



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
People's Democratic Republic of Algeria

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
Ministry of Higher Education and Scientific Research

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -  
Mohamed El Bachir El Ibrahimi University - Bordj Bou Arreridj-

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

دور عقود الخيارات المالية في بناء محفظة التحوط  
(دراسة سوق مالي عربي لفترة 2018\_2020)

تحت إشراف الأستاذ:

أ.د. بن منصور موسى

إعداد الطالبتين:

سواحلية إيمان

قاسة أمينة

السنة الجامعية: 2020/2021



بعد بسم الله الرحمن الرحيم

و بعد شكر الله سبحانه وتعالى على تكريم الإنسان بنعمة العقل

ومنحنا القدرة على انجاز هذا العمل

هاهي رحلتي الدراسية تصل إلى مشارف نهايتها، بعد جهد وتعبه نزال العلى

لذلك أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى اللذين اهداني كل شيء في هذه الدنيا

إلى من أفضلها على نفسي، لأنها لم تدخر جهدا في سبيل إسعادي

إلصاحب الوجه الطيب. قدوتي ونور دربي

والداعي الكريمان

إلى من كان مرشدنا ونور دربنا ولولاه لما حققنا مبتغانا

الأستاذ المشرف "بن منصور موسى"

إلى من ساندوني وكانوا قوتي في هذه الحياة

أخواتي (أسماء، بثينة، خديجة، مروة، بسمة، سلسيل، ندى) الكريمان حفظكم الله

إلى من كان دائما نور بيتنا وكنزنا الذي لا يتكرر

أخي الوحيد أمين

إلى عائلتي الداعمة لي طوال حياتي وخاصة خالتي الغالية

إلى من شاركتني هذا العمل ووقفت معي حتى نهاية المشوار صديقتي

إيمان

إلى كل أصدقائي المقربون اللذين كانوا داعمين لي في كل الأوقات

إلى كل من ساهموا في وضعي إلى ما أنا عليه، اللذين علموني مبادئ العلم

الأساتذة الأفاضل

اهدي لكم جميعا ثمرة هذا العمل المتواضع وأشرككم جزيل الشكر على مجهوداتكم

التي بذلتموها معي وجعلها الله في ميزان حسناتكم إن شاء الله.

أهينة قاسة

بسم الله الرحمن الرحيم

«قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون»

صدق الله العظيم

أحمد الله مخرج النور بعد الظلام أحمد ربي الذي رزقني حسن المسير

وطلعت رحلتي الجامعية إلى نهايتها بعد تعب ومشقة، وما أنا إذا أختتم بحضرة تخرّجني بكل همّة ونشاط، وأمتنُّ لكل من كان له فضل في مسيرتي، وساعدني ولو باليسير، وُجد الإنسان على وجه البسيطة، ولم يعيش بمعزل عن باقي البشر وفي جميع مراحل الحياة، يُوجد أُناس يستحقُّون منَّا الشُّكر: أولى الناس بالشُّكر هما الأبوان؛ لما لهما من الفضل ما يبلغ عنان السماء؛ فوجودهما سبب للنجاة والفلاح في الدنيا والآخرة.

إلى التي جعل الله الجنة تحية أقدامها إلى النبي عمرتني بفيض حنانها إلى من سقّني من نبع رقتها وصدقها إلى التي ربّنتني صغيرة ونصحتني كبيرة قرة عيني وفؤادي ..... "أُمِّي الْعَالِيَةُ" أطال الله في عمرها وجعلها تاج فوق رؤوسنا.

إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل اسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان قطافها بعد طولانتظار، "والذي العزيز".

إلى أختي فلقد كانوا بمثابة العُد والسنَد لي في سبيل استكمال البحث، بالخصوص إلى من تطلعت لنجاحي أخي الفاضل أشكر على موافقتك النبيلة على نظرات الأمل لدعمي على الاستمرار.

" أحمد "

إلى من شاركتني العمل صديقتي النبي أشهد بأنها نعم الرفقاء في جميع الأمور، صديقة الوفية المنحلة.

" أمينة "

ولا ينبغي أن أنسى أساتذتي ممن كان لهم الدور الأكبر في مُساندتي ومُدِّي بالمعلومات القيّمة...

سواحية إيمان

## الشكر والتقدير

قال تعالى: « لئن شكرتم لأزيدنكم »

الحمد لله الذي أنعم علينا بنعمة العقل وأرشدنا إلى طريق العلم

وهدانا دواما إلى ما فيه الصلاح والثبات، وجعل من الصعب هين وأمدنا بتوفيق منه لإتمام هذا العمل ثم الصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين نبي الهدى والرحمة سيدنا وحبیبنا محمد طلي الله عليه وسلم و علي اله و صبه أجمعين.

أما بعد نتوجه بجزيل الشكر والتقدير إلى لجنة الأساتذة التي ستصحح عملنا هذا و نتمنى أن يكون في المستوى المطلوب

\*\*\*

الشكر المتواصل إلى جميع الأساتذة والدكاترة الذين ساهموا في تكويننا و تعليمنا طيلة مشوارنا الدراسي فهم من كان لهم الفضل بعد الله عزوجل في وصولنا إلى هذا المستوى

و ألفه شكر الأستاذ « بن منصور موسى » مرشدنا الدائم

\*\*\*

كما نتوجه بالشكر إلى إدارة الجامعة وعمال المكتبة الذين ساعدونا في انجاز هذا

العمل

\*\*\*

شكرا لكل من كان لهم إسهام حتى ولو كان معنويا في إعداد هذه المذكرة

\*\*\*

شكرا

## الملخص

أضحى استعمال الأدوات المالية المبتكرة ومنها عقود الخيارات الموضوع الأكثر معاصرة في الأسواق المالية وتحديدا لإدارة المخاطر التي تواجه المحافظ المالية، وتعتبر هذه الأخيرة من أساليب الاستثمار الحديثة، التي تسمح بدورها للمستثمر بأن يحقق عوائد مقبولة، وترافق هذه العوائد حالة عدم التأكد لما ستكون عليه أسعار الأصول في المستقبل، والتي تؤدي بدورها إلى تحمل مخاطر إذا ما اتجهت الأسعار بخلاف ما هو متوقع ومرغوب فيه.

وعلى هذا الأساس جاءت هذه الدراسة لتقديم إطار معرفي وتطبيقي لمعرفة كيفية توظيف عقود الخيارات في عملية التحوط من مخاطر تقلب الأسعار، ومن ثم التقليل أو التخلص من الخسائر الناجمة عن ذلك، واستنادا على ما تقدم جاءت أهمية الدراسة من خلال محاولة تسعير عقود الخيارات باستخدام نموذج بلاك-شولز وبناء محفظة التحوط في بورصة الكويت للأوراق المالية لفترة 2020/2018، وذلك باستخدام أسعار بعض أسهم الشركات المدرجة في "المؤشر 50" للبورصة.

**الكلمات المفتاحية:** المحافظ المالية، العائد والمخاطرة، عقود الخيارات المالية، نموذج بلاك-شولز، محفظة التحوط، بورصة الكويت للأوراق المالية.

## Abstract

The use of innovative financial tools, including options contracts, has become the most contemporary topic in the financial markets, specifically to manage risks facing financial portfolios, and the latter is considered one of the modern investment methods, Which in turn allows the investor to achieve acceptable returns, and these returns are accompanied by a state of uncertainty about What the asset prices will be.

On this basis, this study came to provide a framework of knowledge and application to know how to employ options contracts in the process of hedging the risks of price volatility, and then reduce or eliminate the losses resulting from that, and based on the foregoing, the importance of the study came by trying to price options contracts using the Black-Scholes model, and building a hedge portfolio in the Kuwait stock Exchange for the period 2018/2020, using the prices of some shares of companies listed in the "Index 50" of the Stock exchange.

**Keywords:** Financial portfolios, return and risk, financial option contracts, Black-Scholes model, hedging portfolio, Kuwait stock Exchange.

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص
IV	فهرس المحتويات
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الرموز والاختصارات
أ - هـ	مقدمة
<b>الفصل الأول: مدخل مفاهيمي لإدارة المحافظ المالية وعقود الخيارات</b>	
08	تمهيد
<b>18-09</b>	<b>المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار في المحافظ المالية</b>
09	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار
09	أولاً: تعريف الاستثمار (لغة، اصطلاحاً، العلاقة بين الاستثمار والادخار والمضاربة)
11	ثانياً: مجالات الاستثمار
11	المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول المحافظ المالية
11	أولاً: ماهية المحافظ المالية
12	ثانياً: أهمية وأهداف المحافظ المالية
14	المطلب الثالث: بيئة المحافظ المالية
14	أولاً: أنواع المحافظ المالية
14	ثانياً: المتعاملون في المحافظ المالية
15	ثالثاً: الأدوات المكونة للمحفظة المالية
<b>19 - 31</b>	<b>المبحث الثاني: مقومات بناء محفظة مالية</b>
19	المطلب الأول: العائد
19	أولاً: تعريف العائد
19	ثانياً: أشكال العوائد المالية وأنواعها
22	المطلب الثاني: المخاطر
22	أولاً: تعريف المخاطر المالية

23	ثانيا: قياس المخاطر المالية
27	المطلب الثالث: بناء محفظة مالية مثلى
27	أولا: ماهية المحفظة المالية المثلى
27	ثانيا: أساليب تحديد محفظة مالية مثلى
28	1. الطريقة البيانية
30	2. الطريقة الرياضية
<b>39-32</b>	<b>المبحث الثالث: إدارة المحافظ المالية</b>
32	المطلب الأول: أساسيات بناء المحافظ المالية
33	أولا: خطوات ومبادئ تشكيل المحافظ المالية
33	ثانيا: طرق تسيير المحفظة المالية وسياسات إدارتها
35	ثالثا: استراتيجيات إدارة محافظ الأوراق المالية
36	المطلب الثاني: نماذج إدارة المحافظ المالية
36	أولا: نماذج تسعير الأصول المالية
38	ثانيا: نماذج تقييم أداء المحفظة المالية
<b>48-40</b>	<b>المبحث الرابع: مدخل لعقود الخيارات المالية</b>
40	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول عقود الخيارات المالية
40	أولا: ماهية عقود الخيارات المالية
42	ثانيا: أنواع عقود الخيارات المالية
44	المطلب الثاني: تنظيم سوق الخيارات الماليونماذج تسعير عقود
44	أولا: تنظيم أسواق عقود الخيارات المالية
45	ثانيا: نماذج تسعير عقود الخيارات المالية
46	المطلب الثالث: التحوط من المخاطر المالية بواسطة عقود الخيارات المالية
46	أولا: ماهية التحوط
47	ثانيا: استراتيجيات التحوط باستخدام عقود الخيارات المالية
<b>49</b>	<b>لم خلاصة الفصل</b>
<b>الفصل الثاني: استخدام عقود الخيارات المالية لبناء محفظة التحوط ببورصة الكويت لفترة 2018-2020</b>	
51	لم تمهيد
<b>61-52</b>	<b>المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الكويت للأوراق المالية</b>



52	المطلب الأول: مدخل إلى سوق الكويت للأوراق المالية
52	أولاً: نبذة عن تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية وتطور أداءه
52	1. نشأة سوق الكويت المالي وتحوله إلى بورصة الكويت للأوراق المالية
53	2. تطور أداء بورصة الكويت للأوراق المالية
54	ثانياً: تنظيم بورصة الكويت للأوراق المالية
54	1. أقسام بورصة الكويت للأوراق المالية
55	2. الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت للأوراق المالية
56	المطلب الثاني: بيئة بورصة الكويت للأوراق المالية
56	أولاً: الأعضاء المشاركون في بورصة الكويت للأوراق المالية
58	ثانياً: الأدوات المتداولة في بورصة الكويت للأوراق المالية
60	المطلب الثالث: عقود الخيارات المالية في بورصة الكويت للأوراق المالية
60	أولاً: نشأة وتطور عقود الخيارات المالية في بورصة الكويت للأوراق المالية
60	ثانياً: صندوق فرصة المالي
61	ثالثاً: آليات تداول عقود الخيارات في بورصة الكويت للأوراق المالية
<b>72-63</b>	<b>المبحث الثاني: بناء محفظة مالية مثلى في بورصة الكويت للأوراق المالية</b>
63	المطلب الأول: التعريف بعينة الدراسة
65	المطلب الثاني: حساب عوائد ومخاطر أسهم العينة
67	المطلب الثالث: تشكيل المحفظة المثلى للمستثمر المتوازن في بورصة الكويت للأوراق المالية
67	أولاً: حساب معدل المكافأة (Trynor)
69	ثانياً: حساب معدل القطع وتحديد الأسهم المرشحة للضم إلى المحفظة
<b>79-73</b>	<b>المبحث الثالث: تسعير عقود الخيارات المالية وبناء محفظة التحوط</b>
73	المطلب الأول: تسعير عقود الخيارات المالية باستعمال نموذج بلاك-شولز
73	أولاً: نموذج بلاك-شولز لتسعير خيار الشراء
76	ثانياً: نموذج بلاك-شولز لتسعير خيار البيع
77	المطلب الثاني: بناء محفظة التحوط
79	المطلب الثالث: مقارنة بين عائد المحفظة قبل التحوط وبعد التحوط
<b>81</b>	<b>❖ خلاصة الفصل</b>
<b>86-82</b>	<b>❖ الخاتمة</b>
<b>94-87</b>	<b>❖ قائمة المراجع</b>

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
11	معايير تبويب مجالات الاستثمار	01
13	أهداف المحافظ المالية	02
15	المتعاملون في المحافظ المالية	03
22	مصادر المخاطر المنتظمة	04
23	مصادر المخاطر غير المنتظمة	05
28	منحنى المحافظ المثلى (الحد الفعال)	06
29	منحنيات النفور من المخاطرة لأنواع مختلفة من المستثمرين	07
29	منحنيات سواء المستثمر	08
29	خريطة سواء المستثمر	09
30	المحفظة المثلى للمستثمر المتوازن	10
34	سياسات إدارة المحافظ المالية	11
37	خط سوق الأوراق المالية	12
44	أنواع أسواق عقود الخيارات	13
45	متعاملون في أسواق الخيارات	14
56	الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت للأوراق المالية	15
59-58	الخدمات الحديثة المتعامل بها في بورصة الكويت للأوراق المالية	16
72	دائرة نسبية تمثل نسب الاستثمار في الأسهم	17

## قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	معايير التفرقة بين كل من الاستثمار والادخار ، المضاربة والمقامرة	10
02	أنواع المحافظ المالية	14
03	المنتجات المالية ذات الدخل الثابت	16
04	المنتجات المالية ذات الدخل المتغير	17
05	المشتقات المالية	18
06	أشكال العائد	19
07	أنواع العوائد الخاصة بالاستثمار في ورقة مالية واحدة وفي محفظة مكونة من n أصل	20-21
08	أدوات إحصائية لقياس المخاطر المالية بالنسبة لاستثمار في أصل مالي	24-25
09	خطوات تشكيل محفظة مالية	32-33
10	مبادئ بناء المحافظ المالية	33
11	طرق تسيير المحفظة المالية	33-34
12	أقسام إستراتيجية التنوع	35-36
13	نماذج تقييم أداء المحافظ المالية	38-39
14	أنواع عقود الخيارات المالية	42-43
15	نماذج تسعير عقود الخيارات المالية	45-46
16	استراتيجيات التحوط بالخيارات المالية	47-48
17	تطور بورصة الكويت للأوراق المالية خلال فترة (2018-2020)	53
18	أقسام بورصة الكويت للأوراق المالية	54-55
19	الأعضاء المشاركون في بورصة الكويت للأوراق المالية	57
20	التعريف بالمؤسسات محل الدراسة	63-65
21	عائد ومخاطر الأسهم لسنة 2018/2019	65-66
22	حساب معدل المكافأة ( Trynor )	68-69
23	حساب معدل القطع	70-71
24	نسبة الاستثمار في كل سهم	71-72
25	المتغيرات الداخلة في حساب سعر الخيار	74
26	تسعير عقود خيار شراء	75

75	التوزيع التراكمي الطبيعي	27
76	تسعير عقود خيار البيع	28
78-77	محفظه التحوط	29
78	الأرباح والخسائر من عملية التحوط باستخدام عقود خيار البيع	30
79	احتساب عائد المحفظة في حالة التحوط وبدون تحوط	31

### قائمة الرموز والاختصارات

الكلمة بالعربية	الكلمة بالانجليزية	الاختصار
العائد على الاستثمار	Return on Investment	<b>R<sub>i</sub></b>
العائد على المحفظة	Return on Portfolio	<b>R<sub>p</sub></b>
التباين	Variance	<b>Var</b>
معامل الاختلاف	Coefficient Variation	<b>CV</b>
الارتباط	Correlation	<b>corr</b>
نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	Capital Asset Pricing Model	<b>CAPM</b>
نموذج تسعير المراجحة	Arbitrage Pricing Theory	<b>APT</b>

مقدمة

أصبح للاستثمار المالي أهمية كبيرة في المجال الاقتصادي نظرا لما له من دور فعال في زيادة وتعظيم الثروة، حيث أصبح مصدر أساسي للدخل للعديد من الأفراد في العالم، وتعد المحفظة الاستثمارية من أكثر الأنواع التي أخذت حيزا مهما في الدراسات الاستثمارية لما لها من صيغ وأشكال متعددة، وتعتبر أيضا من العلوم المالية الحديثة نسبيا في عالم المال، تأتي أهميتها من طبيعة الأسواق المالية والأوضاع الاقتصادية الحالية، كما لا يخفي علينا بأن المحفظة المالية تركز على عنصرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، فالمستثمر المالي دائما ما يرغب في تعظيم العائد إلى أكبر قدر ممكن وتجنب المخاطرة الناجمة عن الأصول المشكلة للمحفظة، لذا تم ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، ألا وهي المشتقات المالية، وتعد عقود الخيارات المالية أحد أهم أنواع هذه المشتقات في ما يخص التحوط من المخاطر، وقد اتخذت موقعا هاما في أسواق المال لما لها من دور كبير في تخفيض المخاطر الناتجة عن الاضطرابات والتقلبات الكبيرة في أسعار الأصول المستثمر فيها، وعليه فإن عملية بناء محفظة مالية مثلى في أي سوق مالي تتطلب في الغالب إلى جانب الاختيار الأمثل للأصول المالية بناء محفظة التحوط باستعمال عقود الخيارات المالية.

### ❖ إشكالية البحث

وانطلاقا مما سبق ذكره يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

**كيف تساهم إستراتيجيات عقود الخيارات في بناء محفظة التحوط؟ وما مدى نجاعة هذه الإستراتيجية في**

**السوق المالي الكويتي؟**

وتدرج ضمن هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- ما نوع العلاقة بين العائد الذي يسعى المستثمر تحقيقه عند بناء محفظة مالية والمخاطرة التي يواجهها؟
- هل تحقق عقود الخيارات المالية عائدا أكبر في حالة التحوط من المخاطر التي تواجه العوائد الفعلية؟
- هل تعد إستراتيجيات عقود الخيارات وسيلة فعالة للتحوط من المخاطر في السوق المالي الكويتي؟

### ❖ فرضيات البحث

لمعالجة الإشكالية الرئيسية والإجابة عن الأسئلة الفرعية للبحث انطلقنا من الفرضيات التالية:

#### ❖ الفرضية العامة

تساهم إستراتيجيات عقود الخيارات المالية في بناء محفظة التحوط من خلال إبرام عقود خيارات لأصول مالية حسب توقعات المستثمر في بورصة الكويت للأوراق المالية.

#### ❖ الفرضيات الجزئية

- العلاقة بين العائد الذي يسعى المستثمر لتحقيقه والمخاطر التي يواجهها عند بناءه لمحفظة مالية علاقة عكسية حيث كلما زادت نسبة المخاطرة انخفضت نسبة العائد.



- في حالة التحوط من المخاطر باستخدام عقود الخيارات المالية تحقق المحفظة المالية عائداً أكبر من العوائد الفعلية.
- تعتبر إستراتيجية التحوط باستخدام عقود الخيارات وسيلة فعالة تمكن المستثمر في السوق المالي الكويتي من تجنب المخاطر.

### 🔍 المنهج المتبع في الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحقيق أهداف البحث، قمنا بإتباع المنهج الوصفي الإحصائي، حيث استخدمنا المنهج على سبيل التشخيص السليم لعقود الخيارات والوصف الدقيق لكيفية بناء محفظة مالية ومدى مساهمة عقود الخيارات في التحوط ضد المخاطر التي تواجه هذه المحفظة، كما أننا اخترنا هذا المنهج لأننا بصدد جمع مختلف البيانات والمعلومات المتعلقة بمكونات المحفظة وعقود الخيار في السوق المالي الكويتي، وتحليلها تحليلاً دقيقاً باستعمال أدوات وأساليب إحصائية.

### 🔍 أسباب اختيار الموضوع

إن اختيارنا لهذا الموضوع لم يكن عشوائياً أو محل صدفة إنما يستند إلى مجموعة من الأسباب الذاتية والموضوعية والتي يمكن بيانها في ما يلي:

#### 🔍 أسباب ذاتية

- ميل الطالبتين إلى البحث في مجال الاستثمار في أسواق المال والتعرف على مبتكرات الهندسة المالية على وجه الخصوص؛
- اندراج الموضوع ضمن التخصص الدراسي " اقتصاد نقدي وبنكي"، وتحديدًا في مجال الهندسة المالية، الأسواق المالية وإدارة المحافظ المالية والتي تمثل أهم المواضيع الشيقة بالنسبة للكثير من الطلبة في هذا التخصص.

#### 🔍 أسباب موضوعية

- تسليط الضوء على المحافظ المالية وعقود الخيارات في الأسواق المالية في الدول العربية لما له أهمية في زيادة العائد وتخفيض المخاطر بالنسبة للمستثمرين، وكذا تطور هذه الأسواق التي بدورها تساهم في تطوير اقتصاديات هذه الدول؛
- قلة الدراسات المتاحة في الموضوع وصعوبته نسبياً، نظراً لنفور الباحثين منه، وتوجههم لمواضيع أسهل، وهذا ما دفعنا إلى خوض هذه التجربة.

### 🔍 أهداف الدراسة

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:
- التعرف على طرق بناء محفظة مالية مثلى وأسس إدارتها ومدى فاعلية هذه المحافظ لمختلف المستثمرين؛
- فتح مجال البحث أكثر حول موضوع بناء محفظة التحوط بواسطة عقود الخيارات المالية وما يتصل به من جوانب مختلفة؛



- التعرف على مميزات عقود الخيارات، ومدى مساهمتها في التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار؛
- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع العملي لسوق الكويت المالي.

### ❖ أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في كونها تتناول موضوع من المواضيع الحديثة نسبياً والتي تحظى بالأهمية العالمية في الوقت الحاضر، إذ تعتبر محفظة الأوراق المالية من أهم الوسائل الحديثة التي شهدها عالم الاستثمار، بالإضافة إلى الأهمية البالغة لعقود الخيارات ودورها في بناء محفظة التحوط، ومما يزيد من أهمية الدراسة كونها تساعد على تقديم مساهمة مباشرة لترسيخ فكرة التعامل بعقود الخيارات والتي تعتبر أحد أهم الأدوات المبتكرة في الأسواق المالية العربية، والتي تمكننا بدورها من تحديد المخاطر المالية التي تواجه المحفظة المالية، ومن ثم توجيه الأنظار صوب تجنب المخاطر التي تواجه المستثمر العربي.

### ❖ حدود الدراسة

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في تحليل ودراسة أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية ضمن عدة قطاعات مختلفة وذلك بهدف بناء محفظة مالية، في حين تمثلت الحدود الزمنية في الفترة الممتدة من 2018/01/01 إلى غاية 2020/12/31 لذات الشركات.

### ❖ الدراسات السابقة

يعتبر موضوع "المحافظ المالية وعقود المشتقات المالية" موضوع حديث نسبياً مقارنة ببعض المواضيع الأخرى، لكن لا يمكن القول بأن الدراسات التي تطرقت إليه من قبل قليلة وإنما كانت مختلفة عن دراستنا باختلاف الزوايا التي تم التركيز عليها، وحسب اطلاعنا كباحثين في حدود الإمكانيات المتاحة وجدنا عدة دراسات اهتمت بدراسة هذا الموضوع، من بينها نذكر ما يلي:

❖ **الدراسة الأولى:** علي العبودي نعمة الجبوري، التي كانت تحت عنوان "توظيف عقود الخيارات المالية

المتقدمة لبناء محفظة التحوط: دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي"، مجلة مركز بابل

للدراسات الإنسانية، العراق، المجلد 05، العدد 02، 2011.

يسعى البحث إلى تحقيق هدف أساسي يتمثل بتطبيق استراتيجيات التحوط في بيئة المصارف العراقية الخاصة، بالإضافة إلى العمل على تشكيل محفظة التحوط من الأسهم وعقود الخيارات المتاحة أمام المصارف المبحوثة بالشكل الذي يمكننا من تحقيق عائد مساوي للعائد الخالي من المخاطرة ( $R_f$ )، والاستفادة من معدل التغطية ( $Nd_1$ ) في تغطية المراكز الاستثمارية، بهدف تلافي الخسائر التي تلحق في واحد من السهم أو عقد الخيار التي تقابلها أرباح بنفس النسبة التي يحققها الموجود الآخر.

وقد توصل الباحث إلى إمكانية تطبيق النماذج الرياضية المعتمدة كآليات للخيارات المالية في بيئة المصارف العراقية الخاصة، كما أنه استنتج أن محفظة التحوط تظم الموجودات، التي تساوي تماماً قيمة الأسهم المحتفظ بها، مطروحا منها المطلوبات التي تمثل تماماً قيمة الخيارات المحررة.



للدراسة الثانية: عبد الكريم رتيمي، تحت عنوان "تسعير الخيارات باستخدام نموذج ثنائي الحد وبناء محفظة التحوط: دراسة حالة لقطاع البنوك في سوق الكويت المالي خلال الفترة 2012/2013"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2013/2014.

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها توضيح كيفية تسعير عقود الخيارات وفق نموذج ثنائي الحد وكيفية تكوين محفظة التحوط باستخدام هذا النموذج، مع توضيح استخدام التقنيات الرياضية والإحصائية في حسابها، ومحاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع العملي لسوق الكويت المالي.

وعلى ضوء هذه الأهداف توصل الباحث إلى نتائج أهمها أن بناء محفظة تحوط تجنبنا المخاطر التي تعرضت لها أسهم شركات القطاع البنكي في حالة عدم التحوط.

للدراسة الثالثة: عيساوي سهام، تحت عنوان "تسعير الخيارات باستخدام نموذج التسعير ثنائي الحدين ودورها في تشكيل محفظة للتحوط: دراسة تطبيقية لبعض الشركات المدرجة في أورو نكست باريس"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 05، بسكرة-الجزائر، أبريل 2016.

تهدف هذه الورقة إلى استخدام إحدى نماذج تسعير عقود الخيارات وهو نموذج ثنائي الحدين للفترة الواحدة ولفترتين لإيجاد أسعار عقود الخيار المتداولة في الأسواق المالية، وذلك من خلال الجوانب النظرية والتطبيقية على بعض أسهم الشركات المدرجة في أورو نكست باريس، والغرض الرئيسي وراء استخدام هذه الأداة هو التحوط من مخاطر تقلبات الأسعار وخفضها وذلك بتكوين محفظة استثمارية خالية من المخاطر من خلال توليفة متنوعة من الأسهم وعقود الخيارات.

تم التوصل إلى عدة نتائج أبرزها أن لعقود الخيار أهمية كبيرة، فهي تعطي لمشتريه اختيار شراء أو بيع عدد من الوحدات من أصل معين من طرف آخر، بسعر متفق عليه عند التعاقد ويعطيه الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، في مقابل مكافأة يدفعها للمحرر وهي غير قابلة للرد، وأن هناك عدة استراتيجيات للتحوط أهمها محفظة استثمارية تتكون من أسهم وبيع عقود خيار لذات السهم، وتهدف إلى تحقيق معدل مساوي تماما لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، أما قيمة محفظة التحوط تنتج من قيم الأسهم المحتفظ بها مطروحا منها قيمة الخيارات المحررة.

للدراسة الرابعة: نريمان عرقوب، تحت عنوان "تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية: دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، سطيف-الجزائر، المجلد 07، العدد 02، 2016.

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على الدور الذي تلعبه عقود الخيارات المالية في تحسين سيولة الأوراق المالية والتحوط من مخاطر الاستثمار فيها، بالاعتماد على بيانات فعلية لمجموعة من البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، والبالغ عددها سبعة بنوك، وقد تم اختيار القطاع المصرفي باعتباره أحد أعمدة

الاقتصاد الكويتي، الذي يتم تداول أسهمه بانتظام، وكذا كونه من أكثر القطاعات تقلبا وبالتالي الأكثر عرضة للمخاطر.

وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج نذكر منها أن عقود الخيارات تساهم في زياد سيولة السوق ككل، وهذا ما يدل على أهمية هاته العقود ليس في كونها أداة للتقليل من المخاطر فقط، بل لدورها في تنشيط السوق، وعليه فتداول عقود الخيارات أضيف المزيد من السيولة في السوق خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2013، وتعتبر سوق الكويت للأوراق المالية السابقة للتعامل بعقود الخيارات المالية خليجيا وعربيا وقد اكتسبت عقود الخيارات المالية زخما كبيرا في بداية تداولها، حيث تم تداول 150 عقد خلال يوم افتتاحها.

### هيكـل البـحث

قمنا بتقسيم دراستنا إلى فصلين تطرقنا من خلالهما إلى أهم العناصر المهمة في البحث، الفصل الأول كان عبارة عن الأدبيات النظرية قمنا من خلاله بالتعرف على المحافظ المالية وأهم أنواعها، وكذا كيفية بناءها وإدارتها، كما أننا عالجتنا موضوع عقود الخيارات المالية كونها أداة من الأدوات التي تساهم في عملية التحوط، أما فيما يخص الفصل الثاني فهو عبارة عن دراسة تطبيقية، اخترنا فيه دراسة بورصة الكويت باعتبارها من البورصات العربية السبـاقة في التعامل بعقود الخيارات المالية.

### صعوبات البحث

في طريقنا لإنجاز هذا العمل صادفتنا بعض الصعوبات التي لم تكن بالحاجز الذي يوقفنا عن العمل، نذكر منها:

- كثرة المعلومات المهمة التي لا يمكن الاستغناء عنها وهذا ما جعل من الفصل الأول طويلا نوعا ما رغم محاولة تقليصه قدر الإمكان؛
- غياب سوق مالية نشطة في الجزائر تتيح إمكانية تطبيق الدراسة باعتبار أن الدراسة في سوق مالي عربي، مما استوجب علينا اختيار سوق الكويت المالي لإنجاز الجزء التطبيقي؛
- ضيق الفترة الزمنية المخصصة لإنجاز الدراسة، فقد شرعنا في بداية انجاز المذكرة في شهر مارس وهذه المدة لا تكفي لإنجاز بحث شامل ومتكامل على المستويين النظري والتطبيقي.



# الفصل الأول

مدخل مفاهيمي لإدارة المحافظ المالية  
وعقود الخيارات

## تمهيد

يمثل الاستثمار الركيزة الأساسية في عملية التنمية الاقتصادية، فزيادة معدلاته تزداد الطاقة الإنتاجية، ومن ثم تحقيق زيادة في الدخل الوطني، ويمكن التمييز بين نوعين من الاستثمار "استثمار مادي واستثمار مالي والذي يقصد به الاستثمار في الأوراق المالية"، والذي يعتبر شكلاً حديثاً من أشكال الاستثمار، يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطر، وبهدف زيادة العوائد، يلجأ المستثمرون إلى الاستثمار في مجموعة الأوراق المالية كوحدة واحدة يطلق عليها "المحفظة"، ويقصد التصدي للمخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون يتوجهون نحو الابتكارات المالية منها عقود الخيارات والتي بدورها تهدف إلى تغطية المخاطر من خلال نقله إلى الطرف الآخر.

في هذا الفصل قمنا بالتطرق إلى مفهومين أساسيين في مجال الاستثمار ألا وهما "المحفظة المالية وعقود الخيارات"، حيث تناولنا مفهوم الاستثمار في البداية باعتبار أن المحفظة نوع من أنواع الاستثمار، ثم تطرقنا إلى معرفة ماهية المحفظة المالية ومتى تمت نشأتها وأهم العناصر المكونة لها، وتناولنا في مبحث آخر مقومات بنائها من عائد ومخاطرة، وكيفية تحديد المحفظة المثلى من بين عدة محافظ، كما تطرقنا كذلك إلى كيفية إدارة تلك المحفظة وكيفية تقييم أدائها، في الأخير تم التعرف على المفهوم الآخر ألا وهو عقود الخيارات وأنواعها وكيف يتم تداولها والتقنيات التي تمكننا من التحوط من المخاطر المالية بواسطة تلك العقود.

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار في المحافظ المالية

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار الاستثمار المناسب، وهذا ما يدفع المستثمر إلى تشكيل محفظته المالية بشكل جيد، من أجل تفادي المخاطر وتحقيق أكبر عائد.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار

يعد الاستثمار أحد أهم المفردات الاقتصادية، إذ لا يمكن تخيل تحقيق نمو في الاقتصاد الكلي من دونه، حيث يتمثل دافع الاستثمار في السعي لتحقيق عائد مرضي يعوض عن مقدار التخلي عن الأموال الخاصة والمخاطرة التي يتعرض لها.

#### أولاً: تعريف الاستثمار

##### 1. تعريف الاستثمار لغة

الاستثمار من ثمار الشيء أي ما نتج ثماره ويقال ثمر الشجر وأثمر المال أي أنتج ربح ومال.<sup>1</sup> وكذلك تطلق كلمة الثمر على حمل الشجر كما تطلق على الولد لأنه ثمرة القلب كما تطلق على أنواع المال جملة، وإذا كان من معاني التثمين النماء والتكثير، فالاستثمار كذلك بل فيها زيادة دلالة على الاهتمام بالتنمية وتكثير المال، لأن الزيادة في المبنى زيادة في المعنى.<sup>2</sup>

##### 2. تعريف الاستثمار اصطلاحاً

"يعرف الاستثمار على أنه امتلاك أصل من الأصول على أمل أن يتحقق من ورائه عائداً في المستقبل، قد يكون الاستثمار في أصل حقيقي أو أصل مالي".<sup>3</sup>

ويمكن تعريفه أيضاً على أنه: "عملية التضحية بالاستهلاك الحالي بغرض الحصول على إشباع أكبر في المستقبل نتيجة توقع الحصول على عائد أعلى، ويمكن أن يتم الاستثمار في الأصول الحقيقية أو المالية".<sup>4</sup>

مما سبق ذكره يمكننا تعريف الاستثمار على أنه "توظيف رؤوس الأموال التي كانت ستوجه للاستهلاك في شراء أصول مالية أو حقيقية، بهدف الحصول على عوائد، تعوض عن القيمة الحالية لرأس المال المستثمر، بالإضافة إلى التعويض عن مخاطر عدم تحقق العوائد المتوقعة في المستقبل".

1 أشرف أحمد هلال، "دليل إجراءات الاستثمار الأجنبي"، دار القانون والاقتصاد للنشر والتوزيع، الرياض - المملكة العربية السعودية، ط 01، 2013، ص 11.

2 أدهم إبراهيم جلال الدين، "علم الاستثمار الإسلامي"، مركز الكتاب للنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، ط 01، 2018، ص 98.

3 منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية- مصر، 1999، ص 05.

4 عبد اللطيف مصطفى، محمد بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية"، مكتبة حسن العصرية للنشر والتوزيع، بيروت- لبنان، ط 01، 2015، ص 12.

### 3. العلاقة بين الاستثمار والادخار والمضاربة المقامرة

يعتبر عنصر الاستثمار متغير اقتصادي، يستمد مفهومه كفرع من فروع علم الاقتصاد، لما له علاقة وصل وطيدة بمجموعة من المتغيرات والمفاهيم الاقتصادية، وعادة ما يميز بين الادخار، المضاربة والمقامرة والاستثمار. فالادخار (Saving): يقصد به حجم الإنفاق أو هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا يستخدم في الاستهلاك.<sup>5</sup> أما بالنسبة للمضاربة (Speculation): فتعرف على أنها عملية شراء يقوم بها أشخاص فالتسوق للارتفاع من فروقات الأسعار.<sup>6</sup> في حين تعني المقامرة (Gambling): هي عقد صفقات اعتمادا على الحظ وحده دون أية خبرة سابقة أو دراسة تحليلية.<sup>7</sup> ويمكننا تلخيص أهم الفروقات بين كل من الاستثمار، الادخار، المضاربة والمقامرة في الجدول الموالي:

#### الجدول (01): معايير التفرقة بين كل من الاستثمار والادخار، المضاربة والمقامرة.

المعايير	الاستثمار	الادخار	المضاربة	المقامرة
العائد	معقول	معدوم	عالي	حتمي (غير مؤكد)
نوع العائد	إيرادي	معدوم	رأسمالي	رأسمالي
فترة حصول العائد	طويلة	-----	قصيرة	قصيرة
المخاطر	معقولة	نقص القدرة الشرائية للأموال المدخرة	مرتفعة	مرتفعة جدا
الهدف	زيادة القيمة الحالية للأموال المستثمرة	الاكتناز	اتجاه السعر نحو المتوقع	اتجاه السعر نحو المتوقع
ظروف السوق	مستقرة	-----	متقلبة	متقلبة
المعلومات	مؤكدة و مدروسة	غير متوفرة	مؤكدة أحيانا	غير مؤكدة وغير مدروسة

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008/2007، ص3.
- علي عبد الأحمد أبو البصل، "المضاربة والمقامرة في بيع وشراء الأسهم (دراسة فقهية مقارنة)"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 02، 2009، ص 813.
- موسى بن منصور، "إدارة المحافظ المالية"، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة أولى ماستر، تخصصي اقتصاد نقدي وبنكي وتمويل دولي، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة برج بوعرييج، 2014/2013، ص 05.

<sup>5</sup> حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط1، 2001، ص25.

<sup>6</sup> خالد عبد العزيز بغدادي، "تداول الأسهم والقيود الواردة عليها"، مكتبة القانون والاقتصاد، ط1، الرياض، 2012، ص120.

<sup>7</sup> جاسم الفارس، "الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي البعد المعرفي و القيمي"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص95.

## ثانياً: مجالات الاستثمار

هناك معياران لتبويب مجالات الاستثمار والمتمثلة في المعيار الجغرافي والذي ينقسم بدوره إلى (استثمارات محلية، استثمارات أجنبية)، ومعيار نوعي يقسم الاستثمار حسب أنواعه وينقسم إلى (استثمارات حقيقية، واستثمارات مالية)، كما يوضحه الشكل الآتي:

### الشكل (01): معايير تبويب مجالات الاستثمار



المصدر: محمد الماحي صالح أحمد، "تسوية منازعات الاستثمار"، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في القانون الخاص، قسم القانون، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة شندي، السودان، 2019، ص 57-58.

## المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول المحافظ المالية

### أولاً: ماهية المحافظ المالية

يعتبر موضوع المحافظ المالية كتطوير لعلم الاستثمار، جاء ليبي الحاجات الجديدة للمستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية، بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر التي يمكن أن يواجهوها.

### 1. مفهوم المحافظ المالية

"المحفظة الاستثمارية عبارة عن أداة مركبة من مجموعة أوراق مالية والأدوات الاستثمارية الأخرى، أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر، قد تكون أصول حقيقية أو مالية لهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر، على أن تتلاءم أهداف المحفظة مع رغبة

المستثمر، سواء كان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد، وتخضع المحفظة الاستثمارية لإدارة المحفظة التي قد تكون هي مالكة المحفظة أو تعمل بأجر لدى مالكيها".<sup>8</sup>

بينما تعرف المحفظة المالية بأنها "عبارة عن توليفة من الأوراق المالية تختلف في عائدها، مخاطرها، ومدة استحقاقها ونوعها...الخ، ويتم اختيارها بالاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بهدف تعظيم عائدها وتدنيه مخاطرها من خلال تحسين العلاقة (عائد-مخاطرة)".<sup>9</sup>

ومما سبق يمكن تعريف المحفظة المالية على أنها "أداة مركبة من مجموعة من الأصول المالية (حقوق ملكية، ديون أو مؤشرات مالية أو حتى عملات الكترونية مثل البيتكوين)، بدلا من أصل واحد والتي تهدف إلى تعظيم العائد، بأقل درجة من المخاطر، وذلك من خلال إدارتها بكفاءة عالية".

## 2. نشأة المحافظ المالية

بدأت فكرة المحافظ الاستثمارية قبل ظهور المحافظ المالية، وكانت أول محفظة استثمارية على مستوى العالم من خلال صناديق المضاربة الإسلامية أي منذ أكثر من 1440 سنة وبعد مئات الأعوام بدأت فكرة محافظ الاستثمار تظهر في أوروبا، حيث كان تأسيس أول محفظة استثمارية في أوروبا عام 1774م في هولندا تحديدا، تبع ذلك إنشاء محفظة في إنجلترا عام 1870م ثم انتقلت إلى الوم أ عام 1929م، إلا أن درجة الاهتمام بها اختلفت من فترة لأخرى، ففي فترة الستينيات حتى منتصف السبعينات كانت المصارف هي المسيطرة على الأموال وذلك باعتبارها مؤسسات مالية يلجأ إليها المدخرون مع وجود قليل من المستثمرين في الأوراق المالية من خلال السماسرة الذين يعتمدون على خبراتهم الشخصية في عمليات البيع والشراء، بجانب تركيزهم على السندات الحكومية وأسهم الشركات الكبرى.<sup>10</sup> ويعتبر المحلل الأمريكي ماركوتر أول من كتب في المحافظ الاستثمارية، ثم جاء بعده عدد من الدارسين والباحثين أمثال كورن وشارب، وتعتمد نظريتهما على تعظيم العائد وتقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنوع بين أدوات الاستثمار.<sup>11</sup>

## ثانيا: أهمية وأهداف المحافظ المالية

### 1. أهمية المحافظ المالية

تعتبر المحافظ المالية ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر الفردي من جهة، وللمؤسسات من جهة أخرى، ويرجع ذلك إلى الأسباب التالية:<sup>12</sup>

- 8 دريد كامل آل شبيب، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط1، 2010، ص15.
  - 9 عوامر محمد، " إدارة مخاطر المحفظة المالية "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وإدارة مخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2015/2014، ص 19.
  - 10 أحمد محمد فرحات، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، بنغازي-ليبيا، ط 01، 2019، ص05.
  - 11 أحمد معجب العتيبي، " المحافظ المالية الاستثمارية"، دار النفاذ للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط 01، 2007، ص 32.
  - 12 أنظر:
- دريد كامل آل شبيب، "إدارة الاستثمارات: تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 20 ص223.
- غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المنهج للنشر والتوزيع، الجزائر، ط2، 2016، ص19.
- سامية فقير، "محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية"، موجهة إلى السنة الأولى دكتوراه ل.م.د، مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2017/2018، ص25.

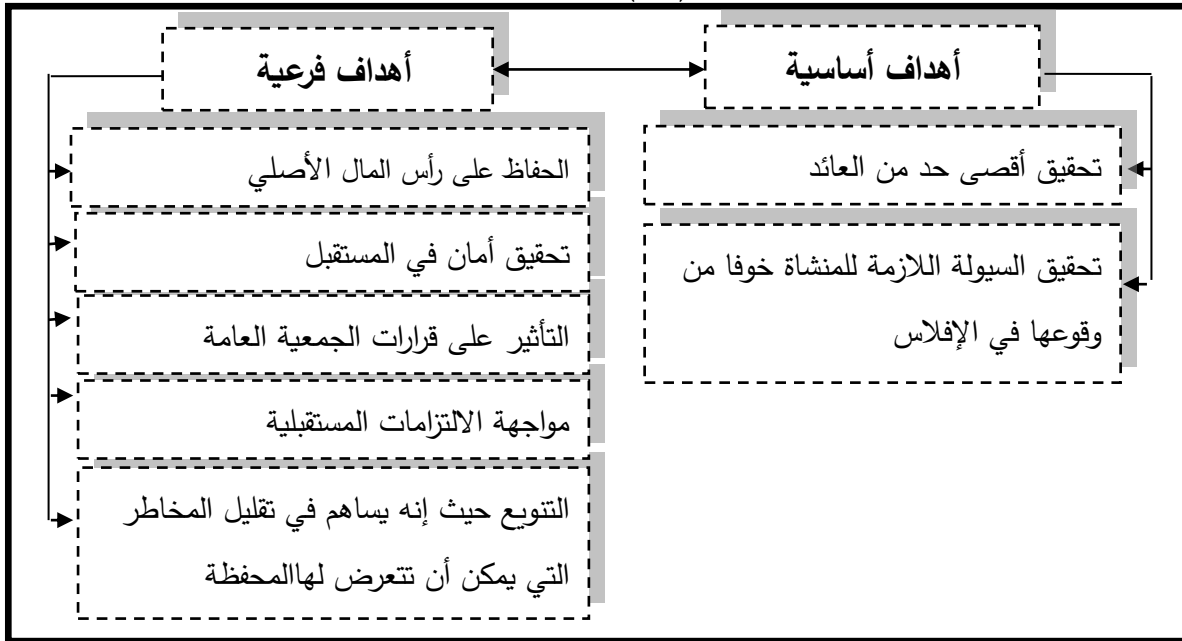


- زيادة الفرص الاستثمارية وتوفير الأموال والفوائض لدى الأفراد والشركات بمختلف أنواعها، والاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة، أي العمل على استغلال رأس المال الفائض استغلالاً أمثل بغرض تحقيق الربح، حتى ولو كان الاستثمار في نشاط مختلف عن النشاط الأصلي للمؤسسة المولدة للأموال المستثمرة؛
- انصب اهتمام المستثمرين إلى الربح السريع مما يتطلب أسلوب جيد لتحقيق هذا الهدف؛
- توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم الخدمات والنصائح إلى المستثمرين وخصوصاً الاستثمار في الأسهم والسندات.

## 2. أهداف المحافظ المالية

تختلف أهداف المحفظة من شخص لآخر ومن مؤسسة لأخرى طبقاً للظروف الخاصة بكل مستثمر، حيث ترتبط مكونات المحفظة ارتباطاً وثيقاً بأهدافها، وينتظر من إدارة المحافظة المالية أن تحقق نوعين من الأهداف الرئيسية وفرعية، مثل ما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل (02): أهداف المحافظ المالية



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- محمد أحمد الجيزاوي، "أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية"، دار e-Kutub Ltd للنشر والتوزيع، لندن، ط01، 2019، ص135.

- بوزيد سارة، "إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري-دراسة حالة بنك- BNP PARIBAS"، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2006، ص9-10.

## المطلب الثالث: بيئة المحافظ المالية

### أولاً: أنواع المحافظ المالية

يتم التفرقة بين أنواع المحافظ المالية، حسب أهداف المستثمر واستعداداته اتجاه العائد والمخاطرة، حيث نميز بين ثلاث أنواع من المحافظ، والجدول الآتي يوضح مفهوم كل محفظة:

#### الجدول (02): أنواع المحافظ المالية

المحفظة	مفهومها
محفظة الدخل	إن محفظة الدخل تعد الأداة الرئيسية للمستثمر المتجنب للمخاطرة، الذي يسعى إلى تحقيق دخل عال كونه يميل إلى الأدوات المالية ذات العائد الايرادي عالي الاستقرارية، إذ يفضل العديد من المستثمرين عدم بيع استثماراتهم أو استخدام المكونات الأساسية للمحفظة الممسوكة من قبلهم للحصول على الدخل بل يحافظون على تركيبها الأصلية دون تغيير ويعتمدون بدل ذلك على مكافئة الدخل المتولدة من الأرباح ويتم تقدير ذلك الدخل حسب أنواع الأصول المدرة له، لذلك يتم مسك أسهم الشركات الكبيرة كونها تحقق الهدف المنشود.
محفظة النمو	تهدف محفظة النمو إلى تعزيز النمو من خلال تحمل مخاطر أكبر، بما في ذلك الاستثمار في الصناعات النامية، وهي المحفظة التي تهتم بأسهم الشركات الأصغر سنا والقابلة للنمو مع الوقت.
محفظة مختلطة	هي تلك المحفظة التي تقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة والأوراق التي تحمل مخاطرة عالية، فهي محفظة وسط بين محفظتين السابقتين وتتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حين يأمل المستثمر في هذا النوع الحصول على أرباح رأسمالية إضافة إلى توزيعات نقدية من الأسهم ومن فوائد السندات.

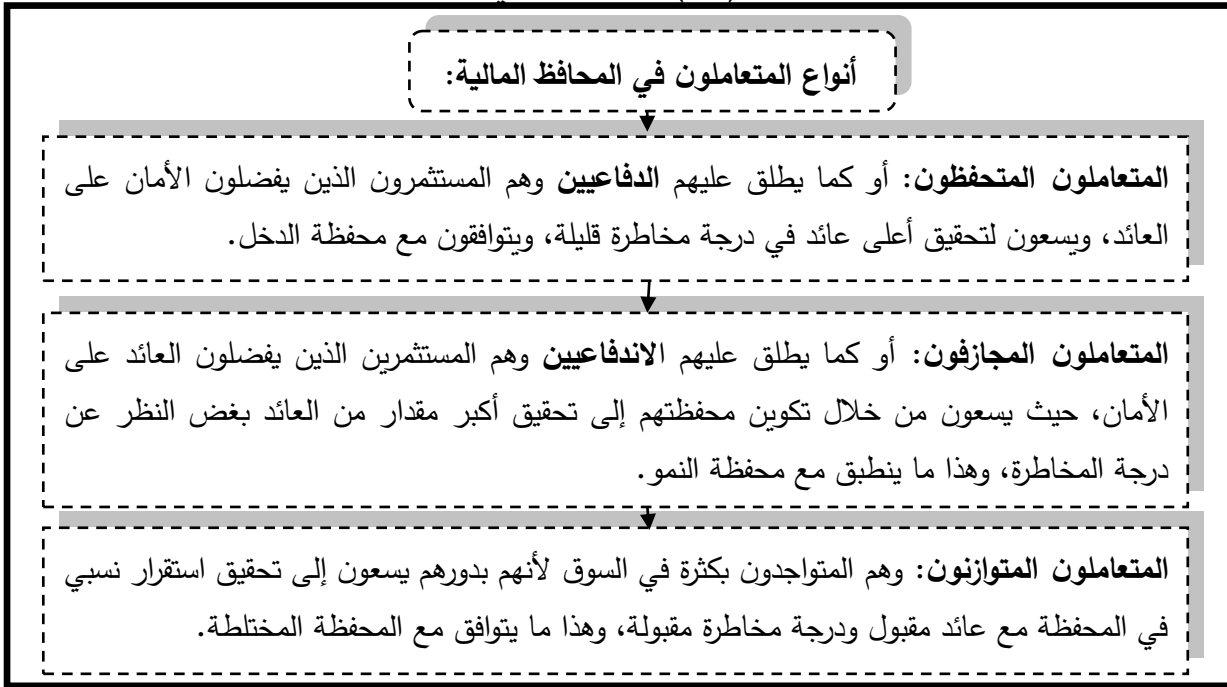
المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- فاضل رسن التميمي من عباس، "محفظة تعادل المخاطرة"، دار امجد للنشر والتوزيع، ط01، الأردن، 2019، ص85.
- أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، ص 101-102.
- المحافظ الاستثمارية، [www.motaber.com](http://www.motaber.com)، (2021/04/12).

### ثانياً: المتعاملون في المحافظ المالية

يختلف المتعاملون في المحافظ المالية باختلاف أهدافهم في تكوين تلك المحافظ، فقد يكون للبعض هدف واحد وقد يكون للبعض الآخر أهداف متنوعة، وبذلك ومما سبق حسب ما ورد في أنواع المحافظ المالية يمكننا تقسيم المتعاملون إلى ثلاث أنواع موضحة كما يلي:

### الشكل (03): المتعاملون في المحافظ المالية



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق التطرق إليه في المحافظ المالية.

### ثالثاً: الأدوات المكونة للمحفظة المالية

تختلف المنتجات المالية المكونة للمحفظة المالية للمستثمر حسب ما يهدف من تكوينها، وقد قمنا في هذا الفرع بالتطرق إلى المنتجات الأكثر شيوعاً واستخداماً من قبل المستثمرين الذين يسعون لتحقيق أكبر عائد.

#### 1. المنتجات المالية ذات الدخل الثابت

وهي مجموعة المنتجات التي تحتوي على معدل فائدة (عائد) ثابت بغض النظر عن مقدار المخاطرة التي يمكن أن يتحملها المستثمر ومن أمثلة هذه المنتجات نجد: <sup>13</sup>

<sup>13</sup> أنظر:

- موسى بن منصور، "الأسواق المالية"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريبيج، 2017/2018، ص 89-98.
- حسين بني هاني، "الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها، مشتقاتها"، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2014، ص 162-169.
- حسني علي خربوش، وآخرون، "الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2010، ص 46.
- حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 149-150.
- محب خلة توفيق، "الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية - مصر، ط01، 2015، ص 133-134.

**الجدول (03): المنتجات المالية ذات الدخل الثابت**

الأداة	مفهومها
شهادات الإيداع القابلة للتداول	هي عبارة عن وثائق تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ معين لديها لمدة محددة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة، ولا يجوز استرداد قيمتها من البنك الذي أصدرها قبل تاريخ الاستحقاق المحدد، لذا فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في سوق الأوراق المالية الثانوي. تحمل سعر فائدة محدد، كما تبين شروطها المذكورة على الوجه الخلفي لها.
اذونات الخزنة	هي عبارة عن أداة دين حكومية تصدر بصيغة لحاملها ولأجل تتراوح ما بين ثلاثة أشهر إلى اثني عشر شهرا، تحرص الحكومة على إصدارها دوريا وذلك بمعدل مرة أسبوعيا على الأقل، تتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لأية مخاطر أو خسائر رأسمالية. يتم التعامل بها على أساس الخصم، يتعامل بها على أساس سعرين هما: سعر الشراء وهو السعر الذي يعرضه الوكيل على المستثمر (المشتري) وسعر البيع وهو السعر الذي يطلبه الوكيل من المستثمر الذي يريد شرائها.
سندات الخزنة	هي عبارة عن أداة دين حكومية تصدر لأجل تتراوح بين سبعة سنوات وثلاثين سنة، تباع في السوق بقيمة تفوق قيمتها الاسمية. العائد المتوقع منها يحسب حتى اقرب تاريخ محتمل للاستدعاء، أما إذا كان السند يباع بقيمة اقل من قيمته الاسمية، فإن العائد المتوقع من السند يحسب حتى تاريخ استحقاق السند يعني أن معدل الفائدة الذي يحمله يفوق معدلات الفائدة السائدة في السوق.
القبولات المصرفية	هي عبارة عن سحبيات مقبولة من قبل البنك، وتعتبر مقبولة في حالة تم التوقيع البنك على وجهها تحت عبارة "مقبول الدفع"، وقبول السحب من قبل البنك يعني تعهده بالدفع في تاريخ الاستحقاق، وتعتبر من الأدوات الفعالة في تنشيط التجارة الخارجية. تتصف في معظم الأحيان بقابليتها للخصم لدى البنك المركزي وهذا ما يوفر لمالكها ميزة الأمان.
الأسهم الممتازة	يمثل السهم الممتاز شهادة ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، كما أن لحامل السهم الممتاز الأولوية في أموال التصفية، تجني عائدها من توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.
السندات ذات فائدة ثابتة	هي مجموعة السندات التي تتأثر بأي تغيرات تطرأ على أسعار الفائدة للأجل القصيرة فتتحرك أسعارها في السوق في الاتجاه العكسي لاتجاه حركة أسعار الفائدة لأجل القصير. تحقق لحاملها أرباحا رأسمالية إذا ما انخفضت أسعار الفائدة في السوق، وفضلا عما تضمنه لحاملها من عائد ثابت، ومن ثم تعد هذه السندات أداة تمويلية ممتازة في حالة تصاعد أسعار الفائدة والعكس صحيح.
السندات بدون فائدة	هي وسيلة استثمار جيدة خاصة لصغار المستثمرين عند شراءها من السوق الأولى، وهي وسيلة جيدة وفعالة للمستثمرين خاصة المضاربين والذين يتعاملون في ظل درجة مخاطرة عالية، يتربحون حملتها انخفاض في أسعار الفائدة لأن عنده ترتفع أسعار تداول السندات فيتحقق لهم مكاسب رأسمالية عالية.

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- موسى بن منصور، "الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص74-84.
- مونية سلطان، "السندات والأسهم والأوراق المالية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط1، 01، 2019، ص54-55.
- إبراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص04.

## 2. المنتجات المالية ذات الدخل المتغير

وهي مجموعة المنتجات التي تحتوي على معدل فائدة (عائد) يتغير حسب عوامل معينة، ومن أمثلة هذه المنتجات نجد الأسهم العادية والسندات ذات الفائدة المتغيرة الموضحة في الجدول الآتي:

### الجدول (04): المنتجات ذات الدخل المتغير

الأداة	مفهومها
الأسهم العادية	هي عبارة عن قيمة منقولة تسمح لصاحبها بأن يكون مساهم وشريك في المؤسسة، حيث يحق لمالك السهم نصيب من الأرباح الموزعة وذلك في حالة تحقق الأرباح واتخاذ القرار بتوزيعها التي لا تتم إلا بعد استيفاء حقوق الغير، وتسمى الأرباح الموزعة بالعائد الجاري للسهم.
السندات ذات الفائدة المتغيرة	تعد أكثر مناسبة له حيث تضمن له أن يسدد فوائد بأسعار تتماشى مع الأسعار السائدة في السوق طوال عمر الإصدار خاصة لو كان السوق كثير التقلبات ويصعب فيه تحديد اتجاه أسعار الفائدة. هذه النوعية من السندات اقل تأثراً بحركة أسعار الفائدة لأجل القصير، ومن ثم فإنها تعد أكثر أنواع السندات ثباتاً في أسعارها السوقية، وعليه فهي أكثر مناسبة للمستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر.

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

-موسى بن منصور، "الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص74-84.

-مونية سلطان، مرجع سابق، ص54-55.

-محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص113.

-إبراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص04.

## 3. المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية على أنها مجموعة العقود الناتجة عن اشتقاق أصول مالية، تم ابتكارها من اجل زيادة العوائد وتقليل المخاطر التي قد تنجم عن الأدوات المالية العادية، حيث تسمح للمستثمر بتحقيق مكاسب وتحمل مخاطر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، ويمكننا تلخيصها فيما يلي:

الشكل(05): المشتقات المالية

الأداة	مفهومها
العقود الآجلة	اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، حيث يتخذ احد الطرفين مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم "سعر التسليم"، يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ويمكن أن تكون عوائده سالبة أو موجبة، حسب ما إذا كان سعر التسليم اكبر من السعر الفوري أو العكس، حيث أن الدخول في عقد اجل لا يكلف شيئا.
عقود المستقبلات	هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة فإن البورصة تحدد سمات معيارية معينة للعقد، تعمل على توفير آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بان العقد سوف يحترم. يتم التعامل بين أطراف العقد بالالتزام المتبادل إذ يلتزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشا معيناً تتراوح قيمته عادة من 5% إلى 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد ويقوم الوسيط بإجراء التسويات اللازمة بين أطراف العقد المستقبلي.
المبادلات عقود	هي عقود تشبه العقود الآجلة، ومعنى ذلك أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلات لا تتم يوميا كما هو الحال في العقد المستقبلي بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة.
عقود الخيارات	اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء التنفيذ، وتسمى هذه العقود "عقود اختيار" نظرا لأنها تعطي للمشتري الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، نظير مبلغ معين "المكافأة" غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني "محرر العقد" على سبيل التعويض.

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- طارق عبد العال حمادة، "المشتقات المالية- المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة"، دار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2001، ص12- 16.
- بن منصور موسى، "الهندسة المالية"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعربريج، 2020/2019، ص53-65.
- يوسف خروبي، محمد الهاشمي حجاج، "الهندسة المالية"، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، مالية وبنوك، قسم العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2019/2018، ص 24.
- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية"، دار المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص 320-322.

## المبحث الثاني: مقومات بناء محفظة مالية

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم اختيار الاستثمار المناسب، كما أن هذا الأخير يمكن أن يتعرض لعنصر المخاطرة ولتقاضيها، يتم اللجوء إلى ما يسمى بالمحفظة المثلى، ويعني هذا أنه يتم اختيار المحفظة المناسبة لكل مستثمر بما يتناسب مع مستوى توقعاته حول مقدار العائد والمخاطرة.

### المطلب الأول: العائد

#### أولاً: تعريف العائد

"العائد Return هو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأسماله، معبراً عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة. كما يعرف العائد بأنه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر لقاء توظيف أمواله في مشروع استثماري، خلال مدة محددة".<sup>14</sup>

وبناء على ما سبق يمكننا تعريف العائد على أنه عبارة عن "المقابل المحتمل الذي يأمل المستثمر الحصول عليه في المستقبل نظير تخليه عن أمواله في لحظة معينة وتعرضه للخطر".

#### ثانياً: أشكال العوائد المالية وأنواعها

### 1. أشكال العائد: تأخذ عوائد الأوراق المالية شكلين أساسيين متمثلين في العائد

الإرادي والعائد الرأسمالي كما يوضحه الجدول المقابل:

#### الجدول (06): أشكال العائد

العائد	أشكاله	كيفية حسابه
العوائد الإرادية: وتنتج هذه العوائد عن الأرباح المحققة من الأسهم والفوائد من السندات، وتسمى إرادية لأنها متكررة ناتجة عن الاستثمار.	توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الأوراق تمثل حقوق في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك هو من مالكيها وحقوقه هي من حقوق المساهمين.	$Dt = \frac{\text{المبلغ المستثمر في الاسهم}}{\text{رأس المال المستثمر}}$
العوائد الرأسمالية	الفوائد: إذا كانت الأوراق المالية تمثل أوراق اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقرضة المصدرة للسند.	$It = \text{القيمة الاسمية} * \text{معدل الفائدة} * \text{المدة}$
	تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل ربحاً رأسمالياً	$Dt = \text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}$

المصدر: توفيق عوض شبير، "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم: دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، دراسة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016/2015، ص 23.

14 عدنان تايه النعيمي، ارشد فواد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2019، ص 90.

## 2. أنواع العوائد: نميز هنا بين نوعين من العوائد عائد خاص بالاستثمار وعائد خاص بالمحفظة:<sup>15</sup>

### 1-1. عائد الاستثمار

العائد على الاستثمار Return on Investment هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها لحيازة أداة استثمارية، أي أن العائد يمثل المكافأة التي يتوقعها المستثمر مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل تحقيقها في المستقبل.

### 2-1. عائد المحفظة

إن العائد المحقق من المحفظة المالية Return on Portfolio يختلف عن العائد المحقق من الاستثمار في ورقة مالية فردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع التي تحققها الأوراق المشكلة لها، حيث يعمل كل استثمار في تلك المحفظة على زيادة عائدها وتقليل مخاطرها، ويمكن تلخيص كل من أنواع عوائد الاستثمار والمحفظة في الجدول التالي:

الجدول (07): أنواع العوائد الخاصة بالاستثمار في ورقة مالية واحدة وفي محفظة مكونة من n أصل

نوع العائد	مفهومه	يحسب بالعلاقة
العائد الخاص بالاستثمار	هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة اقتناؤه لأصل مالي.	$R_i = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$ $R_i = \frac{I_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$ <p>حيث:</p> <p><math>R_i</math>: معدل العائد الفعلي بين الفترتين t و t-1؛</p> <p><math>P_t</math>: قيمة الورقة المالية في نهاية المدة؛</p> <p><math>P_{t-1}</math>: قيمة الورقة المالية في بداية المدة؛</p> <p><math>I_t - D_t</math>: التوزيعات الفوائد- توزيعات أرباح.</p>
العائد الحقيقي للاستثمار		

<sup>15</sup> أنظر:

- موسى بن منصور، "إدارة المحافظ المالية"، مرجع سابق، ص 21-30.
- هزاع مفلح، "إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية"، محاضرات موجهة للسنة الرابعة جامعي، كلية الاقتصاد، جامعة حماه، سوريا، 2018/2019، ص 17-19.
- بشار الشعрани، "التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق الدولية، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015، ص 23.
- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، "التمويل والاستثمار في الإسلام"، دار الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2018، ص 91.
- قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 01، 2009، ص 60.
- حسن السلطان، "إدارة مخاطر الاستثمار المالي"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2008/2009، ص 17.



$E(R) = \sum_{i=1}^n (R_i * P_i)$ <p>حيث:  <math>E(R)</math>: معدل العائد المتوقع؛  <math>R_i</math>: القيم التي يمكن أن يأخذها العائد؛  <math>P_i</math>: احتمال حدوث كل من القيم الممكنة للعائد.</p>	<p>هو المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل، مقابل الأموال التي يدفعها من أجل الحياة على أداة استثمار. ويقصد بالعائد المتوقع المكافئة المتوقعة التي يتحصل عليها الأفراد نتيجة استثمار جزء من أموالهم، ويعبر عنه عادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الفترة.</p>	<p>العائد المتوقع</p>	
$E(R_i) = R_f + (R_m - R_f) * \beta_i$ <p>حيث:  <math>R_f</math>: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛</p>	<p>هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار.</p>	<p>العائد المطلوب</p>	
$R_p = \sum_{i=1}^{n_i} (w_i * R_i)$ <p>حيث:  <math>R_p</math>: العائد الفعلي للمحفظة ؛  <math>n</math>: عدد الأصول المكونة للمحفظة</p>	<p>أو كما يطلق عليه العائد التاريخي، حيث يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية (<math>R_i</math>) المكونة للمحفظة المالية وأوزانها النسبية (<math>W_i</math>).</p>	<p>العائد الفعلي</p>	
$E(R_p) = \sum_{i=1}^n (E(R_i) * W_i)$ <p>حيث:  <math>E(R_p)</math>: العائد المتوقع للمحفظة ؛  <math>E(R_i)</math>: العائد المتوقع للورقة المالية ؛  <math>W_i</math>: الوزن النسبي للأصل <math>i</math>.</p>	<p>يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار في محفظة، ولذلك فهو يسعى لتقديره. وهنا نتحدث عن حالة عدم التأكد، ولكن إذا كان المستثمر يعمل في ظل التأكد التام، فإنه من الممكن له أن يحدد بدقة تامة العائد المتوقع الذي سيحصل عليه من الاستثمار. ويتم حساب العائد المتوقع للاستثمار من خلال ضرب كل عائد محتمل للورقة المالية في احتمال حدوثه ثم جمع عوائد كل أصول المحفظة.</p>	<p>العائد المتوقع</p>	<p>العائد الخاص بالمحفظة</p>
$E(R_p) = R_f + (R_m - R_f) * B_p$ <p>حيث:  <math>E(R_p)</math>: العائد المطلوب للمحفظة ؛  <math>R_f</math>: معدل العائد الخالي من المخاطر؛  <math>R_m</math>: معدل عائد السوق؛  <math>B_p</math>: معامل المخاطر المنتظمة للمحفظة</p> $B_p = \sum_{i=1}^n B_i * W_i$	<p>يعرف بأنه أدنى معدل عائد يطلبه المستثمرون مقابل الاستثمار في المحفظة، لتعويضهم عن تحمل المخاطر، وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل</p>	<p>العائد المطلوب</p>	

## المطلب الثاني: المخاطر

يتعرض المستثمر عند الاستثمار في الأوراق المالية عموماً إلى نوع من المخاطرة Risk تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار ومدته، ومدى قدرت المستثمر على تحمل تلك المخاطرة، لذا يجب على المستثمر أن يدرك المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمارات والتي تعتبر من الخطوات المهمة في هذا المجال.

### أولاً: تعريف المخاطر المالية

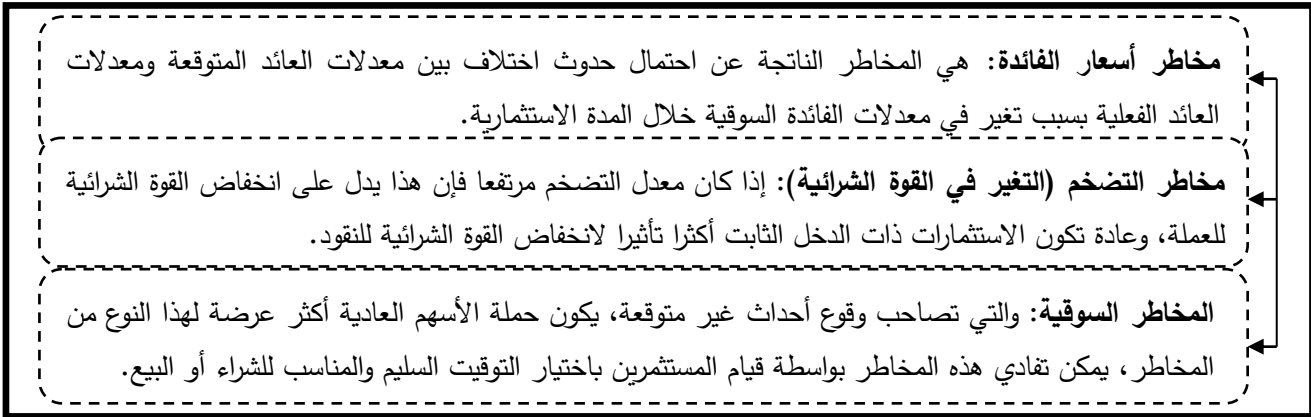
للمخاطرة تعريفات متعددة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة، ومن بين هذه التعريفات ما يلي: عرفت على أنها: درجة النقلب في العائد المتوقع، وبمعنى آخر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي (المتاح) للاستثمار مقارنة بالعائد المتوقع، وفق درجة المخاطرة.<sup>16</sup> وكذلك تعرف على أنها: الآثار المترتبة على نتيجة الانحراف الفعلي عن النتائج المتوقعة والتي تقود إلى ما يسمى بالخطر".<sup>17</sup>

ومما سبق يمكن تعريف المخاطرة على أنها انحراف العائد عن ما هو متوقع، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق خسارة في الاستثمار، وعليه يمكن تصنيف المخاطر إلى نوعين:

### 1. المخاطر المنتظمة

تعرف المخاطر المنتظمة Risk Systematic بأنها المخاطر التي تصيب كل الموجودات في السوق، بفعل العوامل المشتركة التي تؤثر في النظام الاقتصادي ككل إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على منشأة معينة فقط، بل يتعدى إلى القطاع الاقتصادي، ولذلك فإن هذا النوع من المخاطر يساهم وبشكل أساسي في تباين العائد المتوقع، ويوجد عدة مصادر تزيد من هذه المخاطر كما هو موضح في الشكل الآتي:

#### الشكل (04): مصادر المخاطر المنتظمة



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

مصطفى يوسف كافي، "تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا - دمشق، 2014، ص 215.

<sup>16</sup> مجد عمران، "العلاقة بين درجة المخاطر المنتظمة لحقوق الملكية (بيتا) والمتغيرات المالية: دراسة تطبيقية على بورصة عمان للأوراق وإمكانية الاستفادة منها في سورية"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2014، ص 26-27.

<sup>17</sup> حسين عبد الحسن علي الضرب، "اثر العائد والمخاطرة وقرار الاستثمار في الأداء المالي للمصرف: دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2017، ص 32.

## 2. المخاطر غير المنتظمة

المخاطر غير المنتظمة **Risks Non Systematic** وهي المخاطر التي تكون مصادرها خاصة منفردة تتعلق باستثمار معين أو قطاع محدد وتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق، وفي حالة حدوثها يمكن تجنبها أما إذا وقعت فإن أثارها تكون جسيمة. مصادر حدوث المخاطر غير المنتظمة موضحة في الشكل الآتي:

### الشكل (05): مصادر المخاطر غير المنتظمة



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 85.
- بوكمال نوال، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير الأكاديمي في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012/2011، ص 80-81.

### ثانيا: قياس المخاطر المالية

يمكن قياس مخاطرة أصل مالي بطرق متعددة منها:

#### 1. أدوات إحصائية لقياس المخاطر المالية بالنسبة للاستثمار في أصل مالي

تعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي، أو قياس درجة حساسيته تجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، تمكنا من إيجازها في الجدول الموالي:

الجدول (08): أدوات إحصائية لقياس المخاطر المالية بالنسبة للاستثمار في أصل مالي

الأداة	مفهومها	كيفية حسابها
المدى	يمثل الفرق بين أعلى قيمة للمتغير المالي وأدنى قيمة له، ويمكن استخدامه كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على ارتفاع الخطر المصاحب للمتغير المالي.	$MAX_i - MIN_i = \text{المدى}$ حيث: $MAX_i$ : أكبر قيمة للأصل؛ $MIN_i$ : أصغر قيمة للأصل.
التوزيعات الاحتمالية	وهي أداة تعمل من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة له في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، والمفاضلة فيما بينها، حيث كلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعا نحو الطرفين، كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر.	
التباين	يعتبر أحد مقاييس التشتت المهمة لأنه من ناحية يأخذ جميع القيم في الاعتبار عند حسابه، ومن ناحية أخرى لأنه يقيس التشتت عن متوسط العائد للعوائد الممكنة، والفكرة الأساسية للتباين هي حساب انحرافات جميع العوائد عن وسطها الحسابي؛ ونميز فيه حالتين: <ul style="list-style-type: none"><li>• في حالة البيانات تاريخية.</li><li>• في حالة البيانات احتمالية.</li></ul>	$VAR = \delta_i^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n}$ حيث: $var = \delta_i^2$ : التباين للأصل؛ $R_i$ : عائد الأصل؛ $\bar{R}$ : متوسط عائد الأصل؛ $\bar{R} = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{n}$ $n$ : عدد العوائد للأصل.
		$VAR = \delta_i^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - E(R_i))^2 * P_i$ حيث: $E(R_i)$ : العائد المتوقع للأصل؛ $P_i$ : احتمال تحقق عائد في الظرف أو الحالة الاقتصادية.
الانحراف المعياري	يعتبر مؤشرا للخطر الكلي للمتغيرات المالية، ويقاس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.	$\delta_i = \sqrt{\delta_i^2}$
معامل الاختلاف	وهو مقياس معياري لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر والعائد، عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر. يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر	$CV = \frac{\delta_i}{R_i}$

$\text{Corr}_{ij} = \frac{\sum (R_i - R_i)(R_j - R_j)}{n\delta_i\delta_j}$ <p>حيث: Corr<sub>ij</sub>: يأخذ قيما في المجال بين [-1; 1]</p>	<p>يستعمل عادة معامل الارتباط الخطي البسيط (corr) في قياس قوة ومتانة العلاقة الارتباطية الخطية بين عوائد الأصلين (i ؛ j). إن هذا المعامل يعطينا بالخصوص فكرة عن العلاقة الارتباطية بين (i ؛ j) فيما إذا كانت عكسية أم طردية، قوية أم ضعيفة.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• عندما يكون corr = 1 فالعلاقة الارتباطية بين (i ؛ j) تكون طردية قوية أي متينة جدا.</li> <li>• في حالة ما إذا كان corr = -1 عندئذ تكون العلاقة الارتباطية أيضا قوية لكنها عكسية.</li> <li>• عندما يكون corr = 0 فالعلاقة تكون معدومة.</li> </ul>	<p>الارتباط بين العوائد</p>
$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i R_M)}{\delta_M^2}$ <p>ونميز فيه عدة حالات:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\beta=1</math>: مخاطر الورقة i مساوية لمخاطر السوق.</li> <li>• <math>\beta &lt; 1</math>: مخاطر الورقة i اقل من مخاطر السوق.</li> <li>• <math>\beta &gt; 1</math>: مخاطر الورقة i اكبر من مخاطر السوق.</li> <li>• <math>\beta=0</math>: مخاطر الورقة غير مرتبطة بمخاطر السوق.</li> <li>• <math>\beta=-1</math>: مخاطر الورقة أمساوية لمخاطر السوق ولكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس باتجاه السوق.</li> </ul>	<p>يقصد به سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد، حيث تختلف من سهم إلى آخر و كل سهم له بيتا، لتقييم سرعة تأثير هذا السهم، ومقدار تأثيره في مخاطر السوق، وينظر إلى معامل بيتا بأنه مقياس مبتكر لقياس مخاطر السهم، فهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق.</p>	<p>مقياس المخاطر المنتظمة (β)</p>

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- موسى بن منصور، " إدارة المحافظ المالية "، مرجع سابق، ص31-53.
- محمد عبد الله شاهين محمد، "تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية"، دار حميثرا للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2017، ص156.
- مجدوب خيرة، "إدارة المخاطر المالية"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة فرع علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2020/2019، ص14.
- رحالي بلقاسم، "محاضرات في مقياس الإحصاء 1"، مطبوعة موجهة للطلبة السنة الأولى LMD جذع مشترك، كلية لعلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريج، 2018، ص64-65.
- أحمد جلال، "إدارة الأزمات المالية"، دار خالد الحياي للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2016، ص78-79.
- مكيد علي، "الاقتصاد قياسي دروس ومسائل محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017، ص44-45.
- نعجة عبد الرحمن وآخرون، "قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين: حالة مؤشرات داو جونز الإسلامية (DJIM)"، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE، 2017، ص111.
- تكواشت رانية، "تمودج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)"، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 04، العدد 01، 2020، ص173.

## 2. أدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية في محفظة مالية

طبقاً لمفهوم المحفظة المالية فالاستثمار فيها يؤدي بالمستثمر إلى تحمل مقدار من المخاطرة تختلف عن مقدار الاستثمار في الورقة المالية، وذلك راجع إلى وزن المساهمة في كل ورقة، ويعود ذلك لسبب توزيع رأس المال المستثمر على مختلف الأصول بهدف تقليل المخاطرة؛ يتم حساب مخاطر المحفظة مكونة من أصلين ماليين عن طريق المعادلة التالية:<sup>18</sup>

$$\delta_p = \sqrt{(W_1^2 \delta_1^2 + W_2^2 \delta_2^2 + 2W_1 W_2 (COV))}$$

حيث:  $\delta_p$ : مخاطر المحفظة؛  $W_1 W_2$ : نسبة الأموال المستثمرة في الأصلين؛  $\delta_1 \delta_2$ : المخاطر للأصلين (الانحراف المعياري)؛ (COV): التقارير بين عوائد الأصلين (التباين المشترك).

وبغرض معرفة درجة التقارير بين عوائد الأصلين تستخدم المعادلة التالية:<sup>19</sup>

$$COV = \sum P_i (R_1 - \bar{R}_1)(R_2 - \bar{R}_2)$$

حيث:  $P_i$ : احتمال حدوث كل من القيم المتوقعة للعائد؛  $R$ : القيم التي يمكن أن يأخذها العائد (القيم الممكنة)؛  $\bar{R}$ : متوسط القيم المتوقعة للعائد.

ويتم حساب المخاطر للمحفظة مكونة من  $N$  أصل مالي عن طريق المعادلة التالية:<sup>20</sup>

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \delta_{ij}$$

$$\delta_p^2 = [W_1 W_1 \delta_{11} + W_1 W_2 \delta_{12} + W_1 W_3 \delta_{13} + W_2 W_2 \delta_{22} + W_2 W_3 \delta_{23} + W_3 W_1 \delta_{31} + W_3 W_2 \delta_{32} + W_3 W_3 \delta_{33}]$$

$$\delta_p^2 = [W_1^2 \delta_1^2 + W_2^2 \delta_2^2 + W_3^2 \delta_3^2] + 2 * [W_1 W_2 \delta_{12} + W_1 W_3 \delta_{13} + W_2 W_3 \delta_{23}]$$

نلاحظ وجود تكرار في معادلة تباين المحفظة وبالتالي يمكن كتابة هذه الأخيرة على النحو التالي:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2 + \sum_i \sum_{i \neq j}^n W_i W_j \delta_{ij}$$

وباستخدام معامل الارتباط يمكن تحديد صيغة تباين المحفظة كما يلي:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2 + \sum_i \sum_{i \neq j}^n W_i W_j \delta_i \delta_j cov_{ij}$$

تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، كما

تعرف بأنها حاصل جمع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة<sup>21</sup> ومنه يمكن صياغة المعادلة كالتالي:

$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطر المنتظمة} + \text{المخاطر الغير منتظمة}$$

$$\text{المخاطر الغير منتظمة} = \delta_{ei}^2 - \text{المخاطر الكلية} - \delta_i^2 = \delta_{ei}^2 * \beta_i^2$$

<sup>18</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، "إدارة التمويل المصرفي"، الأكاديمية الحديثة للكاتب الجامعي للنشر وتوزيع، مصر، ط1، 2020، ص96.

<sup>19</sup> نفس المرجع، ص96.

<sup>20</sup> المنجي محمد العرفاوي، "إدارة محفظة الأوراق المالية"، محاضرة، قيم إدارة الأعمال، جامعة المجمعة، السعودية، ص17.

<sup>21</sup> سجاد محمد عطية، "تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الانتقاط - دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة جامعة الكوفة، العدد 42، 2016، ص335.

• **العلاقة بين العائد والمخاطرة:** إن العلاقة بين العائد والمخاطرة تتبين من خلال رغبة الشخص سواء أكان مؤسسة أو فرد في الحصول على عائد يكون مناسب مع درجة المخاطرة الناتجة عن عملية الاستثمار، إذ يتوقع المستثمر أنه عندما يقبل درجة عالية من المخاطرة بأنه سوف يحصل على عائد أعلى، حيث يرتبط العائد والمخاطر معا في علاقة طردية وهذه الأخير لها أهمية خاصة عند تحديد تشكيلة المحفظة، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطر والعكس صحيح.<sup>22</sup>

### **المطلب الثالث: بناء محفظة مالية مثلى**

لابد من القول بأنه على مدير المحفظة المالية اتخاذ خطوات رشيدة لتحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة المثلى حتى يتسنى له الوصول إلى الأهداف المطلوبة، وهو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي، التي من خلاله يحقق الحد الأقصى من التنوع والوصول إلى هدفه الرئيسي المتمثل في تعظيم العائد وتخفيض المخاطرة إلى حدها الأدنى.

### **أولاً: ماهية المحفظة المالية المثلى**

يعتبر مفهوم المحفظة المثلى مفهوما نسبيا وليس مطلقا، لأنه من الصعب تحديد نموذج عام يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين، فمصطلح "المحفظة المثلى" يعني أنها مثلى من وجهة نظر مستثمر معين فقط له ميول محدد، كما يمكن أن يتغير من وقت لآخر بالنسبة لنفس المستثمر، فالمحفظة المثلى بالنسبة لمستثمر ما اليوم ليست مثلى بعد أسبوع مثلا.<sup>23</sup>

وبالتالي نستطيع القول أن المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:<sup>24</sup>

تحقيق توازن بين العائد والأمان للمستثمرين ؛ تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي؛ تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية. ولبناء محفظة مثلى لابد من وجود مبادئ لتحقيق أهداف المستثمر وتتلخص فيما يلي:<sup>25</sup>

اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد؛ اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة؛ اختيار المحفظة ذات الأعلى عائد والأقل مخاطرة في باقي الحالات.

### **ثانياً: أساليب تحديد محفظة مالية مثلى**

يوجد عدة أساليب لبناء محفظة المالية المثلى، حيث يمكننا تحديدها بعدة طرق إما بيانياً أو رياضياً.

<sup>22</sup> حسين عبد الحسن علي الضرب، "اثر العائد والمخاطرة وقرار الاستثمار في الأداء المالي للمصرف (دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2017، ص 46-47.

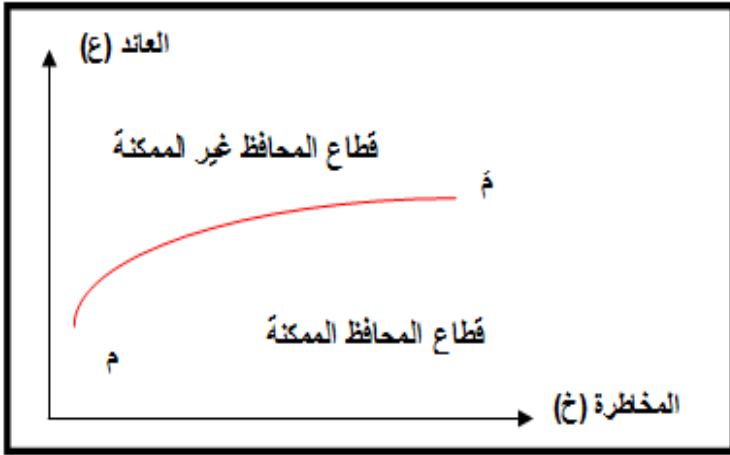
<sup>23</sup> مريم هاني، "بناء محفظة استثمارية مثلى -دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (2008-2011)"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، ورقلة، 2016، ص 54.

<sup>24</sup> نفس المرجع، ص 54.

<sup>25</sup> خلفان حمد عيسى، "إدارة الاستثمار والمحافظ المالية"، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 79.

## 1. الطريقة البيانية

الشكل(06): منحنى المحافظ المثلى ( الحد الفعال)



المصدر: حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية: أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية"، دار اليازوري التعليمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص93.

### 1-1. الحد الفعال: إن بناء

محفظة مالية مثلى يتطلب من المستثمر أو مدير المحفظة تحديد ما يعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه الباحثون مصطلح "الحد الفعال Frontier Efficient"، إذ يمثل هذا المنحني النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى ويرسم عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصري العائد والمخاطرة وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين

العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة، مثلما هو موضح في الشكل الموالي:

يمثل المحور الرأسي العائد (ع)، والمحور الأفقي المخاطر (خ)، والحد الفعال (منحنى المحافظ المثلى) يتمثل في المنحنى (م م)، بحيث تنقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر على قطاعين رئيسيين هما: القطاع الأعلى؛ إذ يمثل مجموعة المحافظ غير الممكنة بالنسبة للمستثمر، والقطاع الأدنى الذي يمثل مجموع المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر. وبالنظر للعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة فمن مصلحة المستثمر أن يختار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط القطاع الأعلى، وذلك لأن أي محفظة يختارها هناك وتحت مستوى معين ستحقق له عائد أعلى من العائد الذي تحققه له أي محفظة من القطاع الأدنى، ولكن وبسبب أن المحافظ الواقعة في هذا القطاع ليست متاحة عمليا بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر المستثمر للبحث عن محفظته الاستثمارية المثلى في حدود القطاع السفلي.

### 1-2. منحنيات سواء المستثمر: إن اختيار النقطة الممثلة للمحفظة المثلى للمستثمر على منحنى

الحد الفعال (م م)، هو بمثابة الخطوة الثانية في بناء هذه المحفظة، وهنا لا بد من الاستعانة بمفهوم اقتصادي آخر هو مفهوم منحنيات السواء.<sup>26</sup>

• **منحنى السواء:** المنفعة هي مقياس للرضا النسبي الذي يستمده المستثمر من محافظ مختلفة. حيث يمكننا إنشاء وظيفة رياضية لتمثيل هذه الأداة وهي دالة العائد المتوقع للمحفظة، وتباين المحفظة، ومقياس النفور من المخاطرة:

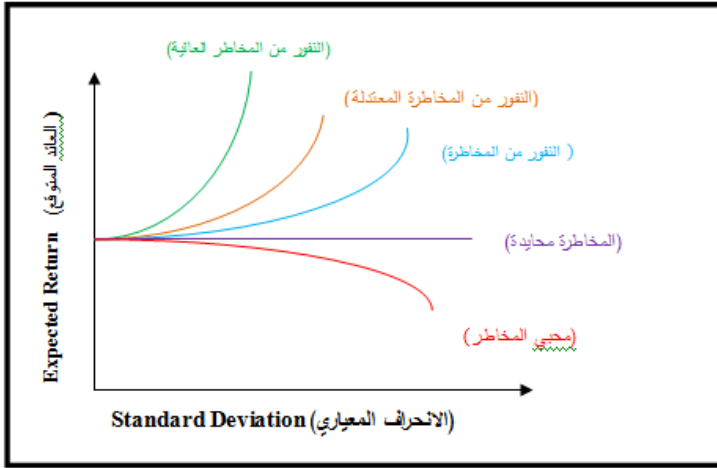
$$U = E(R) - A * \delta^2$$

حيث: **U**: دالة المنفعة (دالة منحنى السواء)؛ **E(R)**: العائد المتوقع للمحفظة؛ **A**: معامل نفور من المخاطر؛  **$\delta^2$** : تباين المحفظة.

<sup>26</sup> محمد مطر، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري للتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط07، 2015، ص115.

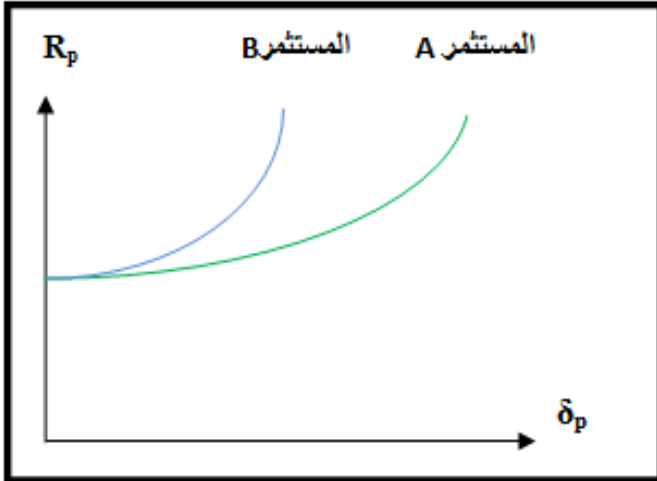


الشكل (07): منحنيات النفور من المخاطرة لأنواع مختلفة من المستثمرين



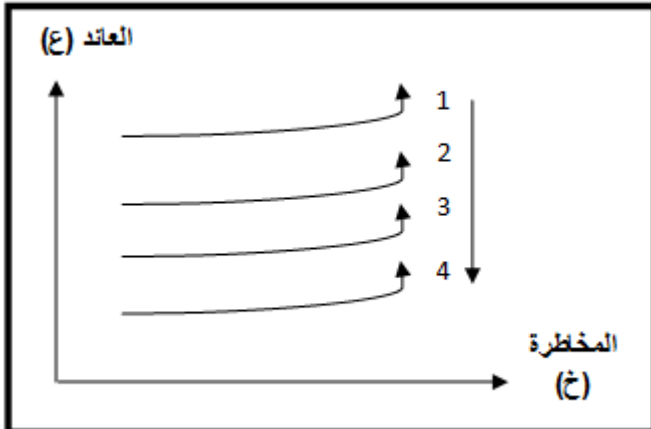
Source: Optimal Portfolios <https://analystprep.com/cfa-level-1-exam/portfolio-management/optimal-portfolios/>, (12/04/2021).

الشكل (08): منحنيات سواء المستثمر.



المصدر: هزاع مفلاح، مرجع سابق، ص 56.

الشكل (09): خريطة سواء المستثمر.



المصدر: محمد مطر، مرجع سابق، ص 115.

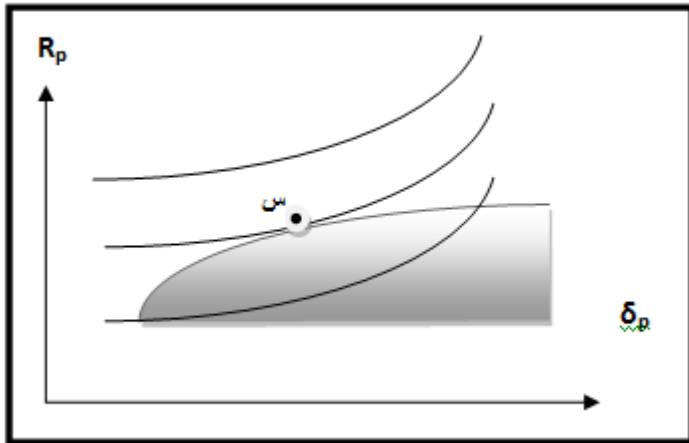
عند تحديد معامل النفور من المخاطرة (A)، نقيس المكافأة التي يحتاجها المستثمر من أجل تحمل المزيد من المخاطر، حيث سيحتاج المستثمر الذي يكره المخاطرة إلى عائد إضافي مقابل تحمل المزيد من المخاطر؛ والشكل (07) يبين منحنيات النفور من المخاطرة لأنواع مختلفة من المستثمرين.

يتوجب على المستثمر، حتى يصل إلى المحفظة المثلى، تحديد منحنيات السواء الخاصة به، وهي المنحنيات التي تمثل مقايضة العائد بالمخاطرة، كلما كان المنحنى أكثر ميلاً فإن ذلك يعني أن المستثمر أكثر تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية، نلاحظ من الشكل (08) منحنى سواء المستثمر B، أكثر ميول من منحنى سواء المستثمر A. وهذا يعني أن المستثمر B يطلب عائداً إضافياً مقابل كل وحدة مخاطرة إضافية؛ كما هو موضح في الشكل المقابل: <sup>27</sup>

ويمثل الشكل (09) خريطة سواء المستثمر والتي تعكس ميوله أو سلوكه في مقايضة العائد بالمخاطرة، وكما يظهر فيه تتجه منحنيات السواء من الأعلى إلى الأسفل ومن اليسار إلى اليمين لتعكس مرة أخرى العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة والتي تجعل المستثمر يطلب عائداً أعلى مقابل أية زيادة في درجة المخاطرة.

<sup>27</sup> هزاع مفلاح، المرجع السابق، ص 55-56.

الشكل (10): المحفظة المثلى للمستثمر المتوازن



المصدر: محمد مطر، مرجع سابق، ص 31.

### 3-1. تحديد نقطة المحفظة المثلى

المستثمر لا يقبل أن يتحمل وحدة إضافية من المخاطر إلا إذا كان يقابلها قدر من العائد يفوق ما حصل عليه مقابل وحدة المخاطر السابقة بمعنى أن (كل وحدة مخاطر إضافية يعوضه عنها قدر أكبر من العائد مقارنة عن ذي قبل)، نلاحظ حسب الشكل النقطة (س): هي نقطة تماس الحد الكفاء مع منحنى السواء للمستثمر، هي المحفظة المثلى لهذا

المستثمر ولكن قد لا تتاح تلك المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى فيختار المستثمر المحفظة التي تكون أحسن من المحافظ الأخرى.

### 2. الطريقة الرياضية

#### 2-1. المحفظة مكونة من أصلين ماليين فقط: المحفظة المثلى هي المحفظة ذات أدنى مخاطرة

ممكنة عند مستوى معين من العائد، والمحفظة ذات أدنى مخاطرة هي المحفظة التي تملك أدنى تباين، ونحصل عليها من خلال عدم المشتقة الأولى لعلاقة التباين للمحفظة بالنسبة للأوزان الأصليين كما يلي:<sup>28</sup>

$$\text{لدينا: } W_2 = 1 - W_1$$

ومنه:

$$\delta_p^2 = (W_1^2 \delta_1^2 + (1 - W_1)^2 \delta_2^2 + 2W_1(1 - W_1)\delta_1\delta_2\text{corr}_{12})$$

باشتقاق علاقة التباين بالنسبة لوزن نحصل على مايلي:

$$2W_1\delta_1^2 - 2(1 - W_1)\delta_2^2 + 2(1 - 2W_1)\text{Corr}_{12}\delta_1\delta_2 = 0$$

$$W_1\delta_1^2 - \delta_2^2 + W_1\delta_2^2 + \delta_1\delta_2\text{Corr}_{12} - 2W_1\delta_1\delta_2\text{Corr}_{12} = 0$$

$$W_1(\delta_1^2 + \delta_2^2 - 2\delta_1\delta_2\text{Corr}_{12}) = \delta_2^2 - \delta_2\delta_1\text{Corr}_{12}$$

$$W_1 = \frac{\delta_2^2 - \delta_2\delta_1\text{Corr}_{12}}{\delta_1^2 + \delta_2^2 - 2\delta_1\delta_2\text{Corr}_{12}}$$

ومنه:

#### 2-2. المحفظة مكونة من n أصل مالي: بناء المحفظة المثلى في ظل نموذج المؤشر الواحد

وباستخدام أسلوب الترتيب البسيط، ولقد تم اختيار نموذج السوق ذو المؤشر الواحد من بين النماذج الأخرى كونه يعد أفضل وسيلة للتنبؤ بتركيبية التباين المشترك للعوائد.

28 أنظر:

- بدروني عيسى، "المحفظة المالية"، محاضرة موجهة لطلبة سنة الأولى ماستر تخصص مالية وتجارة دولية وتخصص تسويق مصرفي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 2021، ص 14.  
- موسى بن منصور، "إدارة المحافظ المالية"، مرجع سابق، ص 61.

وبمقتضاه يعتمد أسلوب الترتيب البسيط من أجل ترتيب السهم تمهيد الاختيار المحفظة المثلى، وخطوات تحديد الأصول الواجب إدخالها في المحفظة المثلى هي كالآتي:

- إيجاد نسبة العائد الفائض\* إلى بيتا كل أصل محل الاهتمام وترتيبها من الأعلى إلى الأدنى:

وتقيس هذه النسبة العائد الإضافي للورقة فوق العائد الذي يعرضه الموجود الخالي من المخاطرة للوحدة الواحدة من المخاطرة غير القابلة للتنوع، بسط النسبة هو العائد الإضافي الذي يتعين تحقيقه مقابل استثمار في الورقة المالية الخاطرة عوضاً على الموجود الخالي من المخاطرة، والمقام يمثل المخاطرة غير القابلة للتنوع،

$$Tr = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad 29: \text{هو نسبة ترينور كالآتي:}$$

- حساب معدل القطع (C\*) وفق الصيغة الآتية:

$$C_i = \frac{\delta_m^2 \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - R_f) \beta_i}{\delta_{ei}^2}}{1 + \delta_m^2 \sum_{i=1}^n \left[ \frac{\beta_i^2}{\delta_{ei}^2} \right]}$$

- تحديد الأوراق المنتمية إلى المحفظة المثلى والتي لها نسبة ترينور أعلى من معدل القطع:

لغرض تحديد (C\*) فإنه من الضروري حساب قيمة (C<sub>i</sub>) والتي تمثل المرشح لمعدل القطع (C\*) فإن قيمة (C<sub>i</sub>) تحسب حينما نفترض انتماء مجموعة من الأوراق المالية إلى المحفظة المثلى، وبعد ذلك ترتب الأوراق المالية من النسب الأعلى إلى الأدنى، إذا كانت الورقة المعينة تنتمي إلى المحفظة المثلى فإن جميع الأوراق ذات الأعلى ترتيب ستكون منتمية هي الأخرى للمحفظة المثلى، ومن ثم سيتم حساب قيم المتغير (C<sub>i</sub>) فمعدلات (C<sub>i</sub>) تعد مرشحات لمعدل القطع (C\*) والذي يكون فيه لجميع الأوراق المالية المستخدمة في حساب (C<sub>i</sub>) نسب عائد الفائض إلى البيت الأكبر من (C<sub>i</sub>) وأن جميع الأوراق المالية غير المستخدمة في حساب (C<sub>i</sub>) نسب عائد فائض إلى البيت اقل من (C<sub>i</sub>).

بمجرد أن يتم تحديد الأوراق المالية الواجب إدخالها في المحفظة المثلى، فالتبقي هو إظهار كيفية

حساب النسب المئوية الواجب استثمارها بكل ورقة مالية، والنسب المئوية للاستثمار تحسب كالآتي:  $W_i =$  <sup>30</sup>

$$\frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i}$$

إذ تمثل (Z<sub>i</sub>) القيمة العددية الصحيحة لوزن الأوراق المالية التي يتعين ضمها إلى المحفظة وبقسمة هذه

القيمة على مجموع قيم (Z) نحصل على الوزن النسبي لأي منها ويستخرج (Z<sub>i</sub>) من المعادلة الآتية: <sup>31</sup>

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\delta_{ei}^2} \left[ \left( \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \right) - C^* \right]$$

29 هبة الله مصطفى السيد علي المنصور، أداء المحفظة الدولية الخاطرة المثلى بظل الأزمة المالية دراسة تحليلية لعينة من أسواق الأسهم الدولية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 14، العدد 57، العراق، 2011، ص14.

30 أنظر:

- هند عبد الهادي الواحد الخزاعي، "معدل القطع لبناء المحفظة الكفوة دراسة تحليلية إلى بناء المحفظة الكفوة في ظل تقييم الأسهم العادية"، العراق، 2016، ص14، أنظر في: <https://qu.edu.iq/repository/?p=28450>، (2021/04/15).

- موسى بن منصور، "إدارة المحافظ المالية"، مرجع سابق، ص62-63.

\*العائد الفائض: يمثل الفرق بين العائد المتوقع للسهم ومعدل الفائدة الخالي من المخاطرة.

31 هبة الله مصطفى السيد علي المنصور، مرجع سابق، ص15.

وفق لهذه الصيغة يتحدد الاستثمار النسبي بكل ورقة مالية، بينما الصيغة الأولى تقيس الأوزان الواجب استثمارها بكل ورقة بحيث يكون مجموعها واحد عدد صحيح ومن ثم يضمن الاستثمار الكامل، ويلاحظ بأن التباين بالعائد الباقي لكل ورقة مالية ( $\delta_{ei}^2$ ) يلعب دورا مهما في تحديد النسبة الواجب استثمارها في كل ورقة.

### المبحث الثالث: إدارة المحافظ المالية

إن إدارة المحفظة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية وكذلك للمديرين المسؤولين عنها لا تقل أهمية عن بنائها، ذلك لأن الإدارة الغير جيدة للمحفظة تؤدي إلى تحقيق خسائر مالية يصعب تعويضها، لذا فان الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الأوراق المالية وذلك بهدف شرائها وإضافتها إلى المحفظة أو بيعها.

### المطلب الأول: أساسيات بناء المحافظ المالية

من أجل بناء محفظة مالية جيدة تتماشى مع رغبات المستثمر وقدراته يجب عليه أن يتبع مجموعة من المبادئ والضوابط لتكون محفظته مبنية بشكل جيد.

### أولاً: خطوات ومبادئ تشكيل المحافظ المالية

1. **خطوات تشكيل محفظة مالية:** تتم عملية تشكيل محفظة عبر عدة مراحل تكون على شكل سلسلة نهايتها تكوين محفظة مالية جيدة، والجدول التالي يوضح أهم ثلاث مراحل أساسية لتشكيل محفظة جيدة:

#### الجدول(09): خطوات تشكيل محفظة مالية

المرحلة	خطواتها
تحديد الأهداف	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تحديد الأهداف الواجب تحقيقها؛</li> <li>• تحديد المزيج المعياري للأصول بما يشمل من معدل العائد المطلوب تحقيقه، ومقدار المخاطر المسموح بها لهذا المزيج؛</li> <li>• تحديد حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية؛</li> <li>• وضع المعايير الكمية والوصفية التي ترشد مدير الاستثمار في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة التي تساعد على تحقيق أفضل عائد وقلل مخاطر.</li> </ul>
تحليل الاستثمارات	<p>يوجد نوعان من تحليل الاستثمارات المتعلقة بالأسواق المالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>التحليل الأساسي:</b> ويقصد به تحليل ظروف الاقتصاد الكلي ومن ثم تحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ومن ثم تحليل ظروف الشركة نفسها وذلك بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية ودرجة المخاطر، وذلك من أجل تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية للشركة، وبالتالي رصد الفرص الاستثمارية المتاحة.</li> <li>• التحليل الفني: ونعني به فن استخدام بعض الرسومات البيانية والمؤشرات التي يمكن استخدامها لمعرفة وقت اتخاذ قرار الشراء والبيع، وذلك باتخاذ قرار الشراء عندما يكون السوق في نقطة تحول من هبوط إلى صعود، واتخاذ قرار البيع عند الحالة العكسية وذلك من أجل تحديد التوقيت المناسب للاستثمار، وبالتالي رصد الفرص الاستثمارية المتاحة.</li> </ul>

تشكيل المحفظة	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تكوين المحفظة الفعلية وتحديد المزيج الاستثماري من الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة على ضوء نتائج تحليل المعلومات التي تم القيام بها في المرحلة السابقة؛</li> <li>• تحديد نسبة الأموال المستثمرة لكل نوع من الأصول في سبيل التوصل إلى الأوزان النسبية المثلى التي تحدد أفضل تشكيلة من الأصول على حسب نوعية المحفظة، ويتم ذلك وفقا لتقديرات العائد والمخاطرة والتغاير بين أنواع الأصول مع الأخذ في الحسبان المتابعة المستمرة لمكونات المحفظة وفقا للتغيرات التي تحدث لها في سوق المال وتحديد البعد الزمني للاحتفاظ بكل ورقة مالية لاتخاذ قرارات الشراء والبيع المناسبة في الوقت المناسب.</li> </ul>
---------------	--

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- موسى بن منصور، "إدارة المحافظ المالية"، مرجع سابق، ص 13.

- احمد محمد فرحات، مرجع سابق، ص 12-13.

## 2. مبادئ بناء محفظة مالية: يوجد عدة مبادئ لا بد للمستثمر - صاحب المحفظة أو القائم على

تشكيلها- أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، سنذكر بعض

منها في الجدول الموالي على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر:

### الجدول(10): مبادئ بناء المحافظ المالية

المبدأ	ماذا يعني؟
مبدأ القياس الكمي	يعني إمكانية قياس قيمة العائد والمخاطرة المتوقعين من الأوراق المالية المشكيلة للمحفظة المالية، ولقياسهما لا بد من توفر المعلومات الكافية عنهما والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل.
مبدأ الشمول	يقصد به اشتمال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات...الخ، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.
مبدأ الارتباط	يهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط معينة بين العوائد المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية.
مبدأ الجودة	ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق.
مبدأ التنوع	إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع مختلفة من الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة.

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 15.

## ثانيا: طرق تسيير المحفظة المالية وسياسات إدارتها

### 1. طرق تسيير المحفظة المالية

يمكن للمستثمر اختيار إحدى الطرق التالية لتسيير محفظته المالية المشار إليها في الجدول التالي:

### الجدول(11): طرق تسيير المحفظة المالية

الطريقة	مفهومها
التسيير المباشر	هذا النوع يقوم به مالك المحفظة، ويصبح معقدا إذا كانت السوق متطورة ويتداول فيها العديد من الأوراق المالية، لأنه في هذه الحالة يتطلب تسيير المحفظة الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء والبيع وإصدار الأوامر.

التسيير بالوكالة	في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير المحفظة لحساب المالك، هذا الوسيط يتمثل في البورصة أو بنك أو مسير محفظة، هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير وتحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة، وكذلك كيفية تسديد مستحقات المسير.
التسيير الجماعي	يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، حيث أن التنوع الكبير لشركات الاستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين.
التسيير بالاستشارة	هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار مالي حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين.

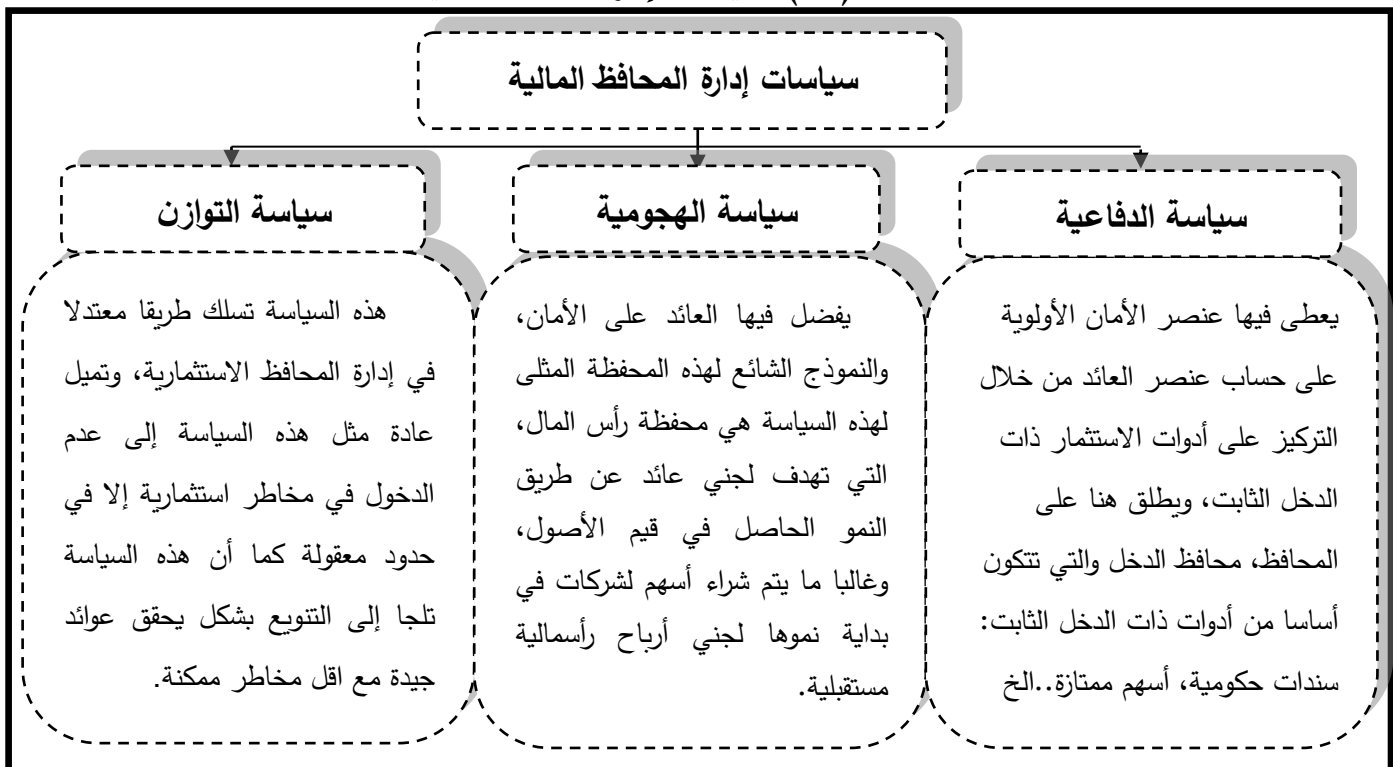
المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- عوميات حول المحافظ المالية، <http://startimes.com/f.aspx?t=18496275> ، (2021/03/23).

## 2. سياسات إدارة المحافظ المالية

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية باختلاف أهداف وغايات تلك المحفظة، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين السياسات الموضحة في الشكل:

الشكل (11): سياسات إدارة المحافظ المالية



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- خلفان حمد عيسى، "إدارة الاستثمار والمحافظ المالية"، دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2016، ص75.
- عامر طوقان، "الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى"، دار البيروني للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص115.

### ثالثاً: استراتيجيات إدارة محافظ الأوراق المالية

وتنقسم استراتيجيات إدارة المحافظ المالية إلى:<sup>32</sup>

1. **إستراتيجية جودة الاستثمارات:** تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، وبمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، وكذلك التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض. ويدعوا هذا الاتجاه البنوك لكي تزيد استثماراتها في السندات على حساب الأوراق الملكية (الأسهم). وفي هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم بحيث تكون الأولوية للأوراق الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيراً الأوراق غير الحكومية.
2. **إستراتيجية المحافظة على الأموال المستثمرة:** ويقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي، الذي يعني استرداد نفس القوة الشرائية للوحدات النقدية للأموال المستثمرة في الأصول. **إستراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار:** هي الإستراتيجية تقوم على هيكلة استحقاقات محفظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة وهناك طريقتان لهيكلة استحقاقات المحفظة Ladder Maturing : وهم الاستحقاقات المتتابعة، والاستحقاقات المتتالية؛ Barbell Maturing : وتقضى بتخصيص البنك في نوعية من الاستثمارات أحدهما قصيرة والآخر طويل وهي بالتالي تستبعد الاستثمارات متوسطة الأجل.
3. **إستراتيجية الاستبدال والمبادأة:** حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصاً استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادأة ويتوقف ذلك على التنبؤ الصحيح لمعدلات الفائدة المتوقعة. **إستراتيجية التنوع في الاستثمارات:** هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد، ويأخذ التنوع صوراً عديدة نذكرها في الجدول التالي:

#### الجدول(12): أقسام إستراتيجية التنوع

مفهومه	أقسامه	صور التنوع
يكون التنوع بسيطاً عندما يستثمر بكميات متساوية من الأموال في عدد من الأوراق المالية المختلفة. وعندما تكون تباينات العوائد متساوية في جميع الأوراق المالية، فإن مخاطرة هذه المحفظة المنوعة عشوائياً يساوي تباين أي من هذه الاستثمارات مقسوماً على عددها. ومخاطرة المحفظة في هذه الحالة تنخفض إلى النصف عندما تكون المحفظة مكونة من سهمين وقد وزعت الأموال بينهما بالتساوي، وتنخفض المخاطرة إلى الربع عندما تكون المحفظة مكونة من أربعة أسهم متساوية الأوزان.	التنوع الساذج	تنوع جهة الإصدار

<sup>32</sup> أنظر :

- محمد احمد جلال، "إدارة الأزمات المالية"، دار خالد اللحياني للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص91.  
- استراتيجيات إدارة محافظ الأوراق المالية، [https://www.aam-web.com/ar/subject\\_detail/155?fbclid](https://www.aam-web.com/ar/subject_detail/155?fbclid)، (2021/04/14).

<p>تنوع مركب</p>	<p>أسلوب ماركوتز يقضى بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين العوائد المتولدة عنه، وعندما تكون هناك علاقة بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فان المخاطر التي تتعرض لها تكون اكبر، مما لو كانت تلك العوائد مستقلة كما انه يتراوح بين "1" و "1-"، ونميز حالتين:</p> <p>• تنوع بين الأصول المرتبطة: وهنا نميز بين حالتين:</p> <p>(Corr= +1): هنا يعني وجود ارتباط موجب وتام، العلاقة بين عوائد الأصولين طردية.</p> <p>(Corr= -1): فهذا يعني وجود ارتباط سالب تام، العلاقة بين عوائد الأصولين عكسية تامة.</p> <p>• تنوع بين الأصول الغير مرتبطة: هنا الأصول تكون غير مرتبطة بمعنى أن درجة المخاطرة منعدمة والعائد يكون أفضل.</p>
<p>أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق</p>	<p>ويقصد بها توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة المؤسسة بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار ويمكن أن يسهم هذا النوع من التنوع في تحقيق الأهداف التالية :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• السيولة: وجود عدد من السندات قصيرة الأجل لتأمين السيولة للاستثمارات الجديدة.</li> <li>• الربحية: وجود سندات طويلة الأجل في استقرار العوائد لعدد من السنوات القادمة.</li> <li>• الحد من الخسائر الرأسمالية: إن وجود تشكيلة جيدة من السندات طويلة الأجل والسندات القصيرة الأجل تقلل من الخسائر الرأسمالية حيث يتم تجنب انخفاض القيمة السوقية بشكل جيد.</li> </ul>
<p>التركيز على الاستثمارات</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• سندات قصيرة الأجل: تاريخ استحقاقها اقل من ثلاث سنوات.</li> <li>• سندات متوسطة الأجل: تاريخ الاستحقاق لها من ثلاث سنوات إلى اقل من سبع سنوات.</li> <li>• سندات طويلة الأجل: ويكون تاريخ استحقاقها أكبر من سبع سنوات.</li> </ul>

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 72.

- الفاتح محمود بشير المغربي، " التمويل والاستثمار في الإسلام"، دار الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر، ط 01، 2018، ص325.

- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 132-135.

## المطلب الثاني: نماذج إدارة المحافظ المالية

يتطلب قياس أداء المحافظ الاستثمارية وجود عوامل تساعد على ترتيب المحافظ المالية وفقا لأدائها الاستثماري والذي يأخذ بعين الاعتبار عنصرى العائد والمخاطرة معا، والذي يتطلب تسعير الأصول المشكلة للمحفظة، ومن بين أهم الأساليب المستخدمة لقياس أداء المحافظ.

### أولا: نماذج تسعير الأصول المالية

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي وضع من طرف شارب، نقطة تحول مهمة في بناء النظرية المالية الحديثة، حيث ساهم هذا النموذج مساهمة كبيرة في إثراء المعرفة في هذا المجال، كونه يناقش العلاقة



الرئيسية التي يبني عليها المستثمر قراراته، وهي العلاقة بين العائد والمخاطرة، ولكنه ليس النموذج الوحيد، فنتيجة قصور البناء النظري له، ظهرت عدة نماذج أخرى لتسعير الأصول في الأسواق المالية، ومن هذه النماذج نذكر:

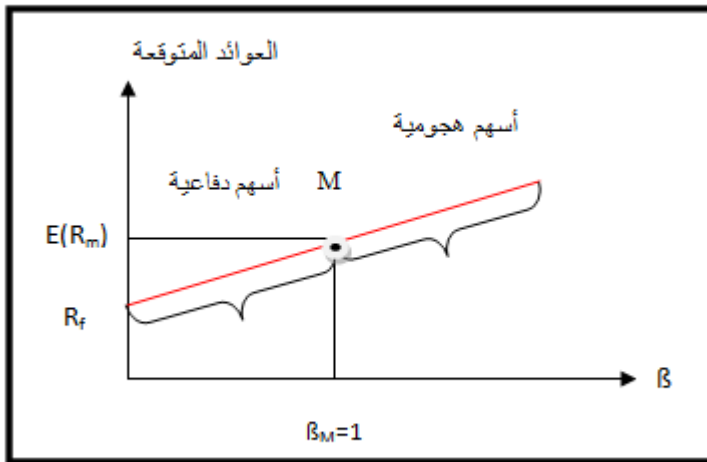
## 1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يسمى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "Capital Asset Pricing Model" في بعض الأدبيات بنموذج بيتا السهم، ويعود الفضل في تحديد هذا النموذج إلى Sharp وذلك عام 1964، وقد حاز بسبب جهوده في صياغته هذا النموذج على جائزة نوبل، حيث أن هذا النموذج يحتل مكانة متميزة في سوق الأوراق المالية لأنه يعد من أدوات التحليل التي تأخذ بنظر الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأوراق المالية والاستثمارات الرأسمالية على وجه العموم، حيث أن المخاطرة التي يعتمدها النموذج هي المخاطرة السوقية المقاسة بمعامل Beta.<sup>33</sup> ويمكن حساب العائد المطلوب وفق المعادلة الآتية:<sup>34</sup>

$$E(R_i) = R_F + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

من هنا يمكن تمثيل علاقة خطية بين عوائد الأصول المالية المنفردة ومخاطرها من خلال الشكل التالي:

الشكل(12): خط سوق الأوراق المالية



المصدر: سليمة حشاشي، مرجع سابق، ص 57.

## 2. نموذج تسعير المراجعة APT

هو نموذج الذي قدمه Ross عام 1976. قام هذا النموذج على أساس أن عائد المحفظة أو الورقة المالية لا يتوقف على عامل واحد كما هو الحال في نموذج CAPM، وإنما على عدة عوامل، أي يجب أن يكون ذلك العائد دالة لمتغيرات متعددة، بعبارة أخرى تتأثر علاوة المخاطر بأكثر من متغير واحد وأن الورقة المعنية

<sup>33</sup> تكواشت رانية، مرجع سابق، ص 166.

<sup>34</sup> 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) "، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 02، ص 64.

حساسة لأكثر من عامل، ويعتبر نموذج APT من أهم النماذج التي تدرس العلاقة بين العائد والمخاطر في حالة التوازن، كما أن النموذج يستخدم ترجيح العوامل إذ يرجح عوامل معينة على أخرى حسب البيانات المستخدمة. ويتم حساب معدل العائد المطلوب وفق هذا النموذج، من خلال المعادلة الآتية:<sup>35</sup>

$$R_i = R_F + \beta_1(R_1 - R_F) + \beta_2(R_2 - R_F) + \dots + \beta_j(R_j - R_F)$$

حيث: معاملات بيتا يمثلون درجة حساسية السهم لعوامل المخاطرة؛ و  $R$  عائد العوامل الاقتصادية.

### ثانياً: نماذج تقييم أداء المحافظ المالية

يتم تقسيم هذه النماذج إلى نماذج تقليدية ونماذج حديثة تشمل كل منهما على أساليب يتم بها تقييم أداء المحفظة المالية نوجزها في الجدول الموالي:

الجدول (13): نماذج تقييم أداء المحافظ المالية

نماذج تقييم الأداء	الأسلوب	مفهومه	معادلته
نماذج تقليدية لتقييم أداء المحفظة	الأسلوب البسيط	يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة، ويتناسب هذا الأسلوب مع المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته. ويمكن تحديد مقياس أداء المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها. لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن نجد معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جداً، كما يمكن أن نجد معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل.	$R = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$ <p>حيث:</p> <p><math>R</math>: العائد على الاستثمار؛</p> <p><math>D_t</math>: الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة <math>t</math>؛</p> <p><math>P_t</math>: سعر الأصل في الزمن <math>t</math> (سعر البيع)؛</p> <p><math>P_{t-1}</math>: سعر الأصل في الزمن <math>t-1</math> (سعر الشراء).</p>
	الأسلوب المزوج	نموذج شارب: اقترح هذا النموذج من قبل وليام شارب سنة 1966 ويستند هذا المؤشر قيمة تعويض علاوة المخاطرة لكل وحدة مخاطرة كلية واحدة، فتعبر العلاوة عن مقدار الفرق بين عائد المحفظة ومعدل الأصل بدون خطر والمخاطرة الكلية معبراً عنها بقيمة الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة وكلما زادت قيمة نسبة هذا المؤشر تحسن أداء المحفظة المالية.	$S_p = \frac{(TR_p - R_f)}{\delta_p}$ <p>حيث:</p> <p><math>TR_p</math>: متوسط معدل العائد؛</p> <p><math>R_f</math>: العائد الخالي من المخاطرة؛</p> <p><math>\delta_p</math>: الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار.</p>
		نموذج ترينور: يعبر مؤشر ترينور عن مقدار مكافأة المحفظة لكل وحدة واحدة من مخاطرتها المنتظمة والمعبر عنها بمعامل $\beta$ . وقد تم إحلال هذا المعامل في مكان مقياس المخاطر المطلقة $\delta_{er}$ بمبرر أن تنوع المحفظة يسمح	$T_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta_p}$

<sup>35</sup> جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات: الجزء الأول"، دار الهدى للنشر والتوزيع، الجزائر، 01، 2011، ص 152-

	<p>بالتخلص من المخاطر الغير منتظمة، فلا تبقى أمام المستثمر سوى المخاطر المنتظمة الغير قابلة للتوزيع، وهو الجزء الجدير بالتعويض والمكافأة ويمكننا الحكم على أداء مدير المحفظة بالنسبة للمحافظ الأخرى من خلال مقارنة قيمة المؤشر لمدير محفظة معينة مع قيمة المؤشر لمدراء المحافظ الأخرى في السوق.</p>		
$E(R_{it}) - R_f = a + \beta_1(E(R_{mt}) - R_f) + \beta_2(E(SMB_t)) + \beta_3(E(HML_t))$	<p><b>نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل:</b> إن التركيبة التي برهن عليها فاما وفرنش في دراساتهم التجريبية حول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سنة 1982 كانت تعتبر كمحفز رئيس وعلامة فارقة أظهرت وجود مشكلات حول قدرة النموذج التقليدي التنبؤية والذي دفع بالدراسات بعدها لتتوالى حول هذا الموضوع.</p> <p>كما أظهر فاما وفرنش أثر عاملي الحجم SMB والقيمة الدفترية والسوقية HML على العوائد والمبيعات في سنة 1995، بناء على هذا الدليل، قام فاما وفرنش في 1993-1996 باقتراح نموذج ذي ثلاثة عوامل للعوائد المتوقعة.</p>	<p>نموذج فاما وفرنش متعدد العوامل</p>	<p>نماذج حديثة لتقييم أداء المحفظة</p>
$E(R_{it}) - R_f = a + \beta_1(E(R_{mt}) - R_f) + \beta_2(E(SMB_t)) + \beta_3(E(HML_t)) + \beta_4(RMW_t) + \beta_5(CMA_t) + \text{eit} \dots$	<p><b>نموذج فاما وفرنش خماسي العوامل:</b> قام فاما وفرنش في جويلية 2013 أو أوت 2014 بتقديم مسودة بحث جديدة فيما يخص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية خماسي العوامل بدل نموذج السابق ثلاثي العوامل، والذي واجه الكثير من الانتقادات من قبل مجموعة من الباحثين والذين اتفقوا على أن نموذج فاما وفرنش الثلاثي غير كامل على الرغم من أنه قادر على تحسين القدرة التفسيرية لعوائد الأسهم المتوقعة، حيث جاء بعاملين جديدين هما عامل الربحية RMW والاستثمار CMA لتقديم نموذج جديد.</p>		

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- نبيل بوفليح، عبو ربيعة، "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية-دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 02، سبتمبر 2017، ص 169.
- موسى بن منصور، "إدارة المحافظ المالية"، مرجع سابق، ص 81.
- رفيق مزهدية، "الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014/2015، ص 50.
- لورين إبراهيم القاضي، "اثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية- دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة 2012-2014"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، ص 27.
- بهاء غازي عرنوق، "أثر عوامل فاما وفرنس في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)"، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص 79-81.

## المبحث الرابع: مدخل لعقود الخيارات المالية

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية وارتفاع درجة المخاطر إلى ضرورة البحث عن أدوات مالية جديدة، توفر أعلى عائد بأدنى مخاطر، يطلق عليها المشتقات المالية ومن أمثلة هذه المشتقات نجد عقود الخيار والتي تعتبر أداة فعالة لتغطية مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول عقود الخيارات المالية

تعتبر عقود الخيارات من أنواع عقود المشتقات التي تستمد قيمتها من الورقة المالية التي يجري عليها الاختيار.

#### أولاً: ماهية عقود الخيارات المالية

##### 1. تعريف عقود الخيارات المالية وأطرافها

"يمكن تعريف عقد الخيار بأنه ذلك العقد بين طرفين، الذي يعطى لطرف معين (المستثمر) الحق في بيع أو شراء عدد معين من الأسهم أو السندات أو العملات إلى طرف آخر يتعهد بالتنفيذ المستقبلي في تاريخ معين أو خلال فترة معينة محددة مسبقاً، والمؤسسات المالية الكبرى تقوم بدور الوساطة كبنوك الاستثمار مثلاً".<sup>36</sup>

وعليه يمكننا تعريف الخيارات المالية بأنها عقد اتفاق بين طرفين تمنح لحاملها الحق في الاختيار بين شراء أو بيع موجود معين بسعر محدد في وقت محدد؛ وعليه فإن عقود الخيار تشتمل على الأركان التالية:<sup>37</sup>

- **مشتري الحق (Buyer):** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق اختيار بيع أو شراء
- **محرر الحق (Writer):** هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق؛
- **سعر التنفيذ (Exercise or striking price):** هو السعر الذي يتم به تنفيذ العقد يتحدد عند إبرام العقد، وعادة ما يكون هو السعر الجاري للأصل في السوق؛
- **تاريخ التنفيذ (Exercise date):** هو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد؛
- **المكافأة (Premium):** هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الاختيار بدفعه للمحرر نظير أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق؛
- **السعر السوقي (Market Price):** هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق؛
- **تاريخ الانتهاء (Expiration date):** وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق.

<sup>36</sup>أنظر:

- محب خلة توفيق، " الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، ط1، 2015، ص100.

- ما هي الخيارات، <https://www.avatrade.com/forex/what-are-vanilla-options> ، (2021/05/10).

<sup>37</sup> أنظر:

- سميرة محسن، "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية: دراسة حالة البنك BNA"، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006/2005، ص 74-75.

- موسى بن منصور، " الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص73-74.

- زاهرة يونس محمد سوهد، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية"، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في النزاعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006، ص87.

## 2. مزايا وعيوب عقود الخيارات المالية

### 2-1. مزايا عقود الخيارات المالية

توفر عقود الخيار العديد من المزايا نذكر منها:<sup>38</sup>

- خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة)، وأرباحه غير محدودة فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ومغلقة لمشتري خيار البيع تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تتخفف إلى الصفر (نظريا)؛
- عقود الخيارات قابلة للتداول، بمعنى إن صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما؛
- تمكن عقود الخيارات أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل؛
- توفر أربعة حالات تعامل ممكنة هي: شراء حق ممارسة الشراء، شراء حق ممارسة البيع، بيع حق ممارسة شراء، بيع حق ممارسة البيع؛
- تحقيق عوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة، وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال المتاجرة في السوق المالي؛
- التحوط من تقلبات السوق أي في حالة توقع انخفاض أسعار أحد الأصول المكونة لمحفظ الأوراق المالية، بالتالي استخدام الخيارات لتجاوز أو تخفيف مخاطر السوق.

### 2-2. عيوب عقود الخيارات المالية

- الغرض الأساسي من عقود الخيارات المالية ليس الحصول على أكبر قدر من العوائد بأقل درجة مخاطرة فقط، لأن معظم العقود حسب القانون يكون غرضها تحقيق مصالح متبادلة لطرفي العقد، لذلك فإن العقد الذي يترتب على مصلحة أحد طرفي العقد ويسبب الأضرار على الطرف الآخر يعد منافيا لكافة العقود المتعارف عليها؛<sup>39</sup>
- آليات العمل وحساب العلاوة ليس أمر سهلا دائما؛ حيث قيمة علاوة عقود الخيارات متقلبة للغاية وتميل إلى الانخفاض كلما اقترب تاريخ انتهاء الصلاحية، وينطوي عقد الخيار على مخاطر عالية وخاصة بالنسبة لمحرري العقود (البائعين)؛
- غالبا ما تعاني أسواق الخيارات من انخفاض مستويات السيولة، مما يجعلها أقل جاذبية لمعظم المتداولين.<sup>40</sup>

<sup>38</sup> أنظر:

- خالد احمد علي محمود، "الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2019، ص320.  
- يوسف خروبي، "الهندسة المالية"، مطبوعة دروس موجهة للسنة الثالثة ليسانس، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018/2019، ص 22.  
<sup>39</sup> حسين هادي عباس، "استخدام عقود الخيارات في تخفيض المخاطر"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2019، ص65-66.  
<sup>40</sup> ماهي عقود الخيارات، [www.academy.binance.com/ar/articles/what-are-options-contracts.amp](http://www.academy.binance.com/ar/articles/what-are-options-contracts.amp)، (2021/04/27).

## ثانياً: أنواع عقود الخيارات المالية

لا يقتصر عقد الخيار على نوع واحدة، وإنما تتعدد وتختلف أنواع باختلاف طبيعة العملية أو محلها أو بعض أثارها، وقد تناول الاقتصاديون جميع هذه الأنواع المتمثلة في عقود الخيارات التقليدية وعقود الخيارات الحديثة، والتي بدورها تنقسم إلى عدة أقسام نوجزها في الجدول الآتي:

### الجدول (14): أنواع عقود الخيارات المالية

أنواع عقود الخيار	معياري التصنيف	نوع عقد الخيار	تعريفه	
الخيارات التقليدية	محل العقد	عقد الشراء	وهو عقد يملك مشتريه (دافع الثمن) حق شراء عدد محدد من أي أوراق مالية بسعر محدد خلال فترة محددة، غالباً ما تكون 90 يوماً، وهو غير ملزم بالتنفيذ، إذا أراد البائع (محرر الخيار) بيعه تلك الأسهم خلال مدة سريان العقد. ويدفع مقابل هذا الحق ثمناً غير مسترد بأي حال؛	
		عقد البيع	وهو عقد يعطي مشتريه الحق ببيع عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة، ولا يجبر على البيع إنما هو بالخيار، لأن قابض ثمن الخيار هو الملزم على الشراء في هذه الحالة أو التنفيذ بشكل عام، إذا ما قرر مشتري حق البيع التنفيذ، وبالسعر المتفق عليه خلال المدة المحددة، وهنا كذلك ما يدفعه مقابل تمتعه بحق خيار البيع، غير مسترد.	
		عقد أمريكي	هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار في أي وقت خلال فترة سريان العقد،	
	تاريخ التنفيذ	عقد أوروبي	هي عقود يكون فيها لمشتري الحق في اختيار تنفيذ العقد من عدمه فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.	
		عقود الشراء المغطاة	هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) الأصول موضوع العقد أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد؛	
	الربحية	التغطية	عقود الشراء غير المغطاة	عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) الأصول موضوع العقد، ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.
			عقد الشراء المربح	ويكون خيار الشراء غير مربح إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ؛
		عقد الشراء غير المربح	ويكون خيار الشراء غير مربح إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ؛	
			عقد الشراء المتعادل	يكون خيار الشراء متكافئاً، إذا تساوى سعر السوق مع سعر التنفيذ.

<p>هي عقود تعطي الحق لحاملها في شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم. وفي عقود خيارات الأسهم يكون لكل طرف من طرفي العقد توقعات معاكسة لتوقعات الطرف الآخر حول احتمالية تغيير الأسعار لهذه الأسهم.</p>	<p>خيارات الأسهم</p>	
<p>هي عقود تبرم على مؤشرات الأسهم حيث يستخرج المؤشر عادة من عينة مختارة من الأسهم المتداولة في بورصة معينة ويوجد تشابه بين عقود خيارات مؤشرات الأسهم وعقود خيار الأسهم العادية، فبنود العقود واحدة وإجراءات التنفيذ واحدة، كما انه يوجد اختلاف حيث لا يوجد تسليم فعلي للأسهم في عقود خيار مؤشرات الأسهم بل تتم تسوية هذه العقود على أساس نقدي وفقا للقيمة السوقية للمؤشر السائد في السوق وبالتالي يحصل المستثمر على الفرق بين القيمة السوقية للمؤشر وسعر الممارسة المتفق عليه في العقد إذا كان يحمل عقد خيار شراء مؤشر أسهم، بينما يحصل المستثمر على الفرق بين سعر الممارسة المتفق عليه في العقد والقيمة السوقية للمؤشر إذا كان يحمل عقد خيار بيع مؤشر أسهم.</p>	<p>خيارات على مؤشرات الأسهم</p>	
<p>إن خيارات أسعار الفائدة يمكن التعامل فيها مع الأوراق المالية التي تحمل سعر فائدة كالسندات وشهادات الإيداع والعقود الآجلة المربوطة بالسندات ويمكن تداولها في الأسواق المدرجة والخيارات الغير مدرجة. تنقسم خيارات أسعار الفائدة إلى ثلاث أشكال رئيسية وهي: خيارات لغايات الأجل القصير، وأخرى للأجل المتوسط، والثالثة ترتبط بأسواق العقود الآجلة، ويتم التعامل بالشكلين الأول والثاني في أسواق الكونتر بصورة رئيسية أما الشكل الثالث فهو متوفر ومدرج في البورصات الرئيسية.</p>	<p>خيارات أسعار الفائدة</p>	<p>الخيارات الحديثة</p>
<p>هي عبارة عن عقد خيار الأصل محل التعاقد فيه هو عقد مستقبلي. مشتري مستقبلات الخيارات لديه الحق وليس الإلزام في قبول مركز معين في عقد مستقبلي بسعر معين (سعر التنفيذ) خلال أي وقت إلى نهاية صلاحية الخيار، بائع مستقبلات الخيارات ملزم بقبول المركز المعاكس في العقد المستقبلي إذا ما قرر المشتري تنفيذ حقه.</p>	<p>خيارات على المستقبلات</p>	
<p>هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة، الغرض منها هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة وبالتالي يمكنه احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة.</p>	<p>خيارات على المبادلات</p>	

المصدر: من إعداد الطلبات بالاعتماد على:

- محمود فهد مهيدات، " المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية: عقود الخيارات"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2007، ص 02.
- نبيل حركاتي، عثمان بودحوش، "الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014، ص 101.
- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ط1، 01، 2001، ص 44-45.
- حاكم محسن الربيعي وآخرون، "المشتقات المالية: الجزء الثاني"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 01، 2018، ص 21.
- عادل رزق، "إدارة الأزمات المالية العالمية"، مجموعة النيل العربية للنشر والتوزيع، مصر، ط1، 01، 2010، ص 58-59.
- دريد كامل آل شبيب، "المالية الدولية"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 01، 2012، ص 111.
- عبد الكريم قندوز، "الخيارات، المستقبلات، والمشتقات المالية الأخرى"، دار الكتاب للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 01، 2017، ص 145-146.

## المطلب الثاني: تنظيم سوق الخيارات المالي ونماذج تسعير عقود

### أولاً: تنظيم أسواق عقود الخيارات المالية

#### 1. تطور أسواق عقود الخيارات

مرت أسواق الخيارات بتطورات عدة قبل وصولها إلى ما هي عليه في الوقت الحاضر. إلا أن أصول النظام الحالي لأسواق الخيارات تعود إلى القرن التاسع عشر، عندما عرضت خيارات البيع وشراء على حصص الأسهم، ومن ثم في القرن العشرين، ابتكرت مجموعة من الشركات (تطلق على نفسها جمعية سماسرة وتجار خيارات البيع والشراء) سوق الخيارات. وفي عام 1973 ابتكرت بورصة الخيارات لهيئة شيكاغو ابتكار مهم وهو تقييس الأسعار ومدة الصلاحية، وقد شهدت تلك المدة نمواً سريعاً في صناعة الخيارات في الأسواق الموازية كانت تنمو بشكل انفجاري لكن هذا النمو يصعب قياسه بسبب غياب الإحصائيات الدقيقة والموثوق بها. واليوم هناك العديد من أسواق الخيارات العالمية المنظمة، وبالرغم من وجود هذا الكم من الأسواق إلا أن بورصة شيكاغو التجارية هي البورصة الوحيدة المكرسة فقط للتداول بالخيارات، إذ تتعامل البورصات الأخرى بالخيارات والأوراق المالية الأخرى (أسهم؛ سندات).<sup>41</sup>

#### 2. أنواع أسواق عقود الخيارات: هناك نوعان لأسواق الخيارات نوجزهما في الشكل التالي:

##### الشكل (13): أنواع أسواق عقود الخيارات

سوق الموازي (غير رسمية):	سوق المنظمة للخيارات:
<ul style="list-style-type: none"><li>• لا يوجد به قاعدة معينة تنظم المتاجرة بالخيارات إذ أن الصفقات تنظم بالتفاوض بأي حجم بين الأطراف المتعاقدة مثل المصارف والربائين أو بين مصرفين، تتم تعامل بأنواع مختلفة من الخيارات؛</li><li>• تتم الاتصالات من خلال الهاتف أو الكترونياً؛</li><li>• ويحتوي على التجار الذين يرتبون لبيع إصدارات جديدة كضمانات مباشرة لصرف الوحدات الفائضة، بالإضافة إلى احتواء هذا السوق على سماسرة.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• افتتح هذا السوق في 26 أبريل 1973 في شيكاغو؛</li><li>• يتطلب توفر قاعدة مادية للتداول وتحديد القوانين والأنظمة وتشريعات تقيس العقود وبالخصوص تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ وهذا يجعل الخيارات قابلة للتسويق مثل الأسهم؛</li><li>• وجود مؤسسة تسوية الخيارات للبورصات المنظمة.</li></ul>

المصدر: من إعداد الطلبات بالاعتماد على:

- حاكم الربيعي وآخرون، "المشتقات المالية: الجزء الثاني"، المرجع السابق، ص 13-15.
- زاهرة يونس محمد سودة، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية: من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، رسالة مقدمة استكمال لمتطلبات درجة الماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006، ص 105-107.
- مسعودة بن لخضر، "عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014"، رسالة مقدمة استكمال لمتطلبات درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص 91-92.

<sup>41</sup> حاكم الربيعي وآخرون، "المشتقات المالية: الجزء الأول"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2011، ص 189-191.



### 3. المتعاملون في أسواق عقود الخيارات المالية

يمكن تلخيص مجموعة الأطراف التي تتعامل بعقود الخيارات حسب الهدف من هذا التعامل وذلك ضمن ثلاث مجموعات: موضحة في الشكل التالي:

#### الشكل (14): متعاملون في أسواق الخيارات

<p><b>المضاربون:</b> وهم المرهونون على تحركات الأسعار في المستقبل ويستخدمون المشتقات المالية لمحاولة تحقيق مكاسب.</p> <p><b>المتحوطون:</b> أي تلك الأطراف التي تسعى إلى تخفيض المخاطر التي يتعرضون لها جراء تقلب الأسعار، والمشتقات تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار، ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.</p> <p><b>المراجحون:</b> تلجأ هذه الأطراف للخيارات عندما يكون هناك فرق في سعر الأصل ما بين سوقين أو أكثر من خلال الشراء من السوق المرتفع والبيع في السوق المنخفض في نفس الوقت وبالتالي تحقيق أرباح مقبولة وعديمة المخاطرة، وطبعاً يتم الشراء والبيع بعقود مستقبلية أي دون دفع القيمة مباشرة.</p>
---

المصدر: من إعداد الطلبات بالاعتماد على:

- سالم صلاح الحسناوي، "الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للنشر والتوزيع، مصر، ط1، 01، 2017، ص106.

#### ثانياً: نماذج تسعير عقود الخيارات المالية

تهدف نظرية تسعير الخيارات إلى تحديد السعر النظري العادل لعقد الخيار المالي خلال لحظة زمنية، وعلى الرغم من أن عقود الخيارات المالية عرفت من فترة طويلة نسبياً، إلا أن التسعير النظري لعقود الخيارات لم يكن ممكناً إلا بعد ظهور نموذج بلاك شولز 1973 لتسعير الخيارات، وقد كان ذلك بفضل مجهودات كل من بلاك فيشر وروبرت ميرتون وميرون شولز، وفي الجدول التالي استعراض لأهم طرق تسعير الخيارات:

#### الجدول (15): نماذج تسعير عقود الخيارات المالية

نموذج ثنائي الحدين	نموذج بلاك-شولز	المفهوم
<p>نموذج ذي الحدين <b>Binomial Model</b> هو صيغة رياضية لتسعير عقود الخيارات الأمريكية (والتي يمكن تنفيذها في أي وقت من تاريخ صلاحية العقد) بالإضافة إلى العقود الأوروبية طبعاً.</p> <p>اقترح نموذج ذي الحدين من طرف كل من كوكس، روس وروبين شتاين سنة 1979 ويسمى النموذج كذلك نسبة إليهم وسبب تسميته بنموذج ذي الحدين هو أنه يستخدم قانون ذو الحدين لتسعير الخيارات.</p> <p>يقسم نموذج ذي الحدين الوقت إلى غاية انتهاء صلاحية العقد إلى عدد محدد من المجالات الزمنية</p>	<p>سمي بهذا الاسم نسبة إلى الباحثين اللذين قدماه سنة 1973 وهما "بلاك فيشر" و"ميرون شولز"، قاما بصياغة معادلة تفاضلية جزئية تمكن من تسعير الخيارات الأوروبية عموماً وخيارات الأسهم خصوصاً، وقد أصبح يستخدم في السنوات الأخيرة على نطاق واسع من قبل المضاربين والمتحوطون على حد سواء نظراً لأهميته النظرية والتطبيقية في تحديد الخيارات المسعرة، ويستند النموذج على جملة من الفرضيات التالية:</p> <p>• أسلوب الخيار أوروبي أي يعتمد على تلك الخيارات</p>	

<p>والتي يمكن لسعر الأصل محل التعاقد خلالها أن يأخذ قيمتين: قيمة دنيا (<math>down(d)</math>) وقيمة عليا (<math>up(i)</math>) وذلك باحتمال معين.</p>	<p>التي تنفذ في تاريخ استحقاقها؛</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• العائد الخالي من المخاطر معلوم وثابت؛</li> <li>• لا يدفع السهم أية توزيعات نقدية خلال عمر الخيار؛</li> <li>• أسعار هذه الأسهم تتقلب وفق نمط عشوائي.</li> </ul>	
<p><math>C_{Bi} = f(S, \delta^2, X, T, r_f, u, d, n)</math></p> <p>نموذج بلاك شولز، أما بالنسبة للثلاثة الأخيرة فهي تمثل القيمة العليا <math>u</math> والقيمة الدنيا <math>d</math> وعدد الفترات <math>n</math>، يفترض نموذج ثنائي الحد أن سعر السهم يأخذ أحد اتجاهين زيادة أو نقصاناً وذلك خلال كل فترة إلى نهاية صلاحية العقد.</p>	<p>معادلة تسعير خيار الشراء الأوروبي وكانت كما يلي: <math>C = S_0 N(d_1) - e^{-rt} k N(d_2)</math></p> <p>أما صيغة تسعير خيار البيع الأوروبي فكانت كما يلي: <math>P = ke^{-rt} N(-d_2) - S_0 N(-d_1)</math></p> <p>حيث:</p> <p><math>P-C</math>: سعر خيار الشراء-سعر خيار البيع <math>S</math>؛  سعر الأصل محل العقد في السوق أثناء التسعير؛  <math>N(d)</math>: دالة الكثافة الاحتمالية للتوزيع الطبيعي المعياري؛ <math>K</math>: سعر تنفيذ الخيار؛ <math>e</math>: أساس لوغاريتم النيبيري ويساوي 2.7182؛ <math>r</math>: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛ <math>\tau</math>: الوقت المتبقي قبل تنفيذ الخيار وغالباً ما يكون بالسنة.</p>	<p>المعادلة</p>

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- بن منصور موسى، "الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص 99-105.

- بن دعاس زهير، "تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز-دراسة سوق الخيارات الكويتي"، مجلة معارف، العدد 20، جوان 2016، ص 232.

- شيخ بن شيخ إبراهيم، جبوري محمد، "الحركة البرانية ودورها في تسعير خيارات الشراء الأوروبية باستعمال نموذج بلاك شولز ميرتن"، مجلة مجاميع المعرفة، العدد 02، أكتوبر 2020، ص 268.

- عبد الكريم أحمد قندوز، "المشتقات المالية"، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2014، ص 166-168.

### المطلب الثالث: التحوط من المخاطر المالية بواسطة عقود الخيارات المالية

تستخدم عادة عقود الخيارات للتحوط من المخاطر التي قد تواجه المستثمر في محفظته المالية نتيجة انخفاض أو ارتفاع أسعار الأصول المشكلة لها.

#### أولاً: ماهية التحوط

يمكن استخدام الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر تقلب أسعار أصول محافظ الأوراق المالية. فإذا كان لدى أحد المستثمرين مثلاً محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار السهم أو الأسهم التي يمتلكها، ما عليه في هذه الحالة سوى اللجوء إلى سوق الخيارات ليقوم بشراء خيار بيع بموجب سعر تنفيذ معين بعد أن يدفع محرر الخيار علاوة الخيار المحددة بموجب العقد، وبذلك يضمن عدم تجاوز الحارة المتوقعة حداً معيناً يتمثل عادة بالفرق بين سعر السوق للسهم بتاريخ العقد وسعر التنفيذ المحدد حسب شروط العقد.<sup>42</sup>

<sup>42</sup> هاشم فوزي العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط02، 2012، ص 239.

إن الغرض الأساسي للخيار هو إدارة المخاطر ولاسيما التحوط من المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى، إلا أن استعمالات هذه الخيارات قد توسعت بصورة كبيرة إذ أصبحت تستعمل لأغراض الاستثمار والمضاربة، ويهدف التحوط عموماً إلى توفير الحماية من الخسائر المحتملة في الأسواق المالية من خلال تقليل ومنع الخسائر المحتملة نتيجة التقلبات السعرية.<sup>43</sup>

يوجد نوعين من أشكال التحوط (القصير والطويل)، ويدور مصطلح المركز القصير والمركز الطويل حول مسألة التسليم والاستلام ويمكن تلخيصهما فيما يلي:

- **التحوط بمركز طويل (التحوط بالشراء):** هو قيام المستثمر بشراء عقد على أصل في سوق العقود الخيارات بما يمكنه من مواجهة مخاطر ارتفاع سعر الأصل بل وتتيح له قدر من الأرباح وتقلل مخاطر ارتفاع سعر الأصل إلى المضارب الذي باع العقد (أي أخذ مركز قصير على العقد) وإذا كان تحوط الشراء يحد من مخاطر ارتفاع الأسعار فإنه يحد أيضاً من حجم الأرباح المتولدة.<sup>44</sup>
- **التحوط بمركز قصير (التحوط بالبيع):** يلجأ إلى التحوط بالبيع الطرف الذي يملك أصلاً معيناً أو يتوقع أن يمتلكه، ويريد بيعه في تاريخ لاحق، ولكنه يخشى انخفاض سعر الأصل في ذلك التاريخ، ويقصد بها أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد الخيار لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه.<sup>45</sup>

### ثانياً: استراتيجيات التحوط باستخدام عقود الخيارات المالية

هناك العديد من الاستراتيجيات التي يمكن من خلالها استخدام عقود الخيارات للتحوط ضد المخاطر نلخصها في الجدول التالي:

الجدول (16): استراتيجيات التحوط بالخيارات المالية

مفهومها	استراتيجيات التحوط باستخدام الخيارات
هدف هذه الإستراتيجية هو الحد من الخسائر في وضع معين من خلال اتخاذ موقف معاكس وذلك باستخدام نفس الأصل محل التعاقد أو حتى أصل آخر، وفي غالب الأحيان لا يكون التحوط كاملاً، أي لا يمكن التخلص من كل الخسائر المحتملة، وباختصار فإن هذه الإستراتيجية تهدف للحد من الخسائر العالية دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة.	التحوط باستخدام خيارات الشراء
تقوم هذه الإستراتيجية على أساس قيام المستثمر باتخاذ مركز طويل بالنسبة للأسهم (بمعنى شراء الأسهم) واتخاذ موقف طويل بالنسبة لحق الخيار (بمعنى شراء خيار بيع). ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بأن أسعار الأسهم سترتفع مستقبلاً ومن ثم يقوم بشرائها الآن وفي نفس الوقت بشراء حق خيار بيع يتيح له إمكانية بيع الأسهم مستقبلاً فيما لو انخفضت أسعارها و تحقيق عائد من وراء ذلك.	التحوط باستخدام خيارات البيع

<sup>43</sup> هاشم فوزي العبادي، مرجع سابق، ص 240.

<sup>44</sup> فاطمة سيد عبد القادر حسنين، "المشتقات المالية والأزمات المالية"، دار حميثرا للنشر والتوزيع، لبنان، 2017، ص 65.

<sup>45</sup> عبد الكريم قندوز، "الخيارات المستقبلية والمشتقات المالية الأخرى"، E-Kutub Ltd للنشر والترجمة، لندن، 2017، ص 306.

التحوط باستخدام حقوق خيار شراء و بيع مغطاة	تستخدم هذه الإستراتيجية أساس لزيادة عوائد المحفظة، وتستخدم بشكل خاص لتلاءم الاستثمار في محفظة أسهم عادية لا يتوقع أن تحدث لأسعارها تغيرات في الأجل القصير أو أن تكون هذه التغيرات محدودة.
استراتيجيات أخرى	<b>من بينها:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• إستراتيجية حقوق الخيار المزدوجة: هدفها هو تحقيق الربح إذا تحركت أسعار السهم حركة كبيرة سواء للأعلى أو للأسفل.</li><li>• إستراتيجية التهذيب: هو عملية تتضمن مركزا طويلا في عقدي خيار بيع وعقد خيار شراء واحد، وبنفس سعر التعاقد ولفس المدة.</li></ul>

المصدر: من إعداد الطلبات بالاعتماد على

- بن علي بلعوز والآخرين، "إدارة المخاطر-إدارة المخاطر-المشتقات المالية-الهندسة المالية-"، الورق للنشر والتوزيع، الاردن، ط01، 2013، ص116.
- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع اسابق، ص180.
- عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص 193.
- ماهي عقود الخيارات، <https://academy.binance.com/ar/articles/what-are-options-contracts.amp>، (2021/04/27).

## خلاصة الفصل

يمثل العائد والمخاطرة الركيزتين الأساسيتين لأي قرار استثماري، وتعتبر المحافظ المالية كتطوير لهذه القرارات، حيث تعرف هذه الأخيرة على أنها استثمار في مجموعة من الأصول غير العينية، والتي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد مقابل أدنى مخاطرة، حيث أن التقييم الجيد للعوائد يقتضى بالمقابل تقدير المخاطرة بصورة صحيحة، لهذا حاولنا في هذا الفصل الإلمام بجميع الجوانب النظرية لهذا الموضوع من خلال إبراز مفهوم الاستثمار في المحفظة المالية، وتقديم مختلف مقومات بناءها مع التركيز على شرح المخاطر التي تمسها، ومختلف الطرق الكمية لقياسها، كما تطرقنا إلى أهم مشتقة مالية والتي تساعد على التحوط ضد هذه المخاطر ألا وهي عقود الخيارات المالية والتي تعرف بدورها على أنها اتفاق بين طرفين تمنح لحاملها الحق في الاختيار بين شراء أو بيع موجود معين بسعر محدد في وقت محدد.

# الفصل الثاني

استخدام عقود الخيارات المالية  
في بناء محفظة التحوط  
ببورصة الكويت للفترة  
2018-2020

## تمهيد الفصل

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية حول موضوع بحثنا، سنحاول في هذا الفصل التطبيقي إسقاط دراستنا على بورصة الكويت للأوراق المالية للفترة (2018/2020) باعتبارها واحدة من أحسن البورصات العربية في مجال المشتقات المالية عموماً وعقود الاختيار تحديداً. من خلال التركيز على مجموعة من الشركات المدرجة في بها. بهدف تحقيق ذلك واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة، وتدعيماً للجانب النظري، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يهتم المبحث الأول ببورصة الكويت وأهم أقسامها وخدماتها وبالأخص عقود الخيارات المتداولة فيها باعتبارها العنصر الأساسي في دراستنا، وفي المبحث الثاني سنقوم ببناء محفظة مالية مثلى للمستثمر المتوازن في بورصة الكويت للأوراق المالية في سنة 2019 اعتماداً على عوائد ومخاطر تلك الأسهم للفترة 2018 / 2019، أما بالنسبة إلى المبحث الثالث فقد تطرقنا إلى تسعير عقود الخيارات باستعمال نموذج بلاك شولز، بهدف بناء محفظة التحوط ضد المخاطر المتوقعة.

## المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الكويت للأوراق المالية

يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أهم الأسواق المالية في العالم العربي، من خلال توفيره لكافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة، مما جعله محل اهتمام وجذب للمستثمرين المحليين والأجانب للتعامل بالأوراق المالية التي تمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق، حيث تعد هذه السوق من أوائل الأسواق العربية التي تم فيها تداول عقود الخيارات.

### المطلب الأول: مدخل إلى سوق الكويت للأوراق المالية

تم تأسيس سوق الكويت للأوراق المالية وفقا للقرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983، الذي نص في القانون (1-18) في مادته الأولى: "يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام هذا المرسوم ويتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وتكون له أهلية التصرف في أمواله وحق التقاضي"، بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل، وذلك طبقا للقوانين والأنظمة المتعلقة بنشاط السوق.<sup>1</sup>

### أولا: نبذة عن تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية وتطور أدائه

#### 1. نشأة سوق الكويت المالي وتحوله إلى بورصة الكويت للأوراق المالية

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952م، كأول شركة مساهمة كويتية، وبعدها أصدرت حكومة الكويت عددا من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، وفي سنة 1972م تم افتتاح أول مقر لها، تولى العاملون فيها مهمة تجميع ما يتم تداوله يوميا من الأسهم، وإصدار نشرة يومية تتضمن عدد من الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمت يومها.

وفي سنة 1976م صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، ليتم بعدها في شهر أفريل من سنة 1976م الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت "سوق الكويت للأوراق المالية"، تحت إشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية سنة 1983م، وبعد أزمة المناخ الكويتية صدر قانون متكامل للسوق، وتواصل بعد ذلك جهود التطوير بفتح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية سنة 2000م، وإنشاء السوق الموازية سنة 2001م، واستمرت عملية إصدار التنظيمات، والإجراءات وأحيانا قوانين مثل قانون الإفصاح والشفافية، وإصدار قانون هيئة أسواق المال سنة 2010م، ولوائحه التنفيذية سنة 2011م، وذلك كنظام تشريعي وقانوني متكامل إلى جانب التحديث المستمر لنظم العمل والتداول وآليات الرقابة.<sup>2</sup>

1 القانون رقم (18-1)، المؤرخ سنة 1983، المتعلق بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، متاح في الموقع: [www.law.almohami.com](http://www.law.almohami.com) (2021/05/26).

2 شافية كتاف، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تشييط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لبعض تجارب الأسواق المالية العربية والإسلامية"، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف- الجزائر، 2013/2014، ص184.



من ثم وفي أبريل 2014م وبموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم (2013/37) الصادر بتاريخ (2013/11/20) تم تأسيس شركة أطلق عليها "بورصة الكويت للأوراق المالية" (ش. م. ك) والتي بلغ رأسمالها (20.08 مليون د.ك)،<sup>3</sup> تتولى مسؤولية إدارة عمليات سوق الأوراق المالية في الكويت، ومنذ عام 2016 وبورصة الكويت تساهم في النمو والابتكار في سوق الأوراق المالية فضلا عن تقديم الدعم لهيئة أسواق المال والجهات المصدرة والمستثمرين، منذ التأسيس لعبت بورصة الكويت دورا محوريا في تطوير سوق المال الكويتي وتنويع الاقتصاد الوطني بما يتوافق مع أهداف رؤية الكويت الجديدة.<sup>4</sup>

## 2. تطور أداء بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2018-2020)

نستعرض في هذا العنصر تطور أداء بورصة الكويت خلال فترة ثلاث سنوات ابتداء من 2018 إلى سنة 2020، عن طريق عدة عناصر والجدول التالي يبرز ذلك:

الجدول(17): تطور بورصة الكويت للأوراق المالية خلال فترة (2018-2020)

السنة	عدد الشركات المدرجة	عدد شركات الوساطة	عدد الصفقات المنفذة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	حجم التداول (مليار د.ك)
2018	174	11	133,722	16,2	28,706
2019	175	11	1,543,128	39	35,797
2020	171	10	2,318,050	52,095	32,220

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- التقارير المالية السنوية لبورصة الكويت 2018-2019-2020، متاح في الموقع [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/26).

يتضح من خلال الجدول تزايد عدد الشركات المدرجة في بورصة الكويت خلال سنة 2019 ليرتفع عددها من 174 شركة في 2018 إلى 175 شركة. لتعرف بعد ذلك انخفاض في السنة الموالية 2020، حيث وصلت إلى 171 شركة، ويرجع السبب في ذلك لما شهدته سوق الكويت للأوراق المالية من أحداث لاسيما تداعيات جائحة كورونا.

<sup>3</sup> سوق الكويت اليوم إدراج وبدء التداول على أسهم شركة " بورصة الكويت"، [www.argaam.com/at/article](http://www.argaam.com/at/article)، (2021/05/26).  
<sup>4</sup> بورصة الكويت، [www.boursakuwait.com](http://www.boursakuwait.com)، (2021/05/26).

أما فيما يتعلق بعدد الصفقات المتداولة فنلاحظ تزايد مستمر في كل سنة، حيث ارتفع من (722،133) سنة 2018 إلى (1,543,128) سنة 2019 ووصل إلى (2,318,050) صفقة منفذة سنة 2020، بسبب تنامي ثقة المستثمرين في مثل هذه الصفقات كونها توفر لهم التغطية من المخاطر فضلا عن الأرباح الطائلة التي تدرها عليهم.

أما من حيث عدد الأسهم المتداولة فيتضح ارتفاعها ب(52,095/39 /16,2) في السنوات الثلاث على التوالي، وبخصوص حجم التداول فالجدول يوضح انه تم تداول (28,706مليار د.ك) سنة 2018، ثم ارتفعت إلى(35,797مليار د.ك) في السنة التي تليها، وفي السنة الأخيرة عانت هبوط وانحدار حيث تم تداول ما قيمته(32,220مليار د.ك)، وذلك راجع إلى تدهور نظام الصرف العالمي بسبب الأوضاع الصحية السائدة في العالم.

## ثانيا: تنظيم بورصة الكويت للأوراق المالية

### 1. أقسام بورصة الكويت للأوراق المالية

سوق الكويت المالي هو سوق تداول الأوراق المالية بشكل رسمي، يتضمن ثلاث أسواق هي: السوق الرسمي أو ما يعرف باسم "بورصة الكويت للأوراق المالية"، والذي ينقسم بدوره إلى ثلاث أسواق (السوق الأول، السوق الرئيسي، سوق المزادات)، سوق الكسور والذي تم إلغائه سنة 2011 والسوق الموازي. والجدول الموالي يوضح الأسواق المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية:<sup>5</sup>

الجدول(18): أقسام بورصة الكويت للأوراق المالية

المعايير	السوق الأول*	السوق الرئيسي*	سوق المزادات
الاستهداف	يستهدف النخبة، وهي مجموعة الشركات الممتازة ذات السيولة العالية والقيمة السوقية المتوسطة والعالية.	يستهدف الشركات التي لا تتأهل للضم في السوق الأول، ويكون لديها السيولة الكافية للتداول.	يضم الشركات المدرجة في البورصة والتي لا تستوفي شروط الانضمام إلى السوق الأول والرئيسي، هذا وتصنف في سوق المزادات الشركات ذات السيولة المنخفضة وقابلة للتداول.
المؤشر	تدخل الشركات المصنفة ضمن المؤشر الأول والمؤشر العام.	تدخل الشركات المصنفة ضمن المؤشر الأول والمؤشر العام.	لا يوجد لها مؤشر خاص بها ولا نجدها ضمن المؤشرات الأخرى.

<sup>5</sup> عمر حميدات، قرساس حياة، "تأثير تغير أسعار الأسهم على أداء الأسواق المالية حالة بورصة الكويت"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد03، العدد02، سبتمبر 2019، ص 132.

\*السوق الأول: وهو أول سوق في بورصة الكويت ولا يقصد به سوق الإصدار، يضم الشركات الكبرى ذات رأس المال الكبير.  
\*السوق الرئيسي: وهو ثاني أقسام بورصة الكويت في التسلسل الهرمي، تندرج ضمنه الشركات التي لا تتأهل للدخول في السوق الأول.

الشركات المدرجة تخضع لرقابة سنوية لمعرفة مستوى أداءها وإعادة تصنيفها مع نهاية السنة فإما أن تحافظ على مكانتها في السوق الأول ويرتقي بها هناك أو يعاد إدراجها في السوق الرئيسي.	إدراج أسهم الشركات في السوق يساهم في تعزيز مكانتها، وبالتالي زيادة رأس مالها عبر طرح المزيد من الأسهم. كما أن إدراج أسهم شركة للتداول ممكن أن يسقط الصناديق والمؤسسات الاستثمارية للتداول.	تقوم الشركات المدرجة بعقد مزادات يومية لتركيز مستوى السيولة.	آلية العمل
عدد الشركات المدرجة إلى غاية سنة 2021	25 شركة	140 شركة	

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على

- بورصة الكويت، قسم الأوراق المالية، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/27).

- السوق الكويتي للأوراق المالية، [www.indexsignal.com](http://www.indexsignal.com)، (2021/05/27).

- التقرير السنوي لبورصة الكويت لسنة 2019، متاح على الموقع [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/27).

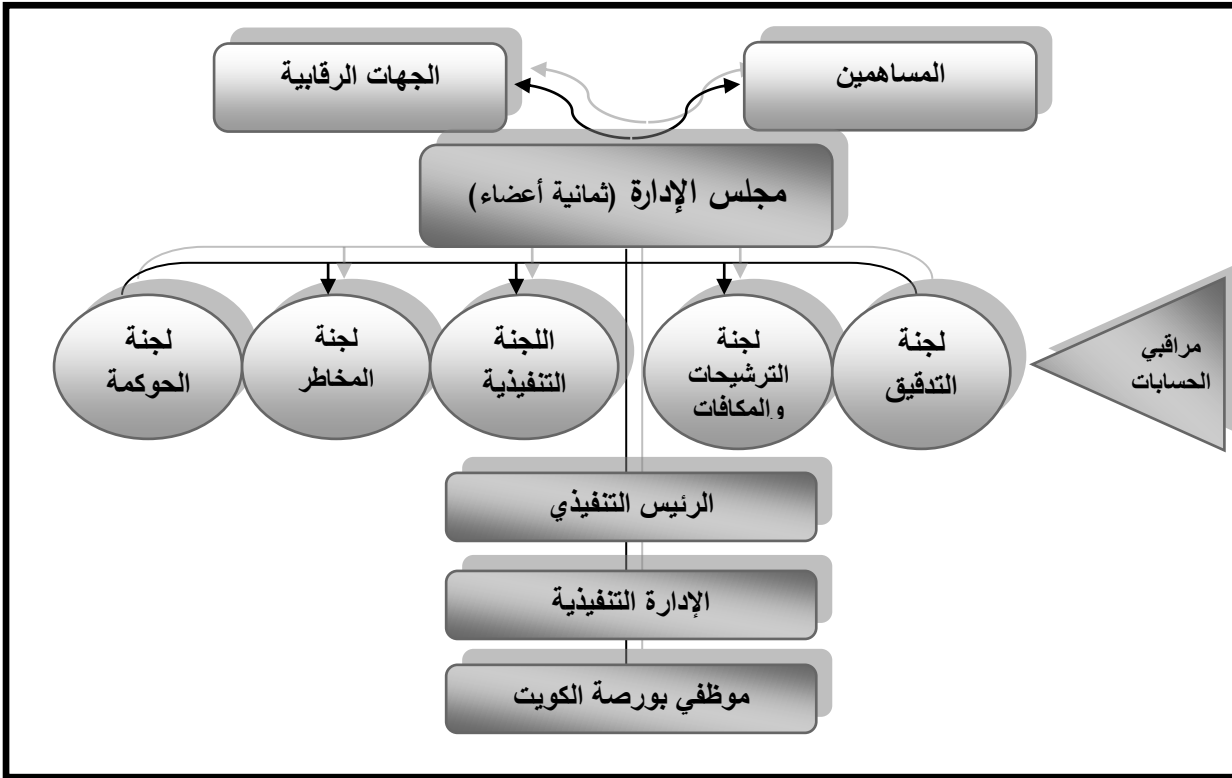
كما أنه يوجد قسم آخر في البورصة يضم مجموعة الشركات غير المدرجة في البورصة ويسمى بـ "نظام تداول الأوراق المالية غير المدرجة (OTC) Over the counter"، ويعتبر نظام استثمار موثوق فيه طورته بورصة الكويت للمستثمرين الذين يرغبون بتداول الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة، وهو النظام الوحيد من نوعه في مجلس التعاون الخليجي، يوفر للشركات الصغيرة والناشئة التي لا تتأهل للإدراج في السوق الرسمي فرصة للنمو بالإضافة إلى عمليات مبسطة في المنصة.

يتم تنفيذ جميع الصفقات من خلال نظام OTC من قبل شركات الوساطة المرخصة، كما يتحمل عملاء هذا النظام مسؤولية المخاطر التي قد تنتج عن مثل هذه الصفقات والتحقيق في الوضع المالي والقانوني للشركة التي يرغبون في تداول الأوراق المالية منها، كما أن جميع الصفقات في هذا النظام تنتج في الوضع المالي والقانوني للشركة التي يرغبون في تداول الأوراق المالية منها، كما يسهل النظام إجراء جميع الصفقات من خلال وسطاء بطريقة مماثلة للسوق الرسمي، هذا ما جعل من هذا النظام محل جلب اهتمام للمستثمرين.

## 2. الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت للأوراق المالية

لبورصة الكويت هيكل تنظيمي يتكون من ستة أقسام وفي رأسها مجلس الإدارة الذي يعمل بدوره على تحقيق أهداف المساهمين ومتابعة أداء الإدارة التنفيذية، بالإضافة إلى مراقبة الأداء التشغيلي للشركة، يتكون مجلس الإدارة من ثمانية أعضاء غير تنفيذيين، من بينهم ثلاث أعضاء مستقلين على رأسهم رئيس مجلس الإدارة كما يندرج تحت مجلس الإدارة كل من "لجان لمراقبة الحسابات، الرئيس التنفيذي، الإدارة التنفيذية والموظفين"، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل(15): الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت للأوراق المالية



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2018، ص50، متاح في الموقع [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/27).

### المطلب الثاني: بيئة بورصة الكويت للأوراق المالية

يجري التعامل داخل بورصة الكويت كسائر البورصات العالمية من خلال التعاملات بين الشركات والأفراد الذين يعتبرون أعضاء في تلك السوق، يلعبون دور البائعين والمشترين لمجموعة من الأدوات والأوراق المالية التي تحقق لهم عوائد مقابل تحملهم لمخاطرة.

### أولاً: الأعضاء المشاركون في بورصة الكويت للأوراق المالية

يتعدد المشاركون في بورصة الكويت إلى عدة أعضاء يخلفون باختلاف أهدافهم في تلك السوق، والجدول التالي يبين أهمهم:

**الجدول(19): الأعضاء المشاركون في بورصة الكويت للأوراق المالية**

الأعضاء	ماهية
الشركات المدرجة	يبلغ عددها حاليا في سنة 2021 (165 شركة)، كل شركة تكون مشاركة في السوق بسهم معين تختلف حسب كل قطاع وحسب ما تقدمه من خدمات (بنوك، خدمات مالية، تأمين، عقار، خدمات صناعية، استهلاكية، ...إلخ)، منها المدرجة ضمن السوق الرئيسي ومنها المدرجة ضمن السوق الأول. آخر شركة انضمت في السوق كان في 2020/09/14. وانخفض عدد الشركات المدرجة في السنة الأخيرة إلى ما يقارب ستة شركات.
الصناديق العقارية المدرة للدخل	يوجد في بورصة الكويت صندوق واحد فقط مدر للدخل ألا وهو صندوق "بيتك كابيتال ريت"، الحامل للسهم بيتك ريت، ويهدف هذا الصندوق إلى تحقيق عوائد نقدية من خلال الاستثمار في قطاعات العقار في دولة الكويت، ويشارك عدد من المستثمرين في رأس مال الصندوق، مما يسمح للمستثمرين الأفراد الحصول على حصة من الدخل الناتج عن ملكية العقار من دون الحاجة إلى شراء أو تمويل ممتلكات أو أصول.
شركات الوساطة	وهي عبارة عن 10 مؤسسات مالية تعمل كوسطاء في بورصة الكويت بهدف تسهيل المعاملات بين الأفراد من جهة وبين الأفراد والمؤسسات من جهة أخرى، نذكر منها: (التجاري للوساطة CBK Brokerage، المجموعة المالية هيرميس إيفا EFG HERMES، بيتك للوساطة المالية KFH Brokerage، الشرق للوساطة المالية، وساطة Wasata، الأولى للوساطة...إلخ).
الصناديق الاستثمارية	وهي عبارة عن صناديق هدفها تنمية رأس المال عن طريق بيع وشراء الأسهم المدرجة في بورصة الكويت، واستثمار النقد المتوفر في صورة ودائع لدى الشركة المدبرة، تحتوي البورصة حاليا سنة 2021 (46 صندوق استثماري) منها ما يتعامل بأدوات النقد التقليدية ومنها ما يتعامل بأدوات النقد المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من أمثلة ذلك (صندوق الهلال الإسلامي، صندوق الكويت الاستثماري، الوسم، صندوق الرؤية، صندوق فرصة المالي، صندوق المركز العقاري...إلخ).
صناع السوق	توجد أربع شركات تمثل صناع السوق في بورصة الكويت هي: (شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي، شركة ثروة للاستثمار، شركة بيتك كابيتال للاستثمار، شركة المركز المالي الكويتي)، هدفها الأساسي توفير العرض والطلب على الورقة المالية.

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على

-المشاركون في السوق، [www.boursakuwait.com](http://www.boursakuwait.com)، (2021/05/27).

-المرزوق "بيتك كابيتال" تدرج أول صندوق ريت للاستثمار العقاري المتداول في بورصة الكويت، [www.kfhcapital.com.kw](http://www.kfhcapital.com.kw)، (2021/05/27).

بالإضافة إلى تلك الأعضاء الرسميين يوجد عضو آخر في البورصة أهميته لا تقل عن أهمية المشاركون فيها ألا وهي غرفة المقاصة في بورصة الكويت والتي يطلق عليها "الشركة الكويتية للمقاصة"، تأسست هذه الشركة سنة 1982م، من قبل الجهات المختصة وذلك من أجل حل الأمور الناشئة من انهيار السوق الغير رسمي والمعروف باسم "سوق المناخ"، وفي عام 1986 عهدت إدارة سوق الكويت للأوراق المالية إلى الشركة الكويتية للمقاصة القيام بمهام عمليات التقاص (المقاصة) والتسويات لأوراق المالية ومشتقاتها المتداولة في السوق، وفي نفس السنة وبالتشاور مع سوق الكويت للأوراق المالية قامت بإنشاء وتطبيق الآلية المطلوبة لعمليات التقاص والتسويات التي تم تطبيقها في السنة التالية، ومنذ ذلك الحين والشركة الكويتية للمقاصة تحقق تقدما مميذا وملحوظا في

كل مجالات أعمالها بما في ذلك تعزيز النظام وتطبيق خدمات ومنتجات جديدة، ومن بين الخدمات التي تقدمها شركة المقاصة الكويتية نذكر ما يلي:<sup>6</sup>

- تقدم الشركة خدمة الإيداع المركزي لأسهم الشركات الغير مدرجة وأدوات الدين (السندات)؛
- خدمة سجل الأسهم وأمانة الاستثمار للشركات ولصناديق الاستثمار؛
- خدمة حفظ الأوراق المالية المحلية والخليجية والعربية للمستثمرين المحليين والأجانب؛
- تقدم الخدمة المركزية لعمليات التقاص والتسوية والإيداع المركزي.

### ثانيا : الأدوات المتداولة في بورصة الكويت للأوراق المالية

بورصة الكويت للأوراق المالية هي مثلها كمثل أي بورصة في العالم تتعامل بالأوراق المالية المتعارف عليها مثل الأسهم، السندات، المشتقات المالية... إلخ، وتعد من الأسواق التي تقدم مجموعة من الخدمات والمنتجات المبتكرة حديثا بهدف تسهيل التعامل بين المشاركين فيها، منها ما هي أدوات ربوية ومنها ما هي أدوات إسلامية، والشكل الموالي يبرز أهم تلك المنتجات في بورصة الكويت:

#### الشكل (16): الخدمات الحديثة المتعامل بها في بورصة الكويت للأوراق المالية

##### الخدمات المقدمة سنة 2019

**عروض الشراء:** هي نوع من عروض الاستحواذ العامة التي تتيح لأي شخص شراء بعض أو كل أسهم المساهمين في شركة ما، وعادة ما يتم تقديم عروض الشراء علنا، ودعوة المساهمين لبيع أسهمهم بسعر محدد وضمن فترة معينة، يتم تقديم عروض الشراء بسعر محدد يمثل علاوة كبيرة على سعر السهم الحالي لحث المساهمين على الاستثمار.

**صفقات المبادلة:** هي صفقات تبادل لورقة مالية مدرجة بأخرى مدرجة تتم بين طرفين بشكل مباشر سواء من الأفراد أو الشركات، على أن تكون قيمة الأوراق المالية مملوكة بالكامل لدى أطراف الصفقة، وخالية من أي قيود قانونية أو اتفاقية تمنع التصرف فيها.

**منصة الصناديق العقارية المدرة للدخل:** توفر بورصة الكويت منصة تتسم بالشفافية لتداول الصناديق العقارية المدرة للدخل (المتداولة)، ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب النظام الأساسي لكل صندوق لجعل هذا النوع من الاستثمار متاحا للمساهمين.

<sup>6</sup> الشركة الكويتية للمقاصة، [www.maqasa.com](http://www.maqasa.com)، (2021/06/07).

### الخدمات المقدمة سنة 2019

**حقوق الأولوية:** هي ورقة مالية قابلة للتداول أو التنازل تعطي لصاحبها حق أولوية الاكتتاب في رأس مال المصدر بنسبة ما يملكه من أوراق مالية في رأس مال ذلك المصدر، لا تحتاج إدراج حقوق الأولوية في البورصة إلى اتخاذ إجراءات أو صدور موافقة مستقلة من الهيئة، حيث تعتبر موافقة الهيئة على نشرة الاكتتاب بمثابة موافقة على إدراج وتداول هذه الحقوق في البورصة.

**البيع على المكشوف:** هي عملية يتم من خلالها بيع ورقة مالية مقترضة بهدف شراءها لاحقاً بسعر أقل وبالتالي تحقيق ربح مساوي للفرق بين سعر البيع على المكشوف وسعر الشراء. تتم عمليات البيع على المكشوف عن طريق اقتراض أسهم أو أصول أخرى يعتقد المستثمر أنها ستخفض بحلول تاريخ محدد لانتهاء الصلاحية ومن ثم يبيع المستثمر هذه الأسهم المقترضة للمشتريين الراغبين في دفع سعر السوق.

**الصفقات المتفق عليها:** هي صفقات تتطلب اتفاقاً مسبقاً بين المشتري والبائع على ورقة مالية مدرجة بسعر وكمية متفق عليها، يكون بينهما وسيط مرخص من بورصة الكويت للاطلاع على الضوابط والشروط. في حالة وجود صفقة تؤدي إلى الاستحواذ المباشر على أقل من 5% من رأس مال الشركة فقط. أما الغير مباشر فيكون 30%.

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على

- ركن المعلومات، معلومات عن المنتجات، بورصة الكويت، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/29).
- محمد الإرتري، "البيع على المكشوف وصفقا المبادلة"، جريدة "الجريدة"، [www.aljarida.com/articles](http://www.aljarida.com/articles)، (2021/05/29).
- بورصة الكويت تطلق 5 أدوات استثمارية جديدة، جريدة "العربية"، [www.alarabiya.net/amp/aswag](http://www.alarabiya.net/amp/aswag)، (2021/05/29).

### المطلب الثالث: عقود الخيارات المالية في بورصة الكويت للأوراق المالية

تعد بورصة الكويت أول سوق عربية يتم فيها تداول عقود الخيارات المالية، وفيما يلي سنحاول إعطاء نظرة شاملة عن تداول عقود الخيارات المالي ونبذة عن تداول هذا النوع من العقود، وإظهار الدور الذي تلعبه في التحوط من المخاطر.

#### أولاً: نشأة وتطور عقود الخيارات في بورصة الكويت للأوراق المالية

شهدت سوق الكويت للأوراق المالية خطوات هامة في مجال تطوير بنيتها التشريعية والتكنولوجية، وتعزيز مكانتها على مختلف الأصعدة المحلية والدولية، كما أنها مرت بعدة تطورات بإدخالها أدوات استثمارية جديدة مثل عقود الخيارات.<sup>7</sup>

منح سوق الكويت للأوراق المالية الموافقة لشركة "المركز المالي الكويتي" بتقديم خدمة الخيارات، وبالضبط خيارات الشراء في 28 مارس 2005، لتكون بذلك أول سوق عربية يتداول فيها هذا النوع من العقود.<sup>8</sup> ويعتبر صندوق "فرصة المالي" أول صندوق مرخص له عملية إصدار وتداول الخيارات في سوق الكويت للأوراق المالية. تصدر خيارات صندوق فرصة المالي على مجموعة من الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية على أن يكون يوم الاستحقاق هو آخر يوم أربعاء والتي تم انتقاؤها وفق معايير وضعتها شركة المركز ومن أهمها القيمة السوقية المرتفعة، والسيولة العالية ومستوى التذبذب المعتدل.<sup>9</sup> وفي أول يوم من التداول 28 مارس 2005 تم تداول 75 عقدا بقيمة إجمالية وصلت إلى 150 ألف دينار كويتي، تمت على أسهم 13 شركة منتقاة من مختلف القطاعات حسب معايير مختلفة منها: القيمة السوقية المرتفعة؛ السيولة العالية؛ والتذبذب المعتدل وبعد ذلك قررت إدارة السوق إنشاء لجنة لمتابعة وتطور سوق الخيارات في الكويت.<sup>10</sup>

#### ثانياً: صندوق فرصة المالي

##### 1. أهداف صندوق "فرصة المالي"

يهدف صندوق فرصة المالي إلى تنمية رأس المال من خلال استثمار الأموال لصالح من يرغب من المواطنين الكويتيين ومواطني دول مجلس التعاون الخليجي والأجانب أشخاصا طبيعيين ومعنويين وفقا للقانون وذلك في مجال إدارة وتنفيذ عمليات وتداولات الخيارات المالية وبأية أدوات مالية جديدة توافق إدارة السوق والهيئة على إدارتها وتداولها بالإضافة إلى الاستثمار في أسهم

7 حياة عويجية، "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حامه لخضر، الوادي- الجزائر، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2017، ص 81.

8 بن دعاس زهير، "تسعير عقود المالية باستخدام نموذج بلاك شولز: حالة سوق الخيارات الكويتي"، مجلة معارف، العدد 20، جوان 2016، ص 235.

9 قيمة عقود الخيارات المتداولة، [www.alraimedia.com/article/20814](http://www.alraimedia.com/article/20814)، (2021/05/28)

10 بن دعاس زهير، مرجع نفسه، ص 235.



الشركات المدرجة في البورصة وإصدار مشتقات مالية لها بناء على أسس ودراسات وافية لتحقيق أعلى عائد ممكن وبمخاطر محدودة.<sup>11</sup>

## 2. إدارة وتداولات عقود الخيارات بواسطة صندوق "فرصة المالي"

يقوم صندوق فرصة المالي بإصدار عقود خيارات الشراء على فترات استحقاق متباينة (شهر، 3 أشهر، 6 أشهر، 9 أشهر، و12 شهراً).<sup>12</sup> ويكون الحد الأدنى لحجم عقد الخيار الواحد ألف سهم والحد الأقصى 100 ألف سهم على أن يتبع حجم العقد مضاعفات الألف سهم. ويتم تداول عقود خيارات صندوق فرصة المالي في السوق الثانوي في داخل قاعة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية عبر وسطاء معتمدين من بورصة الكويت في كل يوم تداول بعد إقفال السوق النقدي من الساعة 12:55 إلى 1:15 ظهراً.<sup>13</sup>

وتتبع عقود خيارات فرصة النظام الأميركي الذي يمنح المشتري خيار الشراء الحق وليس الإلزام بأن يشتري كمية معينة من الأسهم بسعر محدد (سعر التنفيذ) عند أو قبل تاريخ معين (تاريخ استحقاق). ولتوفير السيولة اللازمة في السوق وإيجاد قاعدة تداول، يقوم الصندوق بطرح أسعار عرض وأسعار طلب يوميا لجميع عقود الخيار المصدرة من قبله بحيث تمنح المستثمر فرصة إعادة بيع العقد للصندوق، كما تمنحه فرصة لتنفيذ عقد الخيار عند سعر التنفيذ وامتلاك الأسهم محل التعاقد بعد تسديد إجمالي قيمتها.<sup>14</sup>

## ثالثاً: آليات تداول عقود الخيارات في بورصة للأوراق المالية

يتم تداول الخيارات في بورصة الكويت للأوراق المالية وفقاً للوائح التداول والإجراءات التي حددتها السلطات المالية الكويتية وسلطات البورصة على وجه الخصوص، حيث تتكون هذه القواعد من 51 مادة مقسمة إلى 8 فروع هي:

- المعلومات العامة؛
- الإصدار؛
- الضمانات؛
- التداول؛
- أسعار العقود؛
- تسوية العقود؛
- الاستحقاقات؛
- قرارات الشركات.

11 المركز المالي الكويتي، المعلومات الشهرية لصندوق فرصة المالي، 09 جانفي 2021،

65 [www.boursakuwait.com.kw/ar/fund/monthly\\_information#65](http://www.boursakuwait.com.kw/ar/fund/monthly_information#65)، (2021/05/30).

12 القيس تنشر دراسة المركز المالي عن الاوبشن "بورصة الكويت الأولى في تقديم الخدمة على صعيد المنطقة/عقود الخيار/المفهوم وطريقة الاستخدام والمخاطر، <https://alqabas.com/article/31836>، (2021/05/28).

13 قيمة عقود الخيارات المتداولة، [www.alraimedia.com/article/20814](http://www.alraimedia.com/article/20814)، (2021/05/30).

14 تقرير "المركز" عن أدار الخيارات" في بورصة الكويت، [www.alqabas.com/article/289134](http://www.alqabas.com/article/289134)، (2021/05/30).

تشرح هذه الفروع والمواد كافة مظاهر إصدار وتداول وتسوية الخيارات وكيفية تحديد أسعارها، كما تشرح الضمانات الممنوحة من قبل مصدر الخيارات وكذا المدة المحددة في العقود كتاريخ الاستحقاق وغيره من العوامل المساعدة على تنشيط سوق هذه الأدوات المالية الجديدة.<sup>15</sup>

فصانع السوق يقوم بطرح أسعار عرض وطلب لجميع عقود الخيارات عبر شاشات العرض، ويقوم الراغبون في شراء تلك العقود بإرسال أوامر الشراء إلى وسطائهم الذين يكلفون بتنفيذ تلك الأوامر، وبعد تنفيذ الصفقات يقوم كل وسيط بتسليم المستثمر عقد شراء يحتوي على مكونات الصفقة المنفذة ومبلغ الشراء المطلوب دفعه، ففي هذه الحالة يتوفر لدى مشتري الخيار وسيلتان لتسوية عقده، إما أن يبيعه إلى صانع السوق بسعر الطلب المحدد مسبقاً من قبل المصدر (صانع السوق)، أو دفع قيمة الخيار المتمثلة في حاصل ضرب سعر التنفيذ في عدد الأسهم محل الخيار لصانع السوق الذي بدوره يقوم بتحويله إلى حسابه (عن طريق شركة المقاصة الكويتية).<sup>16</sup>

<sup>15</sup> مريميت عديلة، "الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسبير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 10، 2010، ص 30.

<sup>16</sup> نريمان رقيب، "تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية: دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 7، العدد 02، 2016، ص 118-119.

## المبحث الثاني: بناء محفظة مالية مثلى في بورصة الكويت للأوراق المالية

المحفظة المالية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة للوصول إلى أهداف المستثمرين، ولتحقيق ذلك لابد من أن يكون المستثمر رشيد في اختياره للأسهم التي تتلاءم مع توقعاته، ومن أجل الوصول إلى ذلك ارتأينا أن ندرس مجموعة من أسهم الشركات المدرجة في مؤشر الكويت والذي يطلق عليه "المؤشر الرئيسي 50" باعتبارها شركات عريقة وكبيرة وتتمتع بسيولة عالية، إلا أننا قمنا ببعض التغييرات التي تتلاءم مع الدراسة، وحساب كل من عوائدها ومخاطرها، وذلك من أجل اختيار مجموعة الأسهم المرشحة للضم إلى المحفظة المالية المثلى والتي تحقق هدف المستثمر المتوازن والمتمثلة في تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول ودرجة مخاطرة مقبولة.

### المطلب الأول: التعريف بعينة الدراسة

قبل التطرق إلى حساب عوائد ومخاطر الأصول وبناء محفظة مثلى، كان لزاماً التعرف على عينة الدراسة حيث اخترنا الشركات المدرجة في مؤشر الكويت لسنة 2021 والذي يطلق عليه "المؤشر الرئيسي 50"؛ الذي يشمل أسهم 50 شركة من مختلف القطاعات الحيوية في الاقتصاد الكويتي، والجدول الموالي يوضح أهم القطاعات والتعريف بالمؤسسات والأسهم المختارة للدراسة:

#### الجدول (20): التعريف بالمؤسسات محل الدراسة

القطاع	المؤسسة	اسم السهم	رقم السهم	التعريف بالمؤسسة	
				تاريخ التأسيس	تاريخ الإدراج في البورصة
خدمات مالية	أعيان للإجارة والاستثمار	أعيان	222	1999/01/04	2002/06/29
	مجموعة أرزان للتمويل الاستثمار	أرزان	212	1980/04/15	1996/12/31
	الشركة الأولى للاستثمار	الأولى	219	1997/07/26	2001/12/01
	نور للاستثمار المالي	نور	241	1996/06/05	2006/05/01
	مجموعة السلام القابضة	السلام	236	1997/09/11	2005/11/28
	بيت الأوراق المالية	البيت	209	1982/03/28	1996/05/28
	المدينة للتمويل والاستثمار	المدينة	240	2005/01/29	2006/04/24
	بيت الاستثمار الخليجي	الخليجي	221	1998/08/09	2002/05/22
	المركز المالي الكويتي	المركز	213	1974/08/17	1997/04/07
	الاستشارات المالية الدولية القابضة	إيفا	203	1974/01/31	1987/09/09
	شركة الاستثمارات الوطنية	استثمارات	204	1987/12/06	1988/07/09
	منازل القابضة	منازل	436	1983/07/05	2009/02/23

الفصل الثاني: .....استخدام عقود الخيارات المالية في بناء محفظة التحوط ببورصة الكويت للفترة 2018-2020

السوق الرئيسي	2004/01/25	1999/10/16	813	جي أف إتش	مجموعة جي أف إتش المالية	
السوق الرئيسي	1984/09/29	1977/01/16	202	تسهيلات	التسهيلات التجارية	
السوق الأول	2011/04/19	2005/04/30	252	امتياز	مجموعة الامتيازات الاستثمارية	
السوق الرئيسي	1997/07/29	1984/01/01	214	كمفيك	الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي	
السوق الرئيسي	2003/10/20	1998/09/16	228	كامكو	كامكو للاستثمار	
السوق الرئيسي	1984/09/29	1971/02/24	105	المتحد	البنك الأهلي المتحد- الكويت	البنوك
السوق الرئيسي	1984/09/29	1967/05/23	104	الأهلي	البنك الكويتي الأهلي	
السوق الرئيسي	1984/09/29	1960/06/19	103	تجاري	البنك التجاري الكويتي	
السوق الرئيسي	1984/09/29	1968/11/05	503	إسمنت	اسمنت الكويت	صناعية
السوق الرئيسي	2004/04/26	1979/02/24	618	المعامل	الكويتية لبناء المعامل والمقاولات	
السوق الرئيسي	2006/01/23	1965/11/15	635	المشتركة	المجموعة المشتركة للمقاولات	
السوق الرئيسي	1984/05/11	1974/04/02	506	سفن	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن	
السوق الرئيسي	2007/07/07	1996/03/06	650	مبرد	شركة مبرد القابضة	
السوق الرئيسي	2009/12/08	2000/05/03	658	لوجستيك	كي جي إل لوجستيك	
السوق الرئيسي	1995/04/01	1976/07/07	508	بوترلاند	اسمنت بوترلاند	
السوق الرئيسي	2008/06/11	1988/10/01	2010	الخصوصية	مجموعة الخصوصية القابضة	
السوق الرئيسي	2005/07/26	1998/07/20	632	رماية	الوطنية للرماية	الطاقة
السوق الرئيسي	2005/06/14	1998/03/28	629	بتروجلف	الخليجية للاستثمار البترولي	
السوق الرئيسي	2003/11/01	1998/10/17	416	المستثمرون	مجموعة المستثمرون القابضة	العقار
السوق الرئيسي	1984/09/29	1973/07/16	403	وطنية	الشركة الوطنية العقارية	
السوق الرئيسي	2004/12/21	1968/02/04	418	التجارية	الشركة التجارية العقارية	
السوق الرئيسي	1984/09/29	1974/09/16	404	صالحية	الصالحية العقارية	
السوق الرئيسي	2007/12/10	2003/04/30	434	دبي الأولى	دبي الأولى للتطوير العقاري	
السوق الرئيسي	2005/12/12	1978/08/17	428	التعمير	التعمير للاستثمار العقاري	
السوق الرئيسي	2008/09/16	1999/09/13	435	م. الأعمال	مدينة الأعمال الكويتية العقارية	
السوق الرئيسي	2005/12/27	1998/08/23	239	الصكوك	صكوك القابضة	
السوق الرئيسي	2005/05/02	1998/11/07	423	مزايا	المزايا القابضة	
السوق الرئيسي	1999/07/12	1993/08/15	412	الإنماء	الإنماء العقارية	
السوق الأول	1984/09/29	1972/05/06	401	عقارات. ك	عقارات الكويت	
السوق الرئيسي	1998/08/22	1976/07/10	410	ع. عقارية	الشركة العربية العقارية	
السوق الرئيسي	2008/06/09	2004/02/22	438	ميناء	ميناء العقارية	
السوق الرئيسي	2004/12/14	1999/05/22	621	آن	آن ديجيتال سيرفس القابضة	الاتصالات
السوق الرئيسي	1999/07/17	1997/10/12	613	أريد	الوطنية للاتصالات المتنقلة	
السوق الرئيسي	2014/12/14	2008/06/24	822	أس تي سي	الاتصالات الكويتية	

السوق الرئيسي	2008/01/14	2004/03/03	654	الجزيرة	طيران الجزيرة	خدمات استهلاكية
السوق الرئيسي	2007/07/21	2002/08/07	651	المنتزهات	الكويتية للمنتزهات	
السوق الرئيسي	2011/01/18	2004/09/27	661	جياذ	جياذ القابضة	
السوق الرئيسي	1984/09/29	1973/11/24	701	مواشي	نقل وتجارة المواشي	سلع استهلاكية

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

- المشاركون في السوق، الشركات المدرجة، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/31).

نلاحظ أن العينة مكونة من 50 شركة مدرجة في "المؤشر الرئيسي 50" مع القيام ببعض التعديلات المتمثلة في استبدال بعض الشركات بأخرى لعدم توفر معلومات عنها بالإضافة إلى شركة "أبار للتطوير العقاري" والتي خرجت من البورصة في أبريل 2021، محاولين بذلك بناء محفظة مالية مثلى معتمدين على مبدأ التنويع لذلك اخترنا عدة قطاعات للاستثمار المتمثلة في: قطاع خدمات المالية أخذنا سبعة عشر سهم من شركات مختلفة، وثلاثة عشر سهم من قطاع العقار، أما قطاع البنوك، قطاع الاتصالات والخدمات الاستهلاكية تم أخذ ثلاثة أسهم من كل قطاع، وتسعة أسهم من قطاع الصناعة، وسهم واحد لكل من قطاع الطاقة وقطاع السلع الاستهلاكية.

### المطلب الثاني: حساب عوائد ومخاطر أسهم العينة

قمنا في هذا الجزء باستخراج أسعار الأسهم الشهرية للسنوات 2019/2018/2017 لمفردات العينة وذلك بالاعتماد على البيانات الواردة في دليل الشركات الصادر عن البورصة، ومن ثم تلخيصها إلى أسعار سنوية، وذلك من أجل حساب كل من العائد والمخاطرة لكل أصل من الأصول؛ والجدول الموالي يوضح العائد المترتب عن الاستثمار في تلك الأسهم لسنة 2019/2018، والمخاطر الناجمة عنه لسنة 2019.

### الجدول (21): عائد ومخاطر الأسهم لسنة 2019/2018

اسم السهم	P <sub>2017</sub> (10 <sup>3</sup> )	P <sub>2018</sub> (10 <sup>3</sup> )	P <sub>2019</sub> (10 <sup>3</sup> )	R <sub>i2018</sub> (%)	R <sub>i2019</sub> (%)	$\bar{R} = \frac{\sum R_i}{n}$	VAR <sub>2019</sub> (%)	&sub2019(%)
أعيان	4	4.3	5.3	7.5	23.26	15.38	1.24	11.14
أرزان	3	3	2.4	0.0001	-20	-10	2	14.14
الأولى	6.5	5.8	5	-10.77	-13.79	-12.28	0.046	2.14
نور	6.1	7.7	11.9	26.23	54.55	40.39	4.009	20.02
السلام	4.1	3.2	2.9	-21.95	-9.38	-15.66	0.79	8.89
البيت	5.6	5.3	4.6	-5.36	-13.21	-9.28	0.31	5.55
المدينة	3.6	2.1	1.5	-41.67	-28.57	-35.11	0.85	9.25
الخليجي	4.9	4.8	6.4	-2.04	33.33	15.64	6.25	25.01
المركز	10.9	10	10.6	-8.26	6	-1.13	1.01	10.08
إيفا	7.8	7.6	5.3	-2.56	-30.26	-16.41	3.83	19.58
استثمارات	9.8	8.3	13.8	-15.31	66.27	25.48	33.26	57.67
منازل	3.2	2.5	3.9	-21.88	56	17.06	30.32	55.06

الفصل الثاني: .....استخدام عقود الخيارات المالية في بناء محفظة التحوط ببورصة الكويت للفترة 2018-2020

17.84	3.18	-23.28	-10.67	-35.89	6.7	7.5	11.7	جي أف إتش
14.02	1.96	14.08	24	4.16	21.7	17.5	16.8	تسهيلات
6.51	0.42	-10.58	-5.97	-15.19	12.6	13.4	15.8	امتياز
16.20	2.62	44.79	56.25	33.33	5	3.2	2.4	كميفك
24.46	5.98	13.13	30.43	-4.17	9	6.9	7.2	كامكو
22.20	4.93	5.11	20.82	-10.58	29.6	24.5	27.4	المتحد
10.59	1.12	-5.67	-13.17	1.81	24.4	28.1	27.6	الأهلي
14.83	2.20	26.97	16.48	37.46	53	45.5	33.1	تجاري
11.12	1.24	-27.22	-35.09	-19.36	24.6	37.9	47	اسمنت
34.92	12.19	39.76	15.08	64.46	22.9	19.9	12.1	المعامل
5.12	0.26	-21.982	-18.36	-25.61	24.9	30.5	41	المشتركة
81.28	66.06	51.22	-6.25	108.69	40.5	43.2	20.7	سفن
33.53	11.24	25.43	49.15	1.72	8.8	5.9	5.8	ميرد
1.42	0.02	-6.13	-5.13	-7.14	3.7	3.9	4.2	لوجيستيك
25.32	6.41	4.57	-13.33	22.49	98.2	113.3	92.5	بوترلاند
21.39	4.57	9.06	24.19	-6.06	7.7	6.2	6.6	الخصوصية
7.23	0.52	-32.38	-37.5	-27.27	1	1.6	2.2	رماية
26.01	6.76	-14.94	-33.33	3.45	2	3	2.9	بتروجلف
2.77	0.07	-31.37	-33.33	-29.41	0.8	1.2	1.7	المستثمرون
20.28	4.11	-4.21	10.13	-18.56	8.7	7.9	9.7	وطنية
3.16	0.11	1.12	3.37	-1.11	9.2	8.9	9	التجارية
23.43	5.49	9.79	26.36	-6.78	41.7	33	35.4	صالحية
4.51	0.21	-8.44	-5.26	-11.63	3.6	3.8	4.3	دببوالولى
0.08	0.0001	-3.51	-3.57	-3.45	2.7	2.8	2.9	التعمير
1.81	0.03	3.61	2.33	4.88	4.4	4.3	4.1	م. الأعمال
2.9463	0.08	-14.5833	-12.5	-16.67	3.5	4	4.8	الصكوك
14.60	2.13	-26.0390	-15.71	-36.36	5.9	7	11	مزايا
64.28	41.32	45.4545	90.91	0.0001	6.3	3.3	3.3	الإئماء
69.3	48.04	45.44	94.44	-3.57	10.5	5.4	5.6	عقاراتك
2.44	0.06	1.72	3.45	0.00001	3	2.9	2.9	ع. عقارية
21.33	4.55	-1.19	13.89	-16.28	4.1	3.6	4.3	مينا
16.78	2.82	-29.51	-17.65	-41.38	1.4	1.7	2.9	آن
35.97	12.94	-8.82	16.62	-34.26	82.8	71	108	أريد
1.15	0.013	-0.68	-1.5	0.13	78.8	80	79.9	أس تي سي
28.94	8.37	30.07	50.55	9.61	109.9	73	66.6	الجزيرة
19.72	3.89	-4.51	9.43	-18.46	5.8	5.3	6.5	المنتزهات
20.21	4.08	-31.58	-45.83	-17.24	3.9	7.2	8.7	جياذ
7.77	0.61	-12.41	-6.91	-17.91	17.5	18.8	22.9	مواشي
<b>7.35</b>	<b>0.54</b>	<b>1.05</b>	<b>6.24</b>	<b>-4.14</b>	-	-	-	السوق

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مجموعة البيانات المستخرجة من:

- المشاركون في السوق، الشركات المدرجة (معلومات الشركة العامة، الأسعار الشهرية)، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)،

(2021/05/31).

يتضح من الجدول (21)، العناصر الداخلة في احتساب العائد والمخاطرة للأصول باستخدام المعادلات التي تطرقنا إليها سابقاً، وتمثل الأعمدة الثلاثة الأولى أسعار الأسهم (P) المعنية بالدراسة خلال السنوات 2017/2018/2019 على التوالي والتي يمكن تحديدها مباشرة من خلال الأسعار الشهرية لشركات العينة والتي تم تلخيصها إلى أسعار سنوية، أما العمودين (4-5) فيمثلان نسبة العوائد الفعلية لسنتي 2018 و2019، حيث نلاحظ أن أكبر عائد لسنة 2018 كان من نصيب سهم (سفن) بنسبة 108,7% ولم تحافظ على نسبتها في السنة الموالية وانخفضت إلى 6,25-%، أما أدنى عائد فكان لسهم (المدينة) بنسبة 41,67-%، وفي سنة 2019 فالنسبة الأكبر من العوائد كانت لصالح سهم (نور) بنسبة 94,44-%، وأدنى عائد كان لسهم (جیاد) بنسبة 45,83-%، والعمود السادس يوضح متوسط العوائد لكل سهم (R) الذي تم احتسابه على أساس مجموع عائد كل أصل لسنتي 2018/2019 على عدد العوائد.

أما العمودين الأخيرين فيوضحان تقلب عوائد الأسهم حيث يبين العمود الأول تباين عوائد كل سهم والعمود الثاني يمثل الانحراف المعياري لهذه العوائد والتي تعبر عن مخاطرة الأسهم المدروسة، التي نتجت عن الاستثمار في كل سهم في سنة 2019، فكما نلاحظ أن أعلى نسبة مخاطرة تقدر بـ 81,28% والتي توافق السهم (سفن)، حيث أن العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة طردية.

### المطلب الثالث: تشكيل المحفظة المالية المثلى للمستثمر المتوازن في بورصة الكويت للأوراق المالية

تعرف المحفظة المثلى بالنسبة للمستثمر الرشيد على أنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر (مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها)، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول،<sup>17</sup> يساهم الأسلوب البسيط في تحديد مكونات المحفظة المالية المثلى بما يتناسب مع أهداف المستثمر المتوازن سواء بما يتعلق بالعائد أو المخاطر، وفي هذا المطلب وباستخدام هذا الأسلوب سنعمل على تشكيل محفظة مالية مثلى.

### أولاً: حساب معدل المكافأة (Trynor)

يوضح جدول التالي المتغيرات الداخلة في حساب معدل (Trynor) الذي تم حسابه من خلال طرح المعدل العائد الخالي من المخاطر ( $R_f$ ) من معدل عائد السهم ( $R_i$ ) مقسوماً على كمية المخاطر المنتظمة (Beta):

<sup>17</sup>مريم هاني، مرجع سابق، ص54.

الجدول (22): حساب معدل المكافأة (Trynor)

$T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$	R <sub>f</sub> (%)	&ei <sup>2</sup> (%)	β <sub>i</sub>	اسم السهم
19.22	3.19	0.65	1.04	أعيان
-14.51	3.19	0.61	1.59	أرزان
-12.69	3.19	-0.92	1.33	الأولى
30.66	3.19	2.49	1.67	نور
-8.37	3.19	-0.42	1.50	السلام
-9.01	3.19	-1.47	1.81	البيت
-24.77	3.19	-0.03	1.28	المدينة
14.92	3.19	4.05	2.02	الخليجي
3.02	3.19	0.54	0.93	المركز
-22.15	3.19	2.61	1.51	إيفا
34.73	3.19	31.48	1.81	استثمارات
28.93	3.19	28.52	1.82	منازل
-7.43	3.19	1.31	1.86	جيافاتش
48.51	3.19	1.86	0.42	تسهيلات
-5.78	3.19	-0.93	1.58	امتياز
49.68	3.19	2.01	1.06	كميفك
53.31	3.19	5.84	0.51	كامكو
15.35	3.19	4.21	1.14	المتحد
-17.62	3.19	0.65	0.92	الأهلي
44.16	3.19	2.15	0.31	تجاري
-52.29	3.19	0.94	0.73	اسمنت
14.69	3.19	11.84	0.81	المعامل
-29.61	3.19	-0.02	0.72	المشتركة
-14.21	3.19	65.82	0.66	سفن
32.48	3.19	10.16	1.41	مبرد
-7.78	3.19	-0.59	1.06	لوجيستيك
-22.87	3.19	6.13	0.72	بوترلاند
17.62	3.19	3.81	1.19	الخصوصية
-39.50	3.19	-0.05	1.03	رماية
-21.08	3.19	5.14	1.73	بتروجلف
-29.50	3.19	-0.75	1.23	المستثمرون
3.47	3.19	1.95	1.99	وطنية
0.26	3.19	-0.15	0.69	التجارية
53.52	3.19	5.39	0.43	صالحية
-5.69	3.19	-0.98	1.48	دببلاولى
-3.16	3.19	-2.46	2.13	التعمير
-0.68	3.19	-0.83	1.26	م. الأعمال
-9.58	3.19	-1.36	1.63	الصكوك
-19.29	3.19	1.61	0.98	مزايا



52.43	3.19	39.81	1.67	الإنماء
64.58	3.19	46.95	1.41	عقارات.ك
0.12	3.19	-2.31	2.09	ع. عقارية
7.02	3.19	3.29	1.52	مينا
-18.02	3.19	2.09	1.15	آن
18.62	3.19	12.66	0.72	أريد
-14.08	3.19	-0.04	0.33	أستيبي
47.02	3.19	7.83	1.001	الجزيرة
7.32	3.19	3.49	0.85	المنتزهات
-56.87	3.19	3.68	0.86	جياذ
-29.03	3.19	0.53	0.34	مواشي
-	3.19	-	1	السوق

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مجموعة البيانات المستخرجة من:

- المشاركون في السوق، الشركات المدرجة، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/31).

يتضمن الجدول العناصر التالية:

$\beta_i$ : المخاطر المنتظمة الخاصة بكل سهم من الأسهم المدروسة، والتي تم استخراجها من سجل كل شركة؛

$\delta_{ei}^2$ : المخاطر غير المنتظمة والتي تم حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$\text{المخاطر الغير منتظمة } \delta_{ei}^2 = \text{المخاطر الكلية } \delta_i^2 - \text{المخاطر المنتظمة } [\beta_i^2 * \delta_m^2]$$

T: معدل المكافأة (Trynor)؛

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطر في بورصة الكويت، والذي يمثل عموماً معدل الفائدة المدفوعة على سندات الخزينة العمومية، حيث بلغ 3,25 % لمدة شهر<sup>18</sup>، والذي يجب تحويله إلى العائد السنوي المركب المستمر على الاستثمار الخالي من المخاطرة، بإدخال عليه اللوغاريتم النيبيري ليكون كالتالي:<sup>19</sup>

$$\begin{aligned} R_f &= \ln(1 + r) \\ R_f &= \ln(1 + 0,0325) \\ &= 3,19\% R_f = 0,0319 \end{aligned}$$

ثانياً: حساب معدل القطع وتحديد الأسهم المرشحة للضم إلى المحفظة

في هذا الجزء تم الاعتماد على معدل القطع (C) في اختيار الأسهم المرشحة بعد مقارنتها بمعدل المكافأة (Trynor)، فإذا سجل سهم الشركة معدل (Trynor) أكبر من معدل القطع فإن سهم الشركة يدخل ضمن مكونات المحفظة، ثم سيتم حساب وزن الاستثمار في كل شركة حتى يكون مجموع نسبة الاستثمار 100%، إذ يعرض

<sup>18</sup> محمود بدير، "هكذا عوض المركزي الكويتي البنوك من تثبيت سعر الفائدة"، جريدة العربي الجديد، متاح في الموقع [www.alaraby.co.uk](http://www.alaraby.co.uk)، (2021/05/31).

<sup>19</sup> محمد الصادق نصيرة، حبيبة حميدي، "التسيير الديناميكي لمخاطر محفظة الأوراق المالية في ظل انخفاض أسعار البترول (2017/2014)"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم تجارية، جامعة حمه لخضر، الوادي، 2018/2017، ص63.

جدول (23) مكونات معادلة معدل مكافأة (Trynor)، ومعدل القطع (C) لكل شرك أما الجدول (24) يعرض أوزان النسبية للاستثمار في السهم.

الجدول(23): حساب معدل القطع

$C = \frac{\delta_m^2 \sum \frac{(R_i - R_f) * \beta_i}{\delta_{ei}^2}}{1 + \delta_m^2 \sum \frac{\beta_i^2}{\delta_{ei}^2}}$	C				$T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$	اسم السهم
	$\sum \frac{\beta_i^2}{\delta_{ei}^2}$	$\frac{\beta_i^2}{\delta_{ei}^2}$	$\sum \frac{(R_i - R_f) * \beta_i}{\delta_{ei}^2}$	$\frac{(R_i - R_f) * \beta_i}{\delta_{ei}^2}$		
0.01	4.25	4.25	2.75	2.75	64.58	عقارات.ك
0.02	7.73	3.48	4.61	1.86	53.52	صالحية
0.04	12.20	4.47	6.99	2.38	53.32	كامكو
0.05	19.23	7.03	10.68	3.69	52.43	الإتماء
0.15	75.99	56.76	38.88	28.20	49.68	كميفك
0.16	85.84	9.86	43.66	4.78	48.51	تسهيلات
0.18	98.79	12.95	49.75	6.09	47.03	الجزيرة
0.18	103.00	4.21	51.60	1.86	44.16	تجاري
0.19	113.48	10.47	55.24	3.64	34.73	استثمارات
0.19	133.17	19.70	61.64	6.40	32.48	مبرد
0.22	245.71	112.54	96.15	34.51	30.66	نور
0.22	257.39	11.68	99.52	3.38	28.94	منازل
0.22	424.48	167.09	131.64	32.12	19.22	أعيان
0.22	428.59	4.11	132.40	0.76	18.63	أريد
0.21	465.89	37.30	138.98	6.57	17.62	الخصوصية
0.21	497.14	31.25	143.78	4.80	15.35	المتحد
0.20	597.84	100.70	158.80	15.03	14.92	الخليجي
0.20	603.37	5.53	159.62	0.81	14.69	المعامل
0.20	624.12	20.75	161.14	1.52	7.33	المنتزهات
0.19	694.34	70.22	166.07	4.94	7.03	مينا
0.16	898.80	204.46	173.17	7.09	3.47	وطنية
0.14	1056.35	157.55	177.93	4.76	3.02	المركز
0.19	754.42	-301.93	177.14	-0.79	0.26	التجارية
0.24	564.58	-189.84	176.90	-0.23	0.12	ع. عقارية
0.32	372.26	-192.31	178.22	1.31	-0.68	م. الأعمال
0.49	187.19	-185.08	184.07	5.85	-3.16	التعمير
1.32	-35.84	-223.03	196.78	12.70	-5.70	دببلاولى
-1.76	-305.43	-269.58	212.37	15.59	-5.78	امتياز
1.33	-39.99	265.44	192.62	-19.74	-7.44	جيافاتش
-4.48	-231.35	-191.36	207.51	14.89	-7.78	لوجيستيك
-0.44	-759.51	-528.16	251.73	44.21	-8.37	السلام
-0.34	-983.17	-223.66	271.90	20.17	-9.02	البيت
-0.29	-1180.04	-196.87	290.77	18.87	-9.58	الصكوك
-0.27	-1374.29	-194.25	315.42	24.66	-12.69	الأولى
-0.24	-1611.68	-237.39	348.86	33.43	-14.08	أستيبي

-0.24	-1611.01	0.67	348.76	-0.10	-14.22	سفن
-0.29	-1197.60	413.41	288.81	-59.96	-14.50	أرزان
-0.30	-1066.42	131.18	265.69	-23.12	-17.63	الأهلي
-0.31	-1002.60	63.82	254.18	-11.50	-18.03	آن
-0.32	-943.06	59.54	242.70	-11.49	-19.29	مزايا
-0.33	-884.74	58.32	230.40	-12.30	-21.09	بتروجف
-0.34	-797.19	87.56	211.00	-19.40	-22.15	إيفا
-0.35	-788.68	8.50	209.06	-1.94	-22.88	بوترلاند
-0.26	-6154.04	-5365.36	1538.32	1329.26	-24.77	المدينة
-0.26	-6131.55	22.50	1531.79	-6.53	-29.04	مواشي
-0.26	-6335.56	-204.01	1591.97	60.19	-29.50	المستثمرون
-0.27	-8725.72	-2390.16	2301.47	709.50	-29.68	المشتركة
-0.29	-10836.59	-2110.86	3135.37	833.89	-39.50	رماية
-0.29	-10780.05	56.54	3105.80	-29.57	-52.30	اسمنت
-0.29	-10759.89	20.16	3094.33	-11.46	-56.87	جياذ

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel.

بعد ترتيب معدل المكافأة (Trynor) ترتيباً تنازلياً، وحساب معدل (C) لكل سهم وإيجاد معدل قطع الذي يمثل أكبر قيمة لمعدل (C) وقيمته ( $C^*=1.33$ )، ومن ثم مقارنته مع معدل (Trynor)، إذ نأخذ كل الأسهم التي لديها معدل (Trynor) أكبر من معدل القطع ( $C^*$ )، وبالمقارنة وجدنا أنه هناك 22 سهم مرشحة للضم في المحفظة و 28 سهم غير مرشحة للضم. وحسب هذه النتائج سوف يتم حساب نسبة الاستثمار في كل سهم والجدول التالي يوضح ذلك:

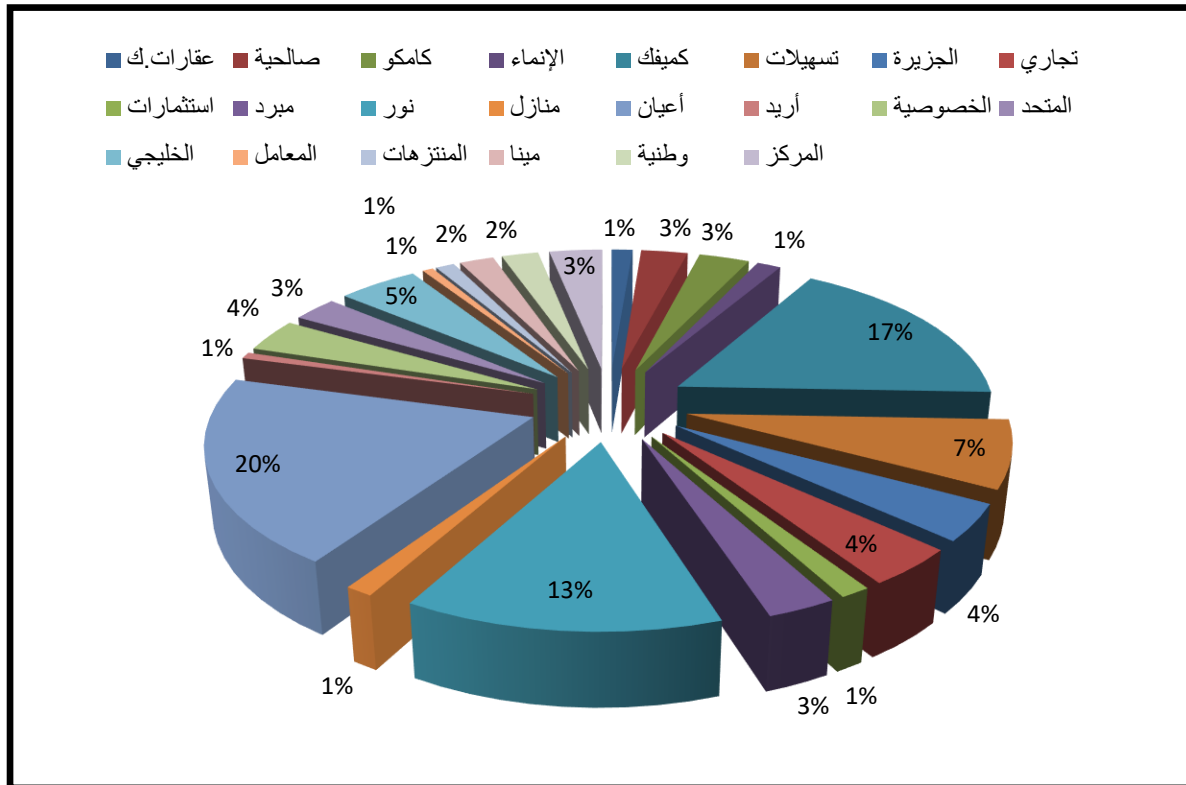
الجدول (24): نسبة الاستثمار في كل سهم

اسم السهم	$Z_i = \frac{\beta_i}{\delta_i^2} (T - C)$	$w_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i}$
عقارات.ك	194.29	1,26
صالحية	429.66	2,79
كامكو	465.79	3,02
الإنماء	220.13	1,43
كميفك	2632.48	17,09
تسهيلات	1110.70	7,21
الجزيرة	602.43	3,91
تجاري	615.34	4,00
استثمارات	199.25	1,29
مبرد	449.45	2,92
نور	2045.01	13,28
منازل	183.71	1,19
أعيان	3041.62	19,75
أريد	104.83	0,68

3,54	544.76	الخصوصية
2,68	412.17	المتحد
4,77	733.83	الخليجي
0,64	98.98	المعامل
1,13	173.62	المنتزهات
2,05	315.61	مينا
2,20	338.57	الوطنية
3,17	487.60	المركز
100,00	15399,86	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

الشكل (17): دائرة نسبية تمثل نسب الاستثمار في الأسهم



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel.

يوضح الشكل (20) دائرة نسبية تمثل نسب الاستثمار في الأسهم، ومن خلاله لاحظنا أنه يجب على كل مستثمر مالي متوازن له الرغبة في الاستثمار وبناء محفظة مالية مثلى في بورصة الكويت للأوراق المالية، أن يعتمد على هذه المحفظة وأن يخصص ما يقارب 20% من رأس ماله في أسهم أعيان، وما يقارب 17% من أسهم كميفك، وما يقارب 13% من أسهم نور، وكما هو ملاحظ في الرسم أنهما أعلى نسبة مقارنة لباقي النسب الأخرى إذ يمكننا القول بأنها الأسهم الأكثر تأثيراً في عوائد ومخاطر المحفظة، على أن يخصص الجزء الباقي من رأس ماله لبقية الأسهم بنسب متفاوتة كما هو موضح في الشكل أعلاه.

### المبحث الثالث: تسعير عقود الخيارات المالية وبناء محفظة التحوط

تعتبر عقود الخيارات من أبرز الابتكارات المالية التي يتم التعامل بها للتحوط من مخاطر التي تتعرض لها المحفظة، وقد تعددت وتنوعت أساليب ونماذج تسعيرها، ومن أهمها نموذج بلاك-شولز، في هذا الجزء من دراستنا قمنا بتسعير بعض عقود خيار البيع في بورصة الكويت للأوراق المالية بالاعتماد على نموذج بلاك-شولز باعتباره نموذج دقيق جداً، بغرض التحوط من المخاطرة الممكنة الناتجة عن توقع انخفاض أسعار بعض أسهم المحفظة، حيث لجأ المستثمرون إلى استعمال استراتيجيات مختلفة للحد من المخاطرة وذلك، باتخاذ موقف قصير الأجل من حق الخيار وموقف طويل الأجل فيما يتعلق بالأصل محل التعاقد، والتحوط هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في موقف معين وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد باستعمال الأوراق المالية نفسها أو أوراق مالية مختلفة، وعلى هذا الأساس يمكن القول بأنه بإمكان المستثمر المتوازن اعتماد محفظة التحوط باستعمار الخيارات المالية ضد مخاطر تقلب الأسعار.

#### المطلب الأول: تسعير عقود الخيارات المالية باستعمال نموذج بلاك-شولز

قبل التطرق إلى تسعير عقود الخيارات باستخدام نموذج بلاك-شولز، نعطي لمحة حول معادلة النموذج:

يمكن من خلال نموذج بلاك-شولز تقييم أي خيار وبدون معرفة القيمة السوقية للخيار الأخر، فقيمة الخيار يمكن أن توضح بسعر الأصل الفوري أو الورقة المالية الخالية من المخاطر. إن معادلة النموذج تؤدي إلى صيغة للسعر التوازني بوصفه دالة لسعر التنفيذ، والسعر الحالي وتقلب عوائد الأسهم ومعدل الفائدة الخالي من المخاطرة ( $R_f$ ) والوقت المتبقي لصلاحية الخيار.

#### أولاً: نموذج بلاك-شولز لتسعير خيار الشراء

لحساب سعر خيار الشراء يستند النموذج على خمس متغيرات أساسية وهي أغلب المتغيرات المذكورة سابقاً،

$$C = S_t N(d_1) - ke^{-R_f \tau} N(d_2) \quad \text{وتعطي معادلته كالتالي:}$$

حيث:

$C$ : سعر خيار شراء؛

$S_t$ : سعر الأصل محل العقد أثناء فترة التسعير؛

$N(d_1)$ ،  $N(d_2)$ : دالة الكثافة الاحتمالية للتوزيع الطبيعي المعياري ل  $(d_1)$ ،  $(d_2)$ ؛

$e$ : أساس اللوغاريتم النيبيري؛

$Ln$ : أساس اللوغاريتم الطبيعي؛

$\tau$ : الوقت المتبقي قبل تنفيذ الخيار.

وتحسب قيم كل من  $(d_1)$  و  $(d_2)$  بالصيغة التالية:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_t}{K}\right) + \left(R_f + \frac{\delta^2}{2}\right) * \tau}{\delta * \sqrt{\tau}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta \sqrt{\tau}$$

تحدد قيم كل من  $N(d_1)$  و  $N(d_2)$  بالاستعانة بجدول التوزيع التراكمي الطبيعي مع ملاحظة أن قيم  $d_1$  و  $d_2$  يمكن أن تأخذ قيما موجبة فيتم تحديدها مباشرة من الجدول، كما يمكنها أن تأخذ قيما سالبة وعليه يجب حساب المتمم للواحد بالنسبة للقيم المحددة في الجدول.

وعليه من أجل تحديد سعر الخيار، تم تحديد قيم المدخلات المطلوبة لحسابه وذلك من تاريخ 2020/01/01 إلى غاية 2020/12/31، حيث تم أخذ أسعار 2020/01/06 لتحديد قيمة المكافأة بعقد الخيار الذي تاريخ استحقاقه 2020/04/06.

نقوم ببناء الجدول (25) انطلاقا من البيانات المتعلقة باحتساب معادلة النموذج المستخدم في تسعير خيار الشراء، وتم اختيار هذه الأسهم على أساس أن المستثمر توقع انخفاض أسعارها، كما أن لها وزن في المحفظة له تأثير على تقلب العائد بشكل كبير؛ وكان الجدول كالاتي:

الجدول (25): المتغيرات الداخلة في حساب سعر الخيار

معيار	K	St	$\tau$	$\delta$ (%)	$\delta^2$ (%)	Rf
كمفيك	8,2	8,4	0,25	16,20	2,63	0.0319
أعيان	4,2	4,3	0,25	11,14	1,24	0.0319
تسهيلات	21	21,8	0,25	14,02	1,97	0.0319
الجزيرة	100	115	0,25	28,95	8,38	0.0319
الخليجي	5,4	5,8	0,25	25,01	6,26	0.0319

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مجموعة البيانات المستخرجة من:

- المشاركون في السوق، الشركات المدرجة، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/06/07).

نلاحظ من خلال الجدول (25) العوامل المؤثرة على قيمة الخيار، فبالنسبة لقيمة K و St يمكن تحديدها مباشرة، حيث St تمثل سعر الأصل محل العقد في بورصة الكويت للأوراق المالية أثناء فترة التسعير و K سعر تنفيذ الخيار وهو السعر الجاري للأصل محل العقد في البورصة أثناء التعاقد،  $\tau$  الوقت المتبقي من عمر الخيار والبالغ 03 أشهر حيث تم احتساب قيمته بقسمة 03 أشهر على 12 شهرا (سنة)،  $\delta$  و  $\delta^2$  هما المخاطر الخاصة بكل سهم والتي تم حسابها سابقا، ومن هذه المعطيات يمكننا حساب كل من  $(d_1)$  و  $(d_2)$  وعليه تم حساب قيمة خيار الشراء والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول (26): تسعير عقد خيار شراء

$C_t$	$N(d_2)$	$d_2$	$N(d_1)$	$d_1$	معيار
0,45	0,6368	0,36	0,6700	0,44	كمفيك
0,17	0,7054	0,54	0,7224	0,59	أعيان
1,20	0,7291	0,61	0,7517	0,68	تسهيلات
16,91	0,8289	0,95	0,8621	1.09	الجزيرة
0,56	0,7157	0,57	0,7580	0,70	الخليجي

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel.

الجدول (27): التوزيع التراكمي الطبيعي

$x$	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09
0.0	0.5000	0.5040	0.5080	0.5120	0.5160	0.5199	0.5239	0.5279	0.5319	0.5359
0.1	0.5398	0.5438	0.5478	0.5517	0.5557	0.5596	0.5636	0.5675	0.5714	0.5753
0.2	0.5793	0.5832	0.5871	0.5910	0.5948	0.5987	0.6026	0.6064	0.6103	0.6141
0.3	0.6179	0.6217	0.6255	0.6293	0.6331	0.6368	0.6406	0.6443	0.6480	0.6517
0.4	0.6554	0.6591	0.6628	0.6664	0.6700	0.6736	0.6772	0.6808	0.6844	0.6879
0.5	0.6915	0.6950	0.6985	0.7019	0.7054	0.7088	0.7123	0.7157	0.7190	0.7224
0.6	0.7257	0.7291	0.7324	0.7357	0.7389	0.7422	0.7454	0.7486	0.7517	0.7549
0.7	0.7580	0.7611	0.7642	0.7673	0.7704	0.7734	0.7764	0.7794	0.7823	0.7852
0.8	0.7881	0.7910	0.7939	0.7967	0.7995	0.8023	0.8051	0.8078	0.8106	0.8133
0.9	0.8159	0.8186	0.8212	0.8238	0.8264	0.8289	0.8315	0.8340	0.8365	0.8389
1.0	0.8413	0.8438	0.8461	0.8485	0.8508	0.8531	0.8554	0.8577	0.8599	0.8621
1.1	0.8643	0.8665	0.8686	0.8708	0.8729	0.8749	0.8770	0.8790	0.8810	0.8830
1.2	0.8849	0.8869	0.8888	0.8907	0.8925	0.8944	0.8962	0.8980	0.8997	0.9015
1.3	0.9032	0.9049	0.9066	0.9082	0.9099	0.9115	0.9131	0.9147	0.9162	0.9177
1.4	0.9192	0.9207	0.9222	0.9236	0.9251	0.9265	0.9279	0.9292	0.9306	0.9319
1.5	0.9332	0.9345	0.9357	0.9370	0.9382	0.9394	0.9406	0.9418	0.9429	0.9441
1.6	0.9452	0.9463	0.9474	0.9484	0.9495	0.9505	0.9515	0.9525	0.9535	0.9545
1.7	0.9554	0.9564	0.9573	0.9582	0.9591	0.9599	0.9608	0.9616	0.9625	0.9633
1.8	0.9641	0.9649	0.9656	0.9664	0.9671	0.9678	0.9686	0.9693	0.9699	0.9706
1.9	0.9713	0.9719	0.9726	0.9732	0.9738	0.9744	0.9750	0.9756	0.9761	0.9767
2.0	0.9772	0.9778	0.9783	0.9788	0.9793	0.9798	0.9803	0.9808	0.9812	0.9817

المصدر: جدول التوزيع الطبيعي المعياري (Z) لحساب القيم، متاح في الموقع [www.kuwaitmath.com](http://www.kuwaitmath.com)، (2021/06/08).

يبين الجدول (26) قيم  $(d_1)$  حيث بلغت 1.09 للسهم الجزيرة ليكون في المستوى الأعلى والسهم كمفيك في المستوى الأدنى 0.44 وكذلك الحال بالنسبة ل  $(d_2)$  حيث بلغت أعلى مستوى في السهم الجزيرة أيضا 0.95 وأدنى مستوى في سهم كمفيك لتبلغ ما قيمته 0.36.

أما فيما يخص قيم عقود خيارات الشراء فقد بلغت 16.91 للسهم الجزيرة والتي تمثل أكبر قيمة، وبلغت 1.20 للسهم تسهيلات و 0.45 للسهم كمفيك، و 0.56 للسهم الخليجي، وكانت أدنى قيمة للسهم أعيان والتي بلغت 0.17، ومن الجداول (25) و(26) نلاحظ وجود علاقة طردية بين أسعار الأصل ( $S_t$ ) وقيمة خيار الشراء (C) حيث كلما زاد سعر زادت قيمة الخيار، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين تقلب عوائد السهم (&) وقيمة الخيار (C).

### ثانياً: نموذج بلاك-شولز لتسعير خيار البيع

يمكن اشتقاق قيمة خيار البيع، باستعمال فرضية التكافؤ بين خياري البيع والشراء كما يلي:

$$P = Ct + ke^{-R_f \tau} - St$$

الجدول (28): تسعير عقود خيار البيع

معيار	K	$S_t$	$\tau$	$R_f$	$C_t$	P
كمفيك	8,2	8,4	0,25	0,0319	0,45	0,18
أعيان	4,2	4,3	0,25	0,0319,	0,17	0,03
تسهيلات	21	21,8	0,25	0,0319	1,20	0,23
الجزيرة	100	115	0,25	0,0319	16,91	1,12
الخليجي	5,4	5,8	0,25	0,0319	0,56	0,12

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel.

يبين جدول (27) القيمة أو السعر النظري لخيار البيع لهذه الأسهم في الوقت الحالي، فقد بلغت 1.12 للسهم الجزيرة والتي تمثل أكبر قيمة، وبلغت 0,23 للسهم تسهيلات و 0,18 للسهم كمفيك، و 0,12 للسهم الخليجي وكانت أدنى قيمة للسهم أعيان والتي بلغت 0,03، ومن الجدول نلاحظ وجود علاقة طردية بين أسعار الأصل ( $S_t$ ) وقيمة الخيار البيع (P) حيث كلما زاد سعر زادت قيمة الخيار، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين تقلب عوائد السهم (&) وقيمة الخيار البيع (C).



## المطلب الثاني: بناء محفظة التحوط

سميت محفظة التحوط بالمحفظة الخالية من المخاطرة، لأنها تقوم بعملية الاستثمار على أساس الاحتفاظ بالأسهم واتخاذ مركز طويل على الخيارات، في حالة ما إذا كان المستثمر يمتلك السهم موضع الخيار، إذ يقوم بشراء خيار البيع على ذلك السهم عندما تشير توقعاته إلى أن الأسعار سيحدث لها تغير طفيف (انخفاض)، بهدف الاستفادة من هذا التغير والتحوط من مخاطر الأسعار. في الغالب لا تكون عمليات التحوط كاملة، أي أن المستثمر لا يستطيع التخلص من كافة خسائره المحتملة، فالهدف من عملية التحوط هو الحد أو التقليل من الخسائر المرتفعة من دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة؛ والجدول الموالي يوضح محفظة التحوط التي تم بناءها في بورصة الكويت للأوراق المالية وبالاعتماد على إستراتيجية التحوط باستخدام عقود خيار البيع:

### الجدول (29): محفظة التحوط

اسم السهم	الوزن النسبي $W_i$
عقارات.ك	1,26
صالحية	2,79
كامكو	3,02
الإتماء	1,43
كميفك	(17,09)
تسهيلات	(7,21)
الجزيرة	(3,91)
تجاري	4,00
استثمارات	1,29
مبرد	2,92
نور	13,28
منازل	1,19
أعيان	(19,75)
أريد	0,68
الخصوصية	3,54
المتحد	2,68
الخليجي	(4,77)
المعامل	0,64
المنزهات	1,13
مينا	2,05
الوطنية	2,20
المركز	3,17
عقد خيار بيع سهم كميفك	17,09

19,75	عقد خيار بيع سهم أعيان
7,21	عقد خيار بيع سهم تسهيلات
3,91	عقد خيار بيع سهم الجزيرة
4,77	عقد خيار بيع سهم الخليجي

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ماسبق.

الجدول (28) يوضح الأصول المندرجة في المحفظة بعد عملية التحوط من مخاطر انخفاض الأسعار باستخدام خيارات البيع، حيث تم اتخاذ موقف قصير (بيع الأسهم) على كل من سهم كمفيك، أعيان، تسهيلات، الخليجي والجزيرة، وذلك نظرا لتوقع المستثمر المتوازن أن أسعار هذه الأسهم ستتناقص بشكل كبير خلال الفترة القادمة، لذا وبغرض التحوط تم اتخاذ موقف طويل (شراء عقد خيار) بحيث يكون حجم عقد الخيار بنفس عدد كل سهم من أسهم التي بحوزة المستثمر، وعليه تم بناء محفظة التحوط.

#### الجدول(30):الأرباح والخسائر من عملية التحوط باستخدام عقود خيار البيع

أسهم	سعر التنفيذ	سعر السوقى للسهم في نهاية صلاحية العقد	ربح/خسارة	Pالعلاوة	صافي الربح للسهم الواحد في ظل التحوط
كمفيك	8,2	6,7	1,5	0,18	1,68
أعيان	4,2	3,5	0,7	0,03	0,73
تسهيلات	21	19,8	1,2	0,23	1,43
الجزيرة	100	99	1	1.12	2,12
الخليجي	5,4	4,9	0,5	0,12	0,62

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات Excel.

يتضح من خلال الجدول (29) أن توقعات المستثمر تحققت في كل الأسهم، حيث انخفض سعر السهم كمفيك من 8,2 إلى 6,7 دك عند تاريخ نهاية صلاحية العقد، وسهم أعيان من 4,2 إلى 3,5 دك، وكذا بالنسبة لسهم تسهيلات حيث انخفض السعر من 21 إلى 19,8 دك، ونفس الشيء بالنسبة لكل من سهم الجزيرة والذي انخفض سعره من 100 إلى 99 دك، وسهم الخليجي أين انخفض من 5,4 إلى 4,9 دك، وعليه فإن عقود الخيار كلها تقع ضمن دائرة الربح وبذلك يتم تنفيذ كافة العقود.

و من الجدول نلاحظ أن أقصى ربح تحصل عليه من خلال استخدام عقود خيار بيع هو 1,5 دك للسهم كمفيك وهو عبارة عن فرق بين سعر التنفيذ وسعر السهم عند تاريخ نهاية صلاحية العقد، وبالنسبة لأقصى ربح صافي من عملية التحوط هو 2,12 دك والذي يمثل سعر التنفيذ مطروح منه سعر السهم عن تاريخ التنفيذ مضافا إليه قيمة العلاوة التي دفعها المستثمر لمحرر العقد (البائع)، أما بالنسبة لربح الصافي لباقي الأسهم فهو

كالتالي: 1,68 د ك للسهم كمفيك، و 0,73 د ك للسهم أعيان، 1,43 د ك للسهم تسهيلات، و 0,62 د ك للسهم الخليجي وهو يمثل أدنى ربح صافي بعد عملية التحوط.

### المطلب الثالث: مقارنة بين عائد المحفظة قبل التحوط وبعد التحوط

يتطلب على المستثمر إجراء مقارنة بين أداء المحفظتين قبل وبعد التحوط لأجل تحديد مدى فعالية عملية التحوط، والجدول الموالي يبرز العوائد الفعلية للأصول المشكلة للمحفظة قبل التحوط وبعده والتي تم احتسابها بالطريقة السابقة، وذلك من أجل حساب عائد المحفظة قبل وبعد التحوط كما يلي:

$$Rp = \sum_{i=1}^{ni} (wi * Ri)$$

الجدول(31): احتساب عائد المحفظة في حالة التحوط وبدون تحوط

W <sub>i</sub>	عائد السهم بالتحوط	عائد السهم بدون تحوط	P <sub>2020</sub>	P <sub>2019</sub>	السهم
1,26	0,04	0,04	10,90	10,50	عقارات.ك
2,79	0,21	0,21	50,30	41,70	صالحية
3,02	0,03	0,03	9,30	9,00	كامكو
1,43	0,08	0,08	6,80	6,30	الإئماء
17,09	0,68	0,34	6,70	5,00	كميفك
7,21	1,43	-0,09	19,80	21,70	تسهيلات
3,91	0,62	-0,10	99	109,90	الجزيرة
4,00	0,01	0,01	53,50	53,00	تجاري
1,29	0,01	0,01	14,00	13,80	استثمارات
2,92	0,01	0,01	8,90	8,80	ميرد
13,28	0,43	0,43	17,00	11,90	نور
1,19	0,05	0,05	4,10	3,90	منازل
19,75	0,73	-0,34	3,50	5,30	أعيان
0,68	-0,24	-0,24	62,70	82,80	أريد
3,54	0,01	0,01	7,80	7,70	الخصوصية
2,68	0,02	0,02	30,30	29,60	المتحد
4,77	0,62	-0,23	4,90	6,40	الخليجي
0,64	0,68	0,68	38,40	22,90	المعامل
1,13	0,09	0,09	6,30	5,80	المنتزهات
2,05	-0,32	-0,32	2,80	4,10	مينا
2,20	0,02	0,02	8,90	8,70	الوطنية
3,17	-0,22	-0,22	8,30	10,60	المركز
	47,60	2,83			المحفظة (%)

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على مخرجات Excel:

- المشاركون في السوق، الشركات المدرجة (معلومات الشركة العامة، الأسعار الشهرية)، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/06/11).

يبين الجدول أعلاه عائد المحفظة قبل عملية التحوط بلغ 2,83% أي أن المحفظة تحقق عائدا أقل من العائد الخالي من المخاطرة والمقدر ب 3,19%، حيث نلاحظ أن بعض الأسهم تحقق خسائر تتراوح بين 0,09 دك و 0,34 دك، أما الأسهم الأخرى حققت عوائد موجبة تتراوح ما بين 0,01 دك و 0,68 دك، بينما نلاحظ أن عائد المحفظة في حالة التحوط حققت عائد إجمالي موجب قدره 47,60%، راجع إلى أن توقعات المستثمر في انخفاض الأسعار تحققت أي أن قراره في اتخاذه للإجراءات اللازمة للحد من المخاطر وتقليلها دون التقليل من عوائد المحفظة كان قرار صائب، وهذه الإجراءات متمثلة في "إستراتيجية التحوط باستخدام عقود خيارات البيع"، حيث نلاحظ عوائد الأسهم بعد التحوط تحقق عوائد موجبة تتراوح بين 0,01 دك و 1,43 دك باستثناء أسهم أريد، مينا والمركز، التي حققت عوائد سالبة هي (0,24 دك)، (0,32 دك) و(0,22 دك) على التوالي.

## خلاصة الفصل

يعتبر هذا الفصل محاولة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الجانب النظري على أرض الواقع، من خلال تطبيق الدراسة على بورصة الكويت للأوراق المالية والتي تتميز باعتمادها على كبر أحجام الشركات المدرجة فيها، كما تتميز أيضا بضخامة الصفقات اليومية مما يسبب تغيرات كبيرة وتقلبات شديدة في الأسعار الأسهم المتداولة فيها، وعلى الرغم من ذلك فإن بورصة الكويت توفر فرصا جيدة للتنويع القطاعي من خلال وجود 19 قطاعا تتباين من حيث عدد الشركات المدرجة فيها وقيمتها السوقية وأدائها.

لقد كان الهدف الرئيسي من هذه الدراسة التطبيقية هو محاولة إبراز كيفية تقييم وتسعير الخيارات المالية باستعمال نموذج بلاك-شولز، وتبيين كيفية استخدامه للتحوط من المخاطرة التي قد تواجه العمليات الاستثمارية في المحافظ المالية، وتعتبر الخيارات المالية سلاح ذو حدين كونها تقلل من المخاطر بالإضافة إلى تحقيق مكاسب معتبرة للمستثمرين عند الاستعمال الجيد والفهم الدقيق لها.

الْخَاتِمَةُ

استهدفت هذه الدراسة الوقوف على مدى مساهمة إستراتيجية عقود الخيارات المالية في بناء محفظة التحوط في بورصة الكويت للأوراق المالية، وبعد التطرق لمختلف الجوانب الأدبية والنظرية لموضوع الدراسة يمكن اعتبار المحافظ المالية على أنها إحدى أهم أساليب الاستثمار المالي لتوظيف المدخرات في الأسواق المالية وتحقيق عوائد مجزية من خلال ربط الأموال بمختلف الأصول المالية مثل الأسهم، السندات ومختلف الأدوات المالية الأخرى، وعلى ما تنطوي عليه محافظ المالية من مخاطر، تعد الخيارات المالية أحد أهم الابتكارات التي تعطي للمستثمر فرصة مهمة للتحوط وتقليل المخاطر التي قد يتعرض لها، كما أنها تمنح للمستثمرين فرصة تحقيق أرباح حينما تصدق توقعاتهم، وترتكز عقود الخيارات المالية على عدة نماذج رياضية لتسعيرها منها نموذج ثنائي الحدين لفترة أو فترتين، ونموذج بلاك-شولز، إلا أن هذا الأخير يبقى الأبرز والأهم عالمياً لدقته وسهولة حسابه كونه يستمد إلى نماذج رياضية وإحصائية لذا قمنا بتبنيه في هذه الدراسة بهدف بناء محفظة التحوط لمستثمر متوازن في بورصة الكويت خلال فترة 2018-2020.

## 📌 النتائج

يمكن عرض أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة كما يلي:

### النتائج النظرية: وهي النتائج المستخلصة من الجانب النظري والمتمثلة في:

- يعتبر موضوع المحافظ المالية تطوير لعلم الاستثمار، جاء ليلبي الحاجات الجديدة للمستثمرين الذين يعتبرون أن الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة المصدر الأساسي لكسب العوائد، والمشتقات المالية بمثابة الأدوات التي تستخدم في الوقاية ضد المخاطر التي يمكن أن يواجهوها؛
- تختلف أهداف المحفظة المالية من شخص لآخر ومن مؤسسة لأخرى طبقاً للظروف الخاصة بكل مستثمر، حيث ترتبط مكوناتها ارتباطاً وثيقاً بأهدافها والمتمثلة عموماً في (تحقيق أقصى حد من العائد وتقليل المخاطرة إلى أدنى مستوى لها)؛
- تتضح العلاقة بين العائد والمخاطرة من خلال رغبة الشخص المستثمر (مؤسسة أو فرد) في الحصول على عائد يكون مناسب مع درجة المخاطرة الناتجة عن عملية الاستثمار، إذ يتوقع المستثمر أنه عندما يقبل درجة عالية من المخاطرة بأنة سوف يحصل على عائد أعلى؛
- يرتبط العائد والمخاطر معا في علاقة طردية، وهذه الأخيرة لها أهمية خاصة عند تحديد تشكيلة المحفظة، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطر والعكس صحيح؛
- المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول؛
- إن إدارة المحافظ المالية بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية وكذلك المديرين المسؤولين عنها لا تقل أهمية عن بنائها، ذلك لأن الإدارة غير الجيدة للمحفظة تؤدي إلى تحقيق خسائر مالية يصعب تعويضها،

لذا فإن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الأوراق المالية وذلك بهدف ضمها للمحفظة أو التخلص منها؛

- إن التغيير المستمر في بيئة الأسواق المالية والذي يتسبب في ارتفاع درجة المخاطرة، أدى بالضرورة إلى البحث عن أدوات مالية جديدة "المشتقات المالية" تساعد في التحوط من تلك المخاطر بحيث توفر للمستثمر أعلى عائد بأدنى مخاطر ومن أهم هذه المشتقات نجد عقود الخيارات والتي تعتبر أداة فعالة لتغطية مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية.

**النتائج التطبيقية:** ترتبط هذه النتائج بتحليل دور عقود الخيارات في بناء محفظة التحوط في بورصة الكويت للأوراق المالية:

- يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أحدث الأسواق المالية في العالم العربي، من خلال توفيره لكافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة، مما جعله محل اهتمام وجذب للمستثمرين المحليين والأجانب للتعامل بالأوراق المالية التي تمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق، وتعد بورصة الكويت للأوراق المالية من أوائل الأسواق العربية التي تم فيها تداول عقود الخيارات؛

- تتعرض جميع الشركات المدرجة في بورصة الكويت بما فيها الشركات غير المالية ذات الأداء العالي والتميز لمخاطر انخفاض الأسعار كما تدل عليها نتائج التحليل، ويسعى المستثمر لتبني السبل المناسبة لحماية محفظته ضد التقلبات غير المتوقعة للأسعار عبر أدوات مالية جديدة ومبتكرة أهمها عقود الخيارات؛

- يعتبر نموذج بلاك-شولز من أهم النماذج المستخدمة في تسعير عقود الخيارات المالية في بورصة الكويت للأوراق المالية؛

- أثبتت الدراسة بأن استخدام إستراتيجية عقود الخيارات المالية في بورصة الكويت لها دور فعال في التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، بالإضافة إلى أنها تسمح بتحقيق مستوى أعلى من عائد.

### اختبار صحة الفرضيات

من خلال دراستنا لدور عقود الخيارات في التحوط من المخاطر التي تواجه المحفظة المالية في بورصة الكويت، والنتائج المتوصل إليها يمكن تقديم مدى صحة الفرضيات التي تم طرحها في أول البحث كما يلي:

- صحة الفرضية الرئيسية للبحث، بحيث أن التحوط من المخاطر كان فعال نتيجة استخدام عقود الخيارات في بناء محفظة تحوط في بورصة الكويت، بحيث تم إبرام عدة عقود خيارات لمجموعة من الأسهم المتوقع انخفاض أسعارها مستقبلاً بغرض التحوط من الخسارة الممكنة التي قد يتعرض لها المستثمر؛

- عدم صحة الفرضية الأولى، لأن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، وتعتبر هذه العلاقة بمثابة قاعدة عامة في عالم المال بحيث كلما زاد معدل العائد المتوقع من الاستثمار ارتفعت المخاطرة والعكس صحيح، إلا أنه ليس هنالك أية ضمانات للحصول على عائد أعلى بمجرد قبولك للمزيد من المخاطر، سوى تحقق توقعات المستثمر؛



- صحة الفرضية الثانية، تسمح عقود الخيارات المالية بتحقيق عائدا أكبر من العائد المتوقع في حالة استخدامها كأداة للتحوط من المخاطر التي تواجه المحافظ المالية؛
- صحة الفرضية الأخيرة، لأنه من خلال تطبيق دراستنا في بورصة الكويت للأوراق المالية واستعمال عقود الخيارات في التحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار الأسهم التي كانت بحوزة المستثمر، تم التقليل من المخاطر بطريقة جيدة بحيث رفع من العائد المتوقع بشكل كبير ومنه يمكننا القول بأن إستراتيجية الخيارات في عملية التحوط إستراتيجية فعالة.

للإقتراحات: على ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي يمكن تقديم المقترحات التالية:

- توفير المعلومات والافصاحات المتعلقة بالشركات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية مما يحقق الشفافية، ويمكن المستثمر من التحليل بعمق واستغلال تلك الافصاحات في قراراته الاستثمارية؛
- على المستثمر قبل الشروع في عملية الاستثمار في أي سوق مالي، دراسة كافة الجوانب المتعلقة بمستويات العائد والمخاطرة لعدة أصول لشركات متنوعة، للوصول إلى محفظة مالية مثلى تجنبه من مخاطر تقلبات الأسعار على مستوى السوق أو على مستوى عملياتها واستثماراتها؛
- استخدام الأساليب العلمية والإحصائية من قبل المستثمرين في قياس مستويات العائد والمخاطرة، وعدم التنوع بشكل عشوائي، لأن ذلك يستدعي عدم ضمان تحقق مزايا استثمار في المحفظة المالية (تحقيق أعلى عائد ممكن في أقل مخاطرة)؛
- التركيز على خصائص الأوراق المالية المتداولة، وتوظيف هذه الخصائص في عملية بناء المحفظة الاستثمارية التي تستجيب للأهداف التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها؛
- دراسة السوق المالي دراسة فنية تمكن المستثمر من التنبؤ بتقلبات الأسعار، واتخاذ الإجراءات اللازمة للتحوط منها بالاعتماد على الأدوات المالية المبتكرة مثل عقود الخيارات؛
- العمل على تعميم التعامل بعقود الخيارات المالية في مختلف البورصات العربية عامة وبورصة الكويت خاصة، لما لها من أثر في التعامل والتحوط ضد المخاطر والتقليل من أثارها الجانبية في حالة وقوعها؛
- البحث دائما عن النموذج المناسب في تسعير عقود الخيارات المالية حسب ما توفره السوق من البيانات وافصاحات؛
- العمل على تطوير الأبحاث والدراسات من خلال عمل شراكات مع المؤسسات الأكاديمية والجامعات لتبادل الخبرات فيما بينهم؛
- إعادة إجراء هذا البحث على بورصات عالمية رائدة في مجال الاستثمار، وذلك من اجل مقارنة النتائج المحققة بالنتائج التي المتوصل إليها؛
- العمل على تطوير البورصة الجزائر وذلك بتنشيط سوق القيم المنقولة، عن طريق زيادة الوعي الاستثماري لدى الجماهير.

## أفاق البحث:

- وفي ختام هذه الدراسة تبين لنا أن هناك بعض المحاور تستحق المزيد من البحث والدراسة نذكر منها:
- دراسة مقارنة لنماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في سوق مالي عربي؛
  - محاولة تشكيل محفظة مالية مثلى باستخدام عقود الخيارات المالية فقط بهدف التحوط من التعرض لمخاطر انخفاض الأسعار؛
  - لعقود الخيار جانبيين:
  - الجانب الأول: يتمثل في التحوط من المخاطر؛
  - الجانب الثاني: يتمثل في كونها مرتبطة بالمخاطر؛
  - دراسة تأثير مخاطر عقود الخيارات المالية ومدى نجاعة عملية التحوط اعتمادا عليها؛
  - محاولة تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج ثنائي الحد في بورصة الكويت للأوراق المالية.

# قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب:

1. آل شبيب دريد كامل، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط01، 2010.
2. آل شبيب دريد كامل، "إدارة الاستثمارات: تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2010.
3. آل شبيب دريد كامل، "المالية الدولية"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2012.
4. بغدادي خالد عبد العزيز، "تداول الأسهم والقيود الواردة عليها"، مكتبة القانون والاقتصاد، ط01، الرياض- المملكة العربية السعودية، 2012.
5. بلعوز بن علي وآخرون، "إدارة المخاطر-إدارة المخاطر-المشتقات المالية-الهندسة المالية"، الورق للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2013.
6. بني هاني حسين، "الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها، مشتقاتها"، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2014.
7. تايه النعيمي عدنان، ارشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2019.
8. التميمي فاضل رسن، "محفظة تعادل المخاطرة"، دار امجد للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2019.
9. جلال أحمد، "إدارة الأزمات المالية"، دار خالد اللحاني للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2016.
10. جلال الدين أدهم إبراهيم، "علم الاستثمار الإسلامي"، مركز الكتاب للنشر و التوزيع، القاهرة - مصر، ط01، 2018.
11. جلال محمد احمد، "إدارة الأزمات المالية"، دار خالد اللحاني للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
12. الجيزاوي محمد أحمد، "أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية"، دار e-Kutub Ltd للنشر والتوزيع، لندن، ط01، 2019.
13. حسنين فاطمة سيد عبد القادر، "المشتقات المالية والأزمات المالية"، دار حميثرا للنشر والتوزيع، لبنان، 2017.
14. حمد عيسى خلفان، "إدارة الاستثمار والمحافظ المالية"، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
15. حمد عيسى خلفان، "إدارة الاستثمار والمحافظ المالية"، دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2016.
16. الحناوي محمد صالح، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، " تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية"، دار المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، مصر، 2007.
17. خربوش حسني علي وآخرون، "الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2010.
18. خلة توفيق محب، "الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2015.
19. الربيعي حاكم وآخرون، "المشتقات المالية: الجزء الأول"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2011.
20. الربيعي حاكم وآخرون، "المشتقات المالية: الجزء الثاني"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2018.
21. رزق عادل، "إدارة الأزمات المالية العالمية"، مجموعة النيل العربية للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2010.
22. الزبيدي حمزة محمود، " الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط01، 2001.
23. سالم صلاح الحساوي، "الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2017.

24. سلطان مونية، "السندات والأسهم والأوراق المالية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط01، 2019.
25. شاهين محمد عبد الله، "تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية"، دار حميثرا للنشر والتوزيع، ط01، مصر، 2017.
26. طوقان عامر، "الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى"، دار البيروني للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
27. العبادي هاشم فوزي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط02، 2012.
28. عبد العال حماد طارق، "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2001.
29. العتيبي أحمد معجب، "المحافظ المالية الاستثمارية"، دار النفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط01، 2007.
30. علي محمود خالد احمد، "الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية"، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2019.
31. علي مكيد، "الاقتصاد قياسي دروس ومسائل محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017.
32. الفارس جاسم، "الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي البعد المعرفي و القيمي"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
33. فرحات أحمد محمد، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، بنغازي - ليبيا، ط 01، 2019.
34. قندوز عبد الكريم أحمد، "التحوط وإدارة الخطر"، دار E-Kutub Ltd للنشر والترجمة، لندن، 2018.
35. قندوز عبد الكريم أحمد، "المشتقات المالية"، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2014.
36. قندوز عبد الكريم، "الخيارات، المستقبلات، والمشتقات المالية الأخرى"، دار الكتاب للنشر والتوزيع، الأردن، ط01، 2017.
37. كافي مصطفى يوسف، "تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا- دمشق، 2014.
38. الكراسنة إبراهيم، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
39. محفوظ جبار، "أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات: الجزء الأول"، دار الهدى للنشر والتوزيع، الجزائر، ط01، 2011.
40. مصطفى عبد اللطيف، محمد بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية"، مكتبة حسن العصرية للنشر والتوزيع، بيروت - لبنان، ط01، 2015.
41. مطر محمد، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري للتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ط07، 2015.
42. المغربي الفاتح محمود بشير، "التمويل والاستثمار في الإسلام"، دار الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر، ط 01، 2018.
43. المغربي محمد الفاتح محمود بشير، "إدارة التمويل المصرفي"، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي للنشر ولتوزيع، مصر، ط01، 2020.
44. المغربي محمد الفاتح محمود بشير، "التمويل والاستثمار في الإسلام"، دار الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2018.
45. الموسوي حيدر يونس، "المصارف الإسلامية: لأدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011.
46. المومني غازي فلاح، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المنهج للنشر والتوزيع، الجزائر، ط2، 2016.
47. نايف علوان قاسم، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ط01، 2009.

48. هلال أحمد أشرف، "دليل إجراءات الاستثمار الأجنبي"، دار القانون والاقتصاد للنشر والتوزيع، الرياض - المملكة العربية السعودية، ط 01، 2013.
49. هندي منير إبراهيم، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999.

## المجلات:

50. أبو البصل علي عيد الأحمد، "المضاربة والمقامرة في بيع وشراء الأسهم (دراسة فقهية مقارنة)"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 02، 2009.
51. بصيري محفوظ، سليمان فريدة، "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)"، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 02.
52. بن دعاس زهير، "تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز-دراسة سوق الخيارات الكويتي"، مجلة معارف، العدد 20، جوان 2016.
53. بوفليح نبيل، عبو ربيعة، "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية -دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 02، سبتمبر 2017.
54. تكواشت رانية، "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)"، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 04، العدد 01، 2020.
55. حميدات عمر، قرساس حياة، "تأثير تغير أسعار الأسهم على أداء الأسواق المالية حالة بورصة الكويت"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 03، العدد 02، سبتمبر 2019.
56. رقوب نزيهان، "تحليل إستراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية: دراسة حالة بعض البنوك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 7، العدد 02، 2016.
57. السيد علي المنصور هبة الله مصطفى، أداء المحفظة الدولية الخطرة المثلى بظل الأزمة المالية دراسة تحليلية لعينة من أسواق الأسهم الدولية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 14، العدد 57، العراق، 2011.
58. شيخ بن شيخ إبراهيم، جبوري محمد، "الحركة البرانية ودورها في تسعير خيارات الشراء الأوروبية باستعمال نموذج بلاك شولز ميرتن"، مجلة مجاميع المعرفة، العدد 02، أكتوبر 2020.
59. عطية سجاد محمد، "تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط - دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة جامعة الكوفة، العدد 42، 2016.
60. عويجية حياة، "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي-الجزائر، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2017.
61. مرميت عديلة، "الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، العدد 10، 2010.
62. نعجة عبد الرحمان وآخرون، "قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين: حالة مؤشرات داو جونز الإسلامية (DJIM)"، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE، 2017.
63. هاني مريم، "بناء محفظة استثمارية مثلى -دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (2008-2011)"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، ورقلة، 2016.

## الملتقيات:

64. حركاتي نبيل، بودحوش عثمان، "الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيّف، 2014.
65. مهيدات محمود فهد، "المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية: عقود الخيارات"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2007.

## الأطروحات الرسائل والمذكرات:

66. بن لخضر مسعودة، "عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
67. بوعكاز نوال، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيّف، 2012/2011.
68. السلطان حسن، "إدارة مخاطر الاستثمار المالي"، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2009/2008.
69. سودة زاهرة يونس محمد، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية: من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، رسالة ماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006.
70. شبير توفيق عوض، "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم: دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016/2015.
71. الشعراني بشار، "التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في الأسواق الدولية، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015.
72. صالح أحمد محمد الماحي، "تسوية منازعات الاستثمار"، مذكرة ماجستير في القانون الخاص، قسم القانون، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة شندي، السودان، 2019.
73. عباس حسين هادي، "استخدام عقود الخيارات في تخفيض المخاطر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2019.
74. عرنوق بهاء غازي، "أثر عوامل فما و فرنس في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015.
75. علي الضرب حسين عبد الحسن، "أثر العائد والمخاطرة وقرار الاستثمار في الأداء المالي للمصرف: دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2017.
76. عمران مجد، "العلاقة بين درجة المخاطر المنتظمة لحقوق الملكية (بيتا) والمتغيرات المالية: دراسة تطبيقية على بورصة عمان للأوراق وإمكانية الاستفادة منها في سورية"، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2014.

77. عوامر محمد، "إدارة مخاطر المحفظة المالية"، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وإدارة مخاطر، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015/2014
78. القاضي لورين إبراهيم، "أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية- دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة 2012-2014"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
79. كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لبعض تجارب الأسواق المالية العربية والإسلامية"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2014/2013.
80. محسن سميرة، "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية: دراسة حالة البنك BNA"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006/2005.
81. محمد الصادق نصيرة، حبيبة حميدي، "التسيير الديناميكي لمخاطر محفظة الأوراق المالية في ظل انخفاض أسعار البترول (2017/2014)"، مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم تجارية، جامعة حامه لخضر، الوادي، 2018/2017.
82. محمد سوهد زاهرة يونس، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية"، أطروحة ماجستير في النزاعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006.
83. محمد عدنان بن الضيف، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008/2007.
84. مزاهدية رفيق، "الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة الدكتوراه العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015/2014.

### المطبوعات:

85. بن منصور موسى، "إدارة المحافظ المالية"، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة أولى ماستر، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي وتمويل دولي، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة برج بوعرييج، 2014/2013.
86. بن منصور موسى، "الأسواق المالية"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعرييج، 2018/2017.
87. بن منصور موسى، "الهندسة المالية"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعرييج، 2020/2019.
88. خروبي يوسف، "الهندسة المالية"، مطبوعة دروس موجهة للسنة الثالثة ليسانس، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2019/2018.
89. خروبي يوسف، محمد الهاشمي حجاج، "الهندسة المالية"، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، مالية وبنوك، قسم العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2019/2018.
90. رحالي بلقاسم، "محاضرات في مقياس الإحصاء 1"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى LMD جذع مشترك، كلية لعلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعرييج، 2018.
91. مجدوب خيرة، "إدارة المخاطر المالية"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة فرع علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2020/2019.



## المحاضرات:

92. بدروني عيسى، "المحفظة المالية"، محاضرة موجهة لطلبة سنة الأولى ماستر تخصص مالية وتجارة دولية وتخصص تسويق مصرفي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 2021.
93. فقير سامية، "محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية"، موجهة إلى السنة الأولى دكتوراه ل.م.د، مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2017/2018.
94. مفلح هزاع، "إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية"، محاضرات موجهة للسنة الرابعة جامعي، كلية الاقتصاد، جامعة حماه، سوريا، 2018/2019.
95. المنجي محمد العرفاوي، "إدارة محفظة الأوراق المالية"، محاضرة، قيم إدارة الأعمال، جامعة المجمعة، السعودية.

## المواقع الإلكترونية:

96. المحافظ الاستثمارية، [www.motaber.com](http://www.motaber.com)، (2021/04/12).
97. استراتيجيات إدارة محافظ الأوراق المالية، [https://www.aam-web.com/ar/subject\\_detail/155?fbclid](https://www.aam-web.com/ar/subject_detail/155?fbclid)، (2021/04/14).
98. التقارير المالية السنوية لبورصة الكويت 2018، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/26).
99. التقرير السنوي لبورصة الكويت لسنة 2019، متاح على الموقع: [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/27).
100. التقرير السنوي لبورصة الكويت لسنة 2020، متاح في الموقع [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/27).
101. القبس تنشر دراسة المركز المالي عن الأوبشن "بورصة الكويت الأولى في تقديم الخدمة على صعيد المنطقة/عقود الخيار/المفهوم وطريقة الاستخدام والمخاطر"، <https://alqabas.com/article/31836>، (2021/05/28).
102. المشاركون في السوق، [www.boursakuwait.com](http://www.boursakuwait.com)، (2021/05/27).
103. التوزيع الطبيعي المعياري (Z) لحساب القيم، متاح في الموقع [www.kuwaitmath.com](http://www.kuwaitmath.com)، (2021/06/08).
104. المرزوق "بيتك كابيتال" تدرج أول صندوق ريت للاستثمار العقاري المتداول في بورصة الكويت، [www.kfhcapital.com.kw](http://www.kfhcapital.com.kw)، (2021/05/27).
105. السوق الكويتي للأوراق المالية، [www.indexsignal.com](http://www.indexsignal.com)، (2021/05/27).
106. الشركة الكويتية للمقاصة، [www.maqasa.com](http://www.maqasa.com)، (2021/06/07).
107. المركز المالي الكويتي، المعلومات الشهرية لصندوق فرصة المالي، [www.boursakuwait.com.kw/ar/fund/monthly\\_inform](http://www.boursakuwait.com.kw/ar/fund/monthly_inform)، (2021/01/09).
108. القانون رقم (1-18)، المؤرخ سنة 1983، المتعلق بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، متاح في الموقع [www.law.almohami.com](http://www.law.almohami.com)، (2021/05/26).
109. بورصة الكويت، [www.boursakuwait.com](http://www.boursakuwait.com)، (2021/05/26).
110. بورصة الكويت تطلق 5 أدوات استثمارية جديدة، جريدة "العربية"، [www.alarabiya.net/amp/aswaq](http://www.alarabiya.net/amp/aswaq)، (2021/05/29).
111. هند عبد الهادي الواحد الخزاعي، "معدل القطع لبناء المحفظة الكفوة دراسة تحليلية إلى بناء المحفظة الكفوة في ظل تقييم الأسهم العادية"، العراق، 2016، ص14، أنظر في: <https://qu.edu.iq/repository/?p=28450>، (2021/04/15).
112. ماهي الخيارات، <https://www.avatrade.com/forex/what-are-vanilla-options>، (2021/05/10).
113. ماهي عقود الخيارات، [academy.binance.com/ar/articles/what-are-options-contracts.ampwww](http://academy.binance.com/ar/articles/what-are-options-contracts.ampwww)، (2021/04/27).

114. محمد الإرتري، "البيع على المكشوف وصفقا المبادلة"، جريدة "الجريدة"، [www.aljarida.com/articles](http://www.aljarida.com/articles)، (2021/05/29).
115. محمود بدير، "هكذا عوض المركزي الكويتي البنوك من تثبيت سعر الفائدة"، جريدة العربي الجديد، متاح في الموقع [www.alaraby.co.uk](http://www.alaraby.co.uk)، (2021/05/31).
116. سوق الكويت اليوم إدراج وبدء التداول على أسهم شركة "بورصة الكويت"، [www.argaam.com/at/article](http://www.argaam.com/at/article)، (2021/05/26).
117. عموميات حول المحافظ المالية، <http://startimes.com/f.aspx?t=18496275>، (2021/03/23).
118. قيمة عقود الخيارات المتداولة، [www.alraimedia.com/article/20814](http://www.alraimedia.com/article/20814)، (2021/05/28).
119. ركن المعلومات، "معلومات عن المنتجات بورصة الكويت"، [www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)، (2021/05/29).
120. تقرير المركز، "عن أداء الخيارات في بورصة الكويت"، [www.alqabas.com/article/289134](http://www.alqabas.com/article/289134)، (2021/05/30).