر المحفظة المالية بافتراض أن معامل الارتباط بين الأسهم يساوي 0:

$$\delta p = \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2}$$

• السهم A:

$(X_A - E(X))^2 * P$	$(X_A - E(X))^2$	$X_A - E(X)$	الحالات
0.00012	0.0004	0.02	كساد
0	0	0	ظروف عادية
0.00024	0.0004	0.02 -	رواج
0.00024	$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_B - E(X))^2 * p_B} = \sqrt{0.00024} = 0.01549$		المجموع

• السهم B:

$(X_B - E(X))^2 * P$	$(X_B - E(X))^2$	$X_B - E(X)$	الحالات
0.00048	0.0016	0.04	كساد
0	0	0	ظروف عادية
0.00048	0.0016	0.04 -	رواج
0.00096	$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_B - E(X))^2 * p_B} = \sqrt{0.00096} = 0.031$		المجموع

• السهم C:

$(X_B - E(X))^2 * P$	$(X_B - E(X))^2$	$X_B - E(X)$	الحالات
0.0009747	0.003249	0.057	كساد
0.00000012	0.000009	0.003	ظروف عادية
0.0008427	0.002809	0.053 -	رواج
0.00181752	$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_C - E(X))^2 * p_C} = \sqrt{0.00181752} = 0.0426$		المجموع

عليه فإن الانحراف المعياري للمحفظة يساوي:

$$\begin{aligned} \delta p &= \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2} = (0.4)^2 * 0.00024 \\ &= \sqrt{(0.4)^2 * 0.00024 + (0.4)^2 * 0.00096 + (0.4)^2 * 0.00181767} = \\ &= \sqrt{0.0002647} = 0.01627 \end{aligned}$$

3. حساب مخاطر المحفظة المالية بافتراض أن معامل الارتباط بين السهمين A و B = 0.5 وبين A و C = 0.3 وبين B و C = 0.4.

$$\delta p = \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n 2p_{ij} w_i w_j \delta_i \delta_j}$$

$$\begin{aligned} \delta p &= \sqrt{0.002647 + 2(0.5)(0.4 * 0.4)(0.0155 * 0.031) + 2(0.3)(0.4 * 0.2)(0.0155 * 0.0426) + 2(0.4)(0.4 * 0.2)(0.031 * 0.0426)} \\ &= 0.002755 \end{aligned}$$

2.4 معامل بيتا (coefficient Beta): يعتبر مقياس مبتكر لقياس مخاطر السهم، فهو يقيس مدى حساسية عوائد المحفظة المالية للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، ويحسب معامل بيتا الخاص بكل



ورقة مالية تدخل في تكوينها، والذي يعتمد على العلاقة التاريخية بين معدل العائد لكل ورقة مالية ومعدل عائد محفظة السوق، ويعطى قانون بيتا للمحفظة من خلال المعادلة التالية:¹

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n W_i * B_i$$

حيث:

β_p : بيتا المحفظة، W_i : وزن السهم في المحفظة، B_i : بيتا السهم i .

حيث:²

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)}$$

حيث أن β_i : بيتا السهم i ، $COV(R_i, R_m)$: التباين بين عائد السهم i وبين عائد محفظة السوق، $\delta^2(R_m)$: تباين عوائد محفظة السوق.

أي أن:³

$$\beta_i = \frac{\sum_{i=1}^n (R_{Ai} - \overline{R_{Ai}})(R_{mi} - \overline{R_{mi}})}{\sum_{i=1}^n (R_{mi} - \overline{R_{mi}})^2}$$

• مثال: لتكن لدينا البيانات التالية والخاصة بعائد السهم (A) وعائد السوق (m) خلال نفس الفترة للسنوات التالية:

¹ رياض دهال، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 15، الكويت، 2003، ص 13.

² Eugene F. Fama, Kenneth R. French, The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, Journal of Economic Perspectives, vol 18, NO 3, 2004, p 28-29.

³ خومجة فتيحة، محاضرات في إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة ثالثة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2021/2021، ص 82.

السنة	العائد	%
	السهم A	السوق m
1	7	6
2	5	3
3	4	4
4	0	1-

المطلوب: أحسب بيتا السهم A.

الحل:

1. حساب متوسط عوائد السهم وعوائد السوق:

$$E(A) = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{N} = \frac{16}{4} = 4\%$$

$$E(B) = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{N} = \frac{12}{4} = 3\%$$

2. حساب التباين المشترك بين عوائد السهم وعوائد السوق:

$(R_m - \overline{R_m})^2$	$(R_A - \overline{R_A}) * (R_m - \overline{R_m})$	$(R_m - \overline{R_m})$	$(R_A - \overline{R_A})$	السوق m	السهم A	السنة
0.0009	0.0009	0.03	0.03	6	7	1
0	0	0	0.01	3	5	2
0.0001	0	0.01	0	4	4	3
0.0016	0.0016	-0.04	-0.04	1-	0	4
0.0026	0.0025					المجموع

$$\beta_i = \frac{\sum_{i=1}^n (R_{Ai} - \overline{R_{Ai}})(R_{mi} - \overline{R_{mi}})}{\sum_{i=1}^n (R_{mi} - \overline{R_{mi}})^2} = \frac{0.0025}{0.0026} = 0.96$$

إذن معامل بيتا هو (0.96)، هذا يعني أن ارتفاع عائد السوق بنسبة 100% فإن عائد المحفظة سيرتفع بنسبة 96%.

ثالثا. أساليب التقليل من المخاطرة:

1. **التنويع في المحفظة الاستثمارية:** التنويع هو توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنويع: تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق.

1.1. **تنويع جهة الإصدار:** يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنويع وهما التنويع الساذج وتنويع ماركويتز.

✚ **التنويع الساذج:** يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر المرتبطة بعوائدها، وذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد في أسهم عدد محدود من الشركات.

إن الإيجابيات المترتبة عن إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضا عدد من السلبيات المترتبة عن المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة، وأهم هذه السلبيات ما يلي:¹

- ✓ **صعوبة إدارة المحفظة:** بسبب كثرة المنشآت المصدرة و ضرورة تحليل المركز المالي لها.
- ✓ تكاليف عالية للبحث عن استثمارات جديدة لضمها للمحفظة.
- ✓ ارتفاع تكاليف شراء الاستثمارات، فالتنويع الكبير يعني شراء كمية صغيرة من كل إصدار و هذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع متوسط المادة المدفوعة للسماسة.
- ✓ اتخاذ قرارات مالية غير سليمة، كاستثمار في أوراق مالية غير جيدة.

✚ **تنويع ماركويتز:** بالمقارنة مع التنويع الساذج فإن تنويع ماركويتز يركز على الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشمل عليها المحفظة وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين عوائد الاستثمارات، وبالتالي فإن تخفيض مخاطرة المحفظة لا يعتمد على زيادة حجم المحفظة وإنما على التباين المشترك أو معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية في المحفظة، فعندما تكون هناك علاقة إيجابية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد تربطها علاقة عكسية، وعليه يمكن تعريف التنويع الفعال بالتخفيض الفعال لمخاطر المحفظة

¹ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية – تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، المجلد 3، عدد 3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2004، ص 43.

المقاس بالتباين دون المساس بالعائد المتوقع من خلال الجمع بين الأصول المالية ذات الارتباط السالب والتغاير السالب.¹

1.1. تنوع تواريخ الاستحقاق: أي توزيع الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة ما بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار المرتبطة بهما، وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك إلى ثلاثة أنواع هي:

الأسلوب الهجومي: يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل والعكس صحيح، وذلك بناء على التوقعات المستقبلية لأسعار الفائدة، فإذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستخدام حصيلتها لشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل قبل حدوث زيادة فعلية في أسعار الفائدة، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض أسعار الفائدة فيجب على المستثمر بيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

إن نجاح هذه السياسة مرهون بمدى صحة التوقعات، فإذا تحققت توقعات المستثمر فإنه يضمن الوصول إلى الأهداف المرجوة من التبدل، أما إذا كانت التوقعات مخالفة للواقع، فقد يواجه خسائر كبيرة، لذا من المتوقع أن يتجنب المستثمر استخدام هذا الأسلوب الهجومي في إدارة محفظته إلا إذا كان يمتلك مستوى عالٍ من الكفاءة والمعرفة في مجال الاستثمار.

تدرج تواريخ الاستحقاق: يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة، ويتطلب هذا الأسلوب من المستثمر تحديد حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، ثم يقوم بتحديد هيكل لتواريخ الاستحقاق المقبولة، التي توزع على أساسها الموارد المالية المتاحة. من مزايا هذا الأسلوب توفير السيولة وتحقيق الربح في آن واحد، حيث أن استرداد قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، في حين أن استثمار الأموال في الأوراق المالية طويلة الأجل يسهم في استقرار العائد.

التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل:

يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات بين الأوراق المالية قصيرة الأجل (من 1 إلى 3 سنوات)، والأوراق المالية طويلة الأجل (من 7 إلى 10 سنوات)، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الأوراق

¹ بديار أمين، بكرتي لخضر، التنوع الأمثل لمحفظة الأوراق المالية باستعمال نموذج ماركويتز دراسة حالة بورصة الدار البيضاء (2008-2016)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، المجلد 3، عدد 8، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم، الجزائر، 2018، ص 129.

المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر، بينما تسهم الأوراق المالية الطويلة الأجل في تحقيق استقرار العائد وتوفر للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

أما الأوراق المالية متوسطة الأجل (من 4 إلى 6 سنوات) فهي لا تحقق أيا من هدفي السيولة أو الربحية، لذا يُنصح بتجنب الاستثمار في هذا النوع من الأوراق.

وفي الواقع العملي، يشير تنوع الاستثمارات بين الأجل القصير والطويل إلى أهمية توقعات أسعار الفائدة، كما هو الحال في الأسلوب الهجومي، فإذا توقع المستثمر ارتفاع أسعار الفائدة وجب عليه التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، أما إذا توقع انخفاض أسعار الفائدة فيجب عليه التركيز على الأوراق المالية طويلة الأجل.

2. المشتقات المالية: المشتقات المالية هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت المشتقات المالية أهمية متزايدة نظرا للدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر والحد منها.

1.2. إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار: تُعد حقوق الاختيار من أدوات الاستثمار الحديثة التي توفر للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي قد يتعرض لها، ومن أبرز هذه المخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى تبني استراتيجيات متنوعة، بعضها يهدف إلى تقليل المخاطر والبعض الآخر يهدف إلى زيادة العائد، وأهم هذه الاستراتيجيات:¹

➤ التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء: التغطية هي استراتيجية يستخدمها المستثمر للحد من خسائره في موقف معين، حيث يوفر حق اختيار الشراء للمستثمر وسيلة لحماية استثماراته من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يخطط لشراؤها في المستقبل، ويتيح هذا الحق للمستثمر إلزام الطرف الآخر في العقد بتنفيذ الاتفاق إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية خلال فترة التعاقد، وبذلك يضمن الحصول على الأوراق المالية بالسعر المتفق عليه بغض النظر عن الزيادة في الأسعار، وتتم التغطية من خلال اتخاذ موقف مضاد باستخدام نفس الأوراق المالية، فإذا كان المستثمر غير متأكد مما إذا كان سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون أعلى أو أقل من سعر التنفيذ، يمكنه تقليل المخاطر عن طريق اتخاذ موقف قصير ببيع الأسهم، وموقف طويل بشراء حق اختيار الشراء، مما يساهم في تقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن دون التأثير على العائد المحقق.

¹ حمزة بالي، مصعب بالي، مرجع سابق، ص 62 – 63.

🚩 **التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع:** يتيح حق اختيار البيع للمستثمر حماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، حيث يمنح هذا الحق للمستثمر الفرصة لإلزام الطرف الآخر (محرر العقد) بتنفيذ الاتفاق في حال انخفضت أسعار الأوراق المالية المتفق عليها عن سعر التنفيذ، وتعتمد استراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على شراء الأسهم (موقف طويل الأجل بالنسبة للأسهم) وبيع حق اختيار البيع (موقف قصير بالنسبة لحق الاختيار)، ويلجأ المستثمر إلى هذه الاستراتيجية إذا كان يعتقد أن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل، مما يدفعه لشراء هذه الأوراق المالية الآن، وفي نفس الوقت يحزر حق اختيار بيع لمستثمر آخر بهدف بيع هذه الأوراق في حال انخفاض أسعارها، مما يتيح له تحقيق عائد من تلك العملية.

2.2. إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبلية: من أهم الأنشطة الأساسية التي تتعامل في سوق العقود المستقبلية التحوط حيث يسعى المستثمر إلى تقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر التغيرات السعرية على مركز أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر، ويتم التحوط بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية، فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، يمكنه أخذ مركز عكسي في سوق العقود، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاماً عليه أخذ مركز عكسي في سوق العقود بشراء عقد على ذات الأصل، وفي ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضها المكاسب التي يحققها في السوق.

2.3. إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة: تعد عقود المبادلة من الأدوات الفعالة لتغطية المخاطر، ومن أبرز استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، ويعتبر عقد مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات شيوعاً، حيث أن الهدف الرئيسي لهذا العقد هو تخفيض تكلفة التمويل عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة في السوق، و يتم ذلك عندما تتفق مؤسسة قامت سابقاً بإصدار أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة مع مؤسسة أخرى، بحيث تنتقل مسؤولية دفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، بينما تتحمل الأولى دفع الفائدة المتغيرة، ويتم ذلك دون التأثير على الالتزامات الأصلية للمؤسستين اتجاه الأوراق المالية.

ويتمثل الدافع الرئيسي وراء هذا الاتفاق هو أن كل طرف ينظر إلى المشكلة من زاوية مختلفة، ففي حين رأت المؤسسة الأولى، وفقاً لظروفها وتوقعاتها، أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت بمعدل فائدة متغير، ورأت المؤسسة الثانية العكس، واعتبرت أن مصلحتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل ثابت.

اختبر معلوماتك



التمرين الأول:

يبين الجدول الموالي العوائد المتوقعة من استثمار مبلغ 100000 دينار، واحتمالات تحققها تبعا لثلاث سيناريوهات اقتصادية في أسهم إحدى الشركتين (A) و (B):

العائد المتوقع للسهم	العائد المتوقع للسهم	احتمال تحقق العائد	الحالة الاقتصادية
B	A		
%20	%100	%30	ازدهار
%15	%15	%40	عادي
%10	%70-	%30	انكماش

المطلوب: باعتبار سلوك المستثمر مغامر اتجاه المخاطرة، فأى الشركتين يختار؟

التمرين الثاني:

يرغب مستثمر ما في تقييم بديلين استثماريين يتمثلان في سهمي الشركتين (A) و (B) والبيانات التي تم تجميعها بالنسبة لكل بديل تبعا للحالة الاقتصادية موضحة في الجدول الموالي:

العائد المتوقع للسهم B	العائد المتوقع للسهم A	احتمال تحقق العائد	الحالة الاقتصادية
%10	%12	%10	ازدهار
%14	%11	%60	عادية
%04	%05	%30	كساد

المطلوب: في ضوء المعطيات السابقة، حدد في أي من الشركتين يكون الاستثمار أكثر تعرضا للمخاطر؟

التمرين الثالث:

لتكن لديك المحفظة المالية (P) رأسمالها 250000 دينار موزعة بين ثلاثة أسهم (A) و (B) و (C)، والجدول الموالي يوضح البيانات المتوفرة عن هذه الأسهم.

الانحراف المعياري	معدل العائد المتوقع	الوزن النسبي	السهم
%22	%25	%50	A
%45	%20	%30	B
%11	%6	%20	C

وقيم معامل الارتباط بين عوائد الأسهم الثلاثة موضحة بالمصفوفتين التاليتين:

المصفوفة الأولى:

B	A	السهم
/	0.7	B
0.9	0.8	C

المصفوفة الثانية:

B	A	السهم
/	0.04	B
0	0.6-	C

المطلوب:

1. أحسب معدل العائد المرجح للمحفظة؟
2. أحسب مخاطر المحفظة في حالتي معامل الارتباط المذكورتين سابقا، ماذا تستنتج؟

التمرين الرابع:

إذا توفرت لديك البيانات التالية:

عائد السوق	عائد السهم A	الاحتمال
0.15	0.20	0.3
0.09	0.05	0.4
0.18	0.12	0.3

المطلوب: حساب بيتا السهم A.

التمرين الخامس:

يريد مستثمر تشكيل محفظة مالية مكونة من أربعة أسهم كما هو موضح في الجدول الموالي:



بيتا السهم	القيمة	السهم
0.5	4000	A
1.5	4000	B
1.4	4000	C
0.4	2000	D

المطلوب: حساب بيتا المحفظة.

*المراجع المعتمدة لإعداد هذا المحور:

- ◉ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية – تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، المجلد 3، عدد 3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2004.
- ◉ بديار أمين، بكريتي لخضر، التنويع الأمثل لمحفظة الأوراق المالية باستعمال نموذج ماركويتز دراسة حالة بورصة الدار البيضاء (2008-2016)، مجلة الدراسات الاقتصادية العميقة، المجلد 3، عدد 8، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم، الجزائر، 2018.
- ◉ بلقطة إبراهيم، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الثالثة ليسانس علوم التسيير تخصص إدارة مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بو علي، السلف، الجزائر، 2021/2020.
- ◉ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 1997.
- ◉ يوسف إيمان، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة إدارة مالية، قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر.
- ◉ محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية – دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2013-2017)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 2، القسم (أ) العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسبية بن بو علي الشلف، الجزائر.
- ◉ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2005.
- ◉ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، ط 5، المملكة العربية السعودية، 2017.
- ◉ رياض دهال، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 15، الكويت، 2003.
- ◉ خومية فتيحة، محاضرات في إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة ثالثة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2021/2021.
- ◉ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط 2، عمان، الأردن، 2003.



©Eugene F. Fama, Kenneth R. French, The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, Journal of Economic Perspectives, vol 18, NO 3, 2004.



خاتمة



خاتمة:

في نهاية هذه المطبوعة نستخلص بأن إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية هي عملية تهدف إلى تحديد وتقييم المخاطر المالية التي قد تواجه المؤسسة، مثل تقلبات السوق، تغيرات أسعار الفائدة، أو مخاطر السيولة، كما تهدف إلى حماية المؤسسة من الخسائر المحتملة وضمان استقرارها المالي على المدى الطويل، ويبرز ذلك من خلال ما يلي :

✚ تساعد الإدارة الفعالة للمخاطر في تحقيق الاستقرار المالي للمؤسسة، مما يساهم في الحفاظ على قدرتها على التكيف مع التغيرات الاقتصادية ويعزز نموها المستدام؛

✚ التحليل المالي للمخاطر يمكن المؤسسة من اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، مما يساهم في زيادة العوائد على رأس المال المستثمر؛

✚ إدارة المخاطر المالية بشكل جيد تزيد من مصداقية المؤسسة أمام المستثمرين والممولين، مما يسهل الحصول على التمويل بتكاليف أقل؛

✚ متابعة وإدارة المخاطر يؤدي إلى تحسين الكفاءة التشغيلية وضمان توفر السيولة الكافية لتلبية احتياجات المؤسسة؛

✚ تساهم إدارة المخاطر المالية في تقليل التأثيرات السلبية للأزمات الاقتصادية أو تقلبات الأسواق المالية، من خلال استخدام أدوات مثل التحوط والعقود المستقبلية لتقليل التعرض للخسائر المفاجئة.

ومن خلال هذه المحاضرات فقد قدمنا لمحة عن المخاطر المالية وأنواعها وكذا طرق إدارتها، إضافة إلى استعراض العلاقة بين العائد والمخاطرة بالنسبة للأوراق والمحافظ المالية، فبعد دراسة الطالب لهذا المقياس سوف يكون قادرا على:

✚ فهم واستيعاب مختلف المخاطر المالية التي قد تواجه المؤسسة الاقتصادية، كما يكتسب القدرة على تحليل البيئة المالية للمؤسسات وفهم التحديات التي قد تواجهها؛

✚ معرفة كيفية استخدام أدوات قياس المخاطر المالية لتقييم المخاطر وقياسها، مما يعزز من مهاراته في التعامل مع البيانات المالية واتخاذ قرارات سليمة؛

✚ التمكن من تطبيق استراتيجيات للتحكم في المخاطر وتقليل آثارها، مما يعزز من قدرته على اتخاذ قرارات مالية مدروسة بناءً على تحليل دقيق للمخاطر؛

✚ اكتساب معرفة شاملة حول الأدوات المالية المستخدمة في إدارة المخاطر مثل التحوط والعقود المستقبلية، مما يتيح له فهم كيفية حماية المؤسسات من الخسائر المالية؛

✚ اكتساب المهارات اللازمة لتطبيق استراتيجيات وقائية تضمن الاستقرار المالي للمؤسسات على المدى الطويل.



فهم كيفية التعامل مع التقلبات الاقتصادية مثل الأزمات المالية والتغيرات في الأسواق المالية، مما يعزز قدرته على التكيف مع الظروف الاقتصادية المتغيرة.



قائمة المراجع



قائمة المراجع:

أولاً. المراجع باللغة العربية:

أ. الكتب:

1. إبراهيم أبو النجا، التأمين في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، ج1، ط1، الجزائر.
2. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان (الأردن)، 2010.
3. هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
4. وائل رفعت خليل، إبراهيم السيد، التحليل المالي وإدارة المخاطر المالية (التخطيط المالي – إعداد الموازنة التقديرية – النسب المالية- المشتقات المالية)، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2017.
5. حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.
6. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
7. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
8. محمد مطر، إدارة الاستثمارات بين الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، عمان، الأردن، 2004.
9. محمد عمر باطويح، جدوى إنشاء إدارة المخاطر في الشركات الاستثمارية، كتيب عن إدارة المخاطر، مكتبة آفاق، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت، 2011.
10. منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008.
11. محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترمة، ط1، 2017.
12. محمد الصيرفي، الإدارة الاستراتيجية، دار الوفاء لنديا للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، الإسكندرية، مصر، 2008.
13. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

14. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2005.
15. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2011.
16. سالم زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط4، عمان، الأردن، 1998.
17. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000.
18. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004.
19. عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022.
20. عبد السلام، ناشد محمود، إدارة المشروعات الصناعية والتجارية والأصول العلمية، دار الثقافة العربي للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 1989.
21. عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، ط5، المملكة العربية السعودية، 2017.
22. فهد بن عيد، إدارة الخطر: ابتكار وتطوير، اتحاد الشركات الاستثمارية، مكتبة آفاق، 2001.
23. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن.
24. الراوي خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.
25. خربوش حسني علي وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
26. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط2، عملن، الأردن، 2003.
- ب. الرسائل الجامعية:
1. نسيمة بروال، استراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: استراتيجية مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2011/2010.
2. سايغي مريم، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد مالي



وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2017/2018.

3. قرناش هواري، دور تكنولوجيا المعلومات في إدارة المخاطر المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة ميدانية بمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم المالية والمحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2022.

ج. المجلات العلمية:

1. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة الشلف، الجزائر، 2009-2010.

2. بهلول نور الدين، كلاش مريم، دراسة استطلاعية حول واقع وآفاق إدارة المخاطر المالية بالمؤسسات الاقتصادية: دراسة ميدانية بالمنطقة الصناعية لولاية سوق أهراس، مجلة المالية & الأسواق، المجلد 9، العدد 1، 2022، جامعة عبد الحميد ابن باديس، الجزائر.

3. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية – تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، المجلد 3، عدد 3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2004.

4. بديار أمين، بكريتي لخضر، التنوع الأمثل لمحفظة الأوراق المالية باستعمال نموذج ماركويتز دراسة حالة بورصة الدار البيضاء (2008-2016)، مجلة الدراسات الاقتصادية العميقة، المجلد 3، عدد 8، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم، الجزائر، 2018.

5. زينب أسعد أسعد، عمر السيد يعقوب، مدخل إدارة المخاطر كآلية للحد من المخاطر المالية التي تواجه المنشآت المالية، المجلة الأكاديمية للعلوم الاجتماعية، الأكاديمية الدولية للعلوم الاجتماعية، المجلد 1، العدد 2، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية، بيروت، لبنان، 2023.

6. حنان طرطار، علي اليزيد، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 8، العدد 3، ديسمبر 2021، جامعة أم البواقي، الجزائر.

7. حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 3، المجلد 2، جامعة الوادي، الجزائر، ديسمبر 2012.

8. كلاش مريم، بهلول نور الدين، دور إدارة المخاطر المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مجمع صيدال-، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 11، العدد 03، أبريل 2021.

9. محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 8، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر.

10. محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية -دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2013-2017)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 2، القسم (أ) العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر.
11. منى حمادة وآخرون، إدارة المخاطر مرحلة التشييد لمشاريع التشييد في سورية، مجلة دمشق للعلوم الهندسية، المجلد 28، العدد 1، 2012.
12. مداني بن بلغيث، عبد الله إبراهيم، تسيير الخطر في المؤسسة- تحدي جديد، مجلة الباحث، عدد 03، 2004، جامعة الشلف، الجزائر.
13. سعيذة بورديمة، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2015.
14. سندسية مروان سلطان الحياي، ليث سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، عدد 00، العراق، 2015.
15. سعاد شكري معمر وآخرون، دور إدارة المخاطر المالية والإنذار المبكر في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسة، مجلة المحاسبة، التدقيق والمالية، المجلد 02، العدد 02، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، 2020.
16. عيساوي سهام، لخضر مرغاد، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، عدد 15، جوان 2014، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
17. فاطمة بوهالي، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 35 (01)، جامعة زيان عاشور بالجلفة، الجزائر.
18. رياض دهال، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 15، الكويت، 2003.

د. الملتقيات/ المؤتمرات:

1. آمال كمال حسن البرزنجي، خلود وليد جاسم العكيلي، إدارة الخطر وأثرها في الخدمات السياحية والفندقية - دراسة ميدانية لمجموعة من الفنادق في محافظة أربيل، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي

السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، 16-17 نيسان 2007، الأردن.

2. حسين بلعجوز، رابح بوقرة، إدارة المخاطر المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السابع حول إدارة الخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، 16-17 نيسان 2007، الأردن، ص3.

3. غيتاوي عبد القادر، متطلبات ومعايير اتخاذ القرار الاستثماري مع التطبيق على مشروع ممل من طرف بنك BDL ، مداخلة مقدمة في اليوم الدراسي حول: اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، يوم 29 فيفري 2012، جامعة أدرار، الجزائر.

ه. المطبوعات الجامعية:

1. بلقلة إبراهيم، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الثالثة ليسانس علوم التسيير تخصص إدارة مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، السلف، الجزائر، 2021/2020.

2. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 1997.

3. يوسف إيمان ، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة إدارة مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر.

4. خومية فتيحة، محاضرات في إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة ثالثة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2021/2021.

ثانيا. المراجع باللغة الأجنبية:

أ.الكتب:

1. The Oxford Illustrated Dictionary, Oxford University Press, London, UK.
2. Petty. J. et al, Basic Financial Management, N.J : Prentice- Hall, 1982.
3. Practice Standard for Project Risk Management. Published by Project Management Institute Inc.Penssylvania.USA.2009.
4. Van Greuning, Hennie and Iqbal., Zamir, "Risk Analysis for Islamic Banks". The World Bank, Washington, US, 2008.
5. Georges Dionne, gestion des risques :histoire, définition, et critique, CIRRELT, Université de Montréal, 2013 .



6. Karen.A Horcher, Essentials of Financial Risk Management, John Wiley & Sons,Inc, Canada, 2005.
7. Josette Peyrard, "La bourse", 2éme édition, vuibert entreprise, France, 1993.
8. Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, "marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques", dunod, France, 2002.

ب.المجلات العلمية:

1. Revue Economique, Les Risques Financière,Volume N 56 ,mars 2005.
2. Eugene F. Fama, Kenneth R. French, The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, Journal of Economic Perspectives, vol 18, NO 3, 2004.

ج. المواقع الإلكترونية:

1. <https://ketabonline.com/ar/books/100169/read?page=1&part=1#p-100169-1-2>, vu le : 17/06/2019
2. <https://www.unioninvest.org/userfiles/booksdocAr/19Risk-Management.pdf>, vu le : 17/09/2022
3. https://www.aleqt.com/2021/02/06/article_2027526.html, vu le : 09/05/2022
4. <https://bakkah.com/ar/knowledge-center>, vu le :16/07/2021.
5. https://q8se.blogspot.com/2012/03/blog-post_02.html, vu le :13/02/2021.



فهرس المحتويات





قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
16	أنواع المخاطر وحالات التنويع و عدم التنويع	01
16	أنواع المخاطر من حيث المصدر	02

الفهرس المفصل لمحتوى المطبوعة

الصفحة	محتوى المطبوعة
2	محتوى المطبوعة
4	مقدمة
	المحور الأول: الإطار النظري للمخاطر المالية
7	الأهداف التعليمية للمحور
8	أولا. مفهوم وخصائص الخطر
8	1. مفهوم الخطر
10	2. خصائص الخطر
10	ثانيا. بعض المصطلحات التي لها علاقة بمفهوم الخطر
10	1. عدم التأكد و المخاطرة
11	2. الفرص و التهديدات
12	3. المجازفة
12	ثالثا. العوامل المساعدة على ظهور الخطر
12	1. العوامل الطبيعية
12	2. العوامل الموضوعية أو المادية
12	3. عوامل أخلاقية إرادية
12	4. عوامل مساعدة أخلاقية لا إرادية
12	رابعا. التصنيفات المختلفة للمخاطر
12	1. تصنيف المخاطر حسب الشيء الواقع عليه الخطر
13	2. تصنيف المخاطر حسب طبيعتها
14	3. تصنيف المخاطر حسب نتائجها وتحققها
14	4. أنواع المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة
17	خامسا. مفهوم المخاطر المالية وأنواعها

17	1. مفهوم المخاطر المالية
18	2. أنواع المخاطر المالية
22	سادسا. أدوات قياس المخاطر المالية
22	1. أدوات التحليل المالي
22	2. الأدوات الإحصائية
26	أسئلة حول المحور
27	مراجع المحور
المحور الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية	
30	الأهداف التعليمية للمحور
31	أولا. نشأة ومفهوم إدارة المخاطر المالية
31	1. نشأة إدارة المخاطر المالية
32	2. مفهوم إدارة المخاطر المالية
33	ثانيا. العناصر الرئيسية في إدارة المخاطر المالية
34	1. وجود رقابة فاعلة من طرف مجلس الإدارة العليا
34	2. كفاية السياسات والحدود
34	3. كفاية رقابة المخاطر وأنظمة المعلومات
34	4. كفاية أنظمة الضبط
34	ثالثا. أهداف وأهمية إدارة المخاطر المالية
34	1. أهداف إدارة المخاطر المالية
36	2. أهمية إدارة المخاطر المالية
36	رابعا. مراحل عملية إدارة المخاطر المالية
36	1. تقرير الأهداف
36	2. التعرف على المخاطر
37	3. تقييم المخاطر

37	4. دراسة البدائل واختيار أسلوب التعامل مع المخاطر
37	5. تنفيذ القرار
37	6. التقييم والمراجعة للخطة
37	خامسا. استراتيجيات إدارة المخاطر المالية
37	1. التجنب
37	2. القبول
38	3. النقل
38	4. التقليل
39	أسئلة حول المحور الثاني
40	مراجع المحور الثاني
	المحور الثالث: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد ووجود خطر
42	الأهداف التعليمية للمحور
43	أولا. مفهوم القرار الاستثماري، أهدافه وخصائصه
43	1. مفهوم القرار الاستثماري
44	2. أهداف القرار الاستثماري
45	3. خصائص القرار الاستثماري
45	ثانيا. ظروف اتخاذ القرار الاستثماري
45	1. حالة التأكد
45	2. حالة عدم التأكد
45	3. حالة المخاطرة
45	ثالثا. متطلبات اتخاذ القرار الاستثماري
46	1. التكلفة الأولية للمشروع الاستثماري
46	2. عمر المشروع الاستثماري
46	3. التدفقات النقدية



46	رابعاً. معايير اتخاذ القرار في حالة عدم التأكد ووجود الخطر
46	1. طريقة القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الاستثماري
49	2. مؤشر صافي القيمة الحالية
53	3. استخدام أساليب بحوث العمليات
56	أسئلة حول المحور الثالث
58	مراجع المحور الثالث
	المحور الرابع: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
60	الأهداف التعليمية للمحور
61	أولاً. تعريف الاستثمار المالي ومجالاته
61	1. تعريف الاستثمار المالي
61	2. مجالات الاستثمار المالي
62	ثانياً. دوافع الاستثمار المالي، أهدافه وخصائصه
62	1. دوافع الاستثمار المالي
63	2. أهداف الاستثمار المالي
63	3. خصائص الاستثمار المالي
64	ثالثاً. مخاطر الاستثمار المالي
64	1. المخاطر التي تتعرض لها الأسهم
66	2. المخاطر التي تتعرض لها السندات
67	3. المخاطر المرتبطة بالمشتقات المالية
69	أسئلة حول المحور الرابع
70	مراجع المحور الرابع
	المحور الخامس: إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية
72	الأهداف التعليمية للمحور
73	أولاً. مفهوم العائد وعلاقته بالمخاطرة

73	1. مفهوم العائد
73	2. أنواع العوائد
73	3. العلاقة بين العائد والمخاطرة
74	ثانيا. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لورقة مالية واحدة
74	1. الانحراف المعياري
76	2. معامل الاختلاف
77	ثالثا. تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة لمحفظه الأوراق المالية
77	1. تعريف وأنواع المحفظة الاستثمارية
79	2. السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية
80	3. العائد المتوقع للمحفظة
80	4. مخاطر المحفظة
86	ثالثا. أساليب التقليل من المخاطرة
86	1. التنوع في المحفظة الاستثمارية
88	2. المشتقات المالية
90	أسئلة حول المحور الخامس
93	مراجع المحور الخامس
96	خاتمة
99	قائمة المراجع
99	أولا. قائمة المراجع باللغة العربية
103	ثانيا. قائمة المراجع باللغة الأجنبية
106	قائمة الأشكال
107	الفهرس