

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
المركز الجامعي نور البشير - البيض -  
معهد العلوم الإقتصادية ، التسيير و العلوم التجارية  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

تخصص: إدارة مالية .

بعنوان

دور استراتيجيات الهندسة المالية في بناء  
المحفظة الإستثمارية المثلى  
(دراسة حالة السوق المالي السعودي)

إشراف الأستاذ:

\* د. معروف الجليلي \*

إعداد الطلبة:

● أحلام محمدي.

● فاطمة مشري.

● لجنة المناقشة المكونة من الأساتذة

أ.د. .... المركز الجامعي - البيض - رئيسا

أ.د: معروف الجليلي      المركز الجامعي - البيض - مشرفا و مقررا

د ..... المركز الجامعي - البيض - ممتحنا

السنة الجامعية : 2024/2023



# شكر

نحمد الله و نشكره على توفيقه لنا على إتمام هذا العمل المتواضع.

ونتقدم بأسمى عبارات التقدير والاحترام للأستاذ المشرف "معروف

جيلالي" على المجهودات التي بذلها وعلى دعمه

المتواصل لنا لإنجاح هذه المذكرة، ونسأل الله سبحانه

وتعالى له التوفيق و السداد في أداء رسالته العلمية.

كما نتقدم بالشكر الجزيل لأعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول

مناقشة هذه المذكرة.

الطالبتان.



## إهداء

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا سبحانه لا نحصي ثناء عليك أنت كما أثنيت على نفسك ،  
خلقت فأبدعت وأعطيت فأفضت ، فلا حصر على نعمك بلا حدود لفضلك وصلى الله وسلم  
على أشرف عبادك.

هي ثمرة جهد اجنيها اليوم، هي هدية أهديها إلى:

رمز الحب و الحنان .إلى القلب النبع بالبياض :

.....والدي

إلى كل من كلت أنامله ليقدم لنا لحظة من السعادة

.....والدي

إلى إخوتي و أخواتي ..... إلى أصدقائي وكل من ساندني في انجاز هذا العمل وشكرا لمن اضاؤوا

قناديل العلم والمعرفة

.....أساتذتي الكرام

أحلام



## إهداء

إلى الوالدين الكريمن أطال الله في عمرهما وإلى كل

أفراد عائلتي.

إلى أساتذتي الذين سهروا على تعليمي في مشواري

الدراسي وإلى جميع الأصدقاء.

فاطمة



# الملخص

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى الاطلاع على الدور الكبير الذي تلعبه استراتيجيات الهندسة المالية في الحد من المخاطر المالية وذلك من خلال اعتماد نموذج تنويع الأصول المالية لماركويتز؛ و الذي يساعدنا بصفة دقيقة في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى الخالية من المخاطر و التي تعود على المستثمر بأكثر عوائد ممكنة؛ حيث كانت عينة البحث ممثلة في مجموعة من المؤسسات المدرجة في السوق المالية السعودية كمؤسسة إعمار و مؤسسة سابك ومؤسسة مصرف الراجحي؛ و التي تعتبر مؤسسات عملاقة في نشاطها المالي في هذا السوق من خلال أنشطتها التجارية و الصناعية و المالية وذلك تركيزا على الفترة "2014-2018" بينما كانت الإحصائيات حتى 2022؛ واعتمدنا على أداة Solver لتحديد الحدود المثلى للمحفظة المالية التي يمكن على أي مستثمر اعتمادها لتحقيق معدل عائد مرتفع في ظل تفضيل المخاطرة. وتوصلت الدراسة إلى أن الهندسة المالية بنماذجها الرياضية و الإحصائية المختلفة بما فيها نموذج ماركويتز وأداة سولفر تمكّن المستثمر عامة و المستثمر السعودي خاصة من الاستثمار وفق تشكيل محفظة مالية تقريبا خالية من المخاطر -متدنية المخاطر- و كبيرة العوائد وهذا ما نسميه محفظة الاستثمار المثلى .

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية؛ المخاطر المالية، نموذج ماركويتز؛ المحفظة الاستثمارية المثلى، أداة

Solver

Abstract:

*This study aims to explore the significant role played by financial engineering strategies in mitigating financial risks, through the adoption of the Markowitz financial asset diversification model. This model accurately assists us in constructing an optimal investment portfolio that is risk-free and maximizes returns for the investor. The research sample consisted of a group of institutions listed in the Saudi financial market, such as Emaar, SABIC, and Al Rajhi Bank, which are giants in their financial activities within this market through their commercial, industrial, and financial activities, focusing on the period from 2014 to 2018, while the statistics were available until 2022. We relied on the Solver tool to determine the optimal boundaries for the financial portfolio that any investor can adopt to achieve a high rate of return while preferring risk.*

*The study concluded that financial engineering, with its various mathematical and statistical models including the Markowitz model and the Solver tool, enables investors in general and Saudi investors in particular to invest in a financial portfolio that is almost risk-free - low risk - and offers high returns. This is what we refer to as the optimal investment portfolio.*

Keywords: Financial Engineering, Financial Risks, Markowitz Model, Optimal Investment Portfolio, Solver Tool

# الفهرس

الصفحة	العنوان
/	الشكر و العرفان
/	الإهداء
/	الملخص
/	الفهرس
/	فهرس الجداول و الأشكال
أ	مقدمة
/	<b>الفصل الأول: مدخل مفاهيمي للهندسة المالية و علاقتها بالمخاطر.</b>
2	المبحث الأول: الهندسة المالية . المفهوم و الاستراتيجيات .
3	المطلب الأول: مفهوم و أنواع الهندسة المالية
7	المطلب الثاني: استراتيجيات الهندسة المالية.
8	المطلب الثالث: عمليات و مجالات الهندسة المالية.
14	المبحث الثاني : مفهوم المخاطر المالية و طرق إدارتها.
15	المطلب الأول: مفهوم المخاطر المالية و أنواعها.
19	المطلب الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية و أهدافها.
24	المبحث الثالث: تطبيقات الهندسة المالية لإدارة المخاطر في السوق .
24	المطلب الأول: العلاقة بين الهندسة المالية و إدارة المخاطر.
27	المطلب الثاني: دور منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر.
43	المطلب الثالث:علاقة الهندسة المالية بتحسين الأداء
/	<b>الفصل الثاني:آليات بناء المحفظة الاستثمارية المثلى – دراسة حالة في السوق المالي السعودي .</b>
48	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية.
48	المطلب الأول: نشأة و مفهوم المحفظة الاستثمارية.
50	المطلب الثاني: أهمية و أهداف و أنواع المحفظة الاستثمارية.
57	المطلب الثالث: محددات و خطوات تكوين و إدارة المحفظة الاستثمارية و مكوناتها
62	المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية المثلى.
62	المطلب الأول: العائد و المخاطر في المحفظة الاستثمارية.
68	المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.
72	المبحث الثالث: الجانب التطبيقي. دراسة حالة السوق المالي السعودي

73	المطلب الأول: مميزات السوق المالي السعودي
79	المطلب الثاني: أهم معطيات الشركات المدرجة بالسوق السعودي ( الأعمار، سابق و الراجحي).
85	المطلب الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى -دراسة حالة.
107	خاتمة.
110	المصادر و المراجع.

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الجدول
34	أوجه المقارنة بين المشتقات الثلاث: الأجلة-خيارات-مستقبلية	01
77	أشهر وسنوات العقد	02
80	مؤشرات مالية لشركة سابك لسنة 2023	03
83	صندوق الراجحي	04
84	مكونات المحفظة الاستثمارات إلى غاية 2020/12/31	05
86	تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق مالي السعودي	06

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الشكل
19	أنواع المخاطرة وحالة التنويع وعدم التنويع	01
19	أصناف المخاطر	02
23	خطوات ودورات عملية إدارة المخاطر في الشركة	03
24	مهام المكونة لكل مرحلة في إدارة المخاطر	04
39	استراتيجية حقوق الخيارات المزدوجة	05
41	استراتيجيات العقود المستقبلية	06
52	أهداف المحفظة الاستثمارية	07
62	نموذج المحفظة الاستثمارية	08
69	منحنى المحافظ المثلى	09
70	اختيار المحفظة الكفوة وفق نموذج شارب	10

# مقدمة عامة

تعتبر الهندسة المالية خلق لأدوات أو أوراق مالية جديدة واستنباط وسائل وأدوات مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل، كما تعد عملية تطويرية انطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط أسواق رأس المال العالمية وكذا بوصفها ابتكارات مالية جديدة بجميع أنواعها تستخدم في التحليل المالي للوصول إلى تحليل الوضعية المالية للمؤسسات، وهناك العديد من النسب المالية والأساليب الإحصائية والرياضية المستخدمة من قبل المحترفين في مجال الهندسة المالية لاحتساب القيمة المالية للمشروعات الاستثمارية من قبل القطاع الخاص والعام، وكذلك اقتراح المعالجات المالية في السجلات وصولاً إلى تقارير مالية ذات تقنيات أقرب إلى الحقيقة والواقع الفني الهندسي. واستخدام أدوات التحليل المالي في كافة الجوانب المالية ما هي إلا أدوات قد تساعد على تطبيق الهندسة المالية و استراتيجياتها.

وعلى أساس ذلك جاءت هذه الدراسة لتقدم إطار معرفي وتطبيقي لطبيعة وكيفية توظيف استراتيجيات الهندسة المالية للتحوط من تقلبات الأسعار الحاضرة والمستقبلية، ورفع عائد الاستثمارات، ومن ثم التخلص من الخسائر الناجمة عن ذلك وتخفيض مخاطر تقلبات الأسعار تبعاً، فضلاً عن أهميتها في مجالات المضاربة من خلال استثمار أموال قليلة للمتاجرة بها في السوق المالي لغرض تحقيق الأرباح جراء تقلبات الأسعار. وتأسيساً على ما تقدم جاءت أهمية الدراسة من خلال اعتمادها نماذج رياضية وتطبيقية متقدمة لها استعمالات واسعة في مجال المشتقات المالية في الأسواق المالية العالمية الكفؤة ومحاولة تطبيقها في سوق المال السعودي.

و يعتبر بناء محفظة استثمارية مثلى من بين أهم التحديات التي تواجه المستثمرين، حيث يسعى كل مستثمر لتحقيق ميزة تنافسية من خلال تحديد ميزة متنوعة من الأصول المالية التي تحقق أقصى قدر من العوائد بأدنى مستوى من المخاطر.

في دراسة حالة السوق المالي السعودي يظهر أن العوامل الاقتصادية و السياسية المحلية و الدولية تؤثر بشكل كبير على أداء الأصول المالية و الأسواق السعودية. و بناء على هذه الظروف يتعين على المستثمرين تطبيق استراتيجيات الهندسة المالية بشكل متقن لتحقيق أهدافهم الاستثمارية بنجاح. و من بين استراتيجيات الهندسة المالية التي يمكن تطبيقها في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى في السوق المالي السعودي توزيع الاستثمارات بين أصول متعددة، تقدير المخاطر، التوازن بين العوائد و المخاطر، والتنوع الجغرافي و القطاعي ..

في عالم الاستثمارات يعد بناء محفظة استثمارية مثلى أمراً حاسماً لتحقيق الأهداف المالية بكفاءة و فعالية . يتطلب هذا الأمر فهماً عميقاً للأسواق المالية، و تحليل دقيق للمخاطر و العوائد ، تعتبر استراتيجيات الهندسة المالية أحد الأدوات الإستراتيجية في هذا السياق حيث تهدف الى تطبيق المفاهيم الهندسية التحليلية في تنظيم و بناء المحافظ الاستثمارية بهدف تحقيق الأهداف المحددة و تقليل المخاطر، اذ يمكن استخدام نماذج رياضية لتحليل الأصول المالية و تقدير القيمة المستقبلية و المخاطر المحتملة .

يعد تحقيق التوازن بين إدارة المشروع و الوصول إلى الهدف الاستراتيجي من أهم التحديات التي تسعى إليها المنظمات لذا تلجأ الجهات عادة إلى إدارة المحافظ التي تساهم في تحقيق توازن مثالي بين التنوع و توزيع الموارد و النمو، و ذلك لتنفيذ المشاريع بكفاءة عالية جداً، و تهدف إدارة المحافظ إلى الوصول لحالة مثالية و متوازنة بين العوائد و المخاطر و استخدام الموارد على نحو فعال و التركيز على المشاريع ذات الأولوية القصوى مع تجنب الإفراط في الاستثمار فمع تعدد المهام أصبح من الضروري ترتيب الأولويات و تخصيص الموارد بشكل صحيح. إن موضوع المحفظة الاستثمارية مهم جداً في الإدارة المالية لأن هدف أي مستثمر هو تشكيل محفظة استثمارية مثلى ، و لكي يتمكن المستثمر من إدارة هذه المحفظة فان ذلك يتطلب إمكانيات و خبرة في هذا المجال و دراسة علمية من أجل تكوينها و إدارتها و تحديد المخاطر المتوقعة التي يتعرض لها المستثمر و من ابرز الإجراءات المتخذة عند اختيار استثمار معين هو إجراء التحليل اللازم للعائد و المخاطر باعتبارها أساس تقييم أداء المحافظ الاستثمارية ثم استخدام مقاييس الأداء التي تعد من الضروري استخدامها .

. و من خلال ما سبق ذكره يمكننا طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

### أ-الإشكالية

إلى أي مدى يمكن لاستراتيجيات الهندسة المالية المساهمة في تشكيل محفظة استثمارية مثلى؟

ومنه تتفرع مجموعة من الأسئلة:

➤ ما هي أهم استراتيجيات الهندسة المالية؟

➤ ماذا نعني بالمحفظة الاستثمارية ؟

➤ و هل يمكن بناء محفظة استثمارية مثلى بالسوق المالي السعودي؟

### ب-الفرضيات

✓ يشترط لتشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى باستخدام استراتيجيات الهندسة المالية وجود آلية لتحليل

الأصول المالية و طريقة لتوزيع رأس المال و اختيار الاستثمارات المناسبة.

✓ كما يشترط لتشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى باستخدام استراتيجيات الهندسة المالية تحسين العوائد و

إدارة المخاطر بشكل فعال.

✓ -يمكن لاستراتيجيات الهندسة المالية اعتمادا على منتجاتها كعقود الخيار خاصة و المستقبلات بناء

محفظة استثمارية مثلى من خلال اختيار الاستثمارات المناسبة و تحليل الأصول المالية دون المبالغة في

التنوع.

✓ -العائد و المخاطرة هما المتغيران الأساسيان لبيني المستثمر قراره في حالة اللاتأكد.

✓ يمكن بناء محفظة استثمارية مثلى بالسوق المالي السعودي حسب المعطيات المتوفرة

### ت-أهمية الدراسة

تأتي أهمية الموضوع من أهمية المحفظة الاستثمارية و علاقة الهندسة المالية و أدواتها بما باعتبارها أداة للتقليل من مخاطر الاستثمار و رفع العوائد في ظل اقتصادات عالمية تتميز بالتغيرات المتسارعة و الصراعات الاقتصادية و

الجيوسياسية

### ث-أهداف الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على مفهوم المحفظة الاستثمارية و مدى مساهمة الهندسة المالية في بنائها بصفة مثلى تمكننا من التحكم في المتغيرات الأساسية المتمثلة في العائد و الخطر و حالة عدم اليقين ثم في الأخير إسقاط هذه العلاقة على بعض المحافظ المتواجدة بالسوق المالي السعودي.

### ج-حدود الدراسة:

الحدود المكانية: السوق المالي السعودي باعتباره سوقاً يمتاز بالمرونة و سرعة التداولات في منطقة الخليج العربي الحدود الزمنية: و يمكن أن تنحصر في فترات زمنية طويلة الأجل، خصوصاً الفترة التي امتازت بالاستثمارات المتعددة و التي يمكن حصرها بين 2014 و 2018 ( بحيث نأخذ عينة عن مستثمر سعودي يستثمر في مجموعة من الاستثمارات طويلة و متوسطة الأجل).

### و-أسباب اختيار الموضوع:

أسباب اختيار هذا الموضوع يكمن في

- توافق الموضوع و طبيعة الاختصاص.
- الميل إلى التعرف على السوق المالي السعودي.
- زيادة الأبحاث العلمية في موضوع المحفظة الاستثمارية بصفة عامة و المثلى بشكل خاص.

### ح-منهج الدراسة :

تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي من خلال أدواته الوصف والتحليل حيث تم



اعتماد أداة الوصف في الجانب النظري المتعلق بمفهوم الهندسة المالية و أدبياتها ومفهوم المحفظة الاستثمارية وكذلك سياساتها، أنواعها و إدارتها، أما أداة التحليل فتظهر في الجانب التطبيقي وذلك بتحليل نتائج فترة الدراسة الممتدة من 2014 و2018 و التي تم الاعتماد عليها بناء على دراسات سابقة في هذا المجال.

#### خ-مرجعية الدراسة:

تم الحصول على البيانات اللازمة لإجراء الدراسة من خلال التقارير السنوية المنشورة للشركات المتداولة بالسوق المالي السعودي، الموقع الإلكتروني. TADAWUL و موقع أرقام و الكتب و المجلات و الأبحاث ذات الصلة بالموضوع.

#### د-صعوبات الدراسة:

- عدم التمكن من الحصول على مراجع تربط بين متغيري استراتيجيات الهندسة المالية و تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى.
- تقيد البحث بالبيانات المتاحة بموقع تداول فقط.
- انعدام الدراسات السابقة على مستوى مكتبة الجامعة
- صعوبة التوفيق و الربط بين المتغيرات ، خصوصا و أنه لا يمكن قياسها ( استراتيجيات الهندسة

الدراسات السابقة

**1- بوشامي عبد القادر، بن عمر محمد البشير، دراسة الخطر والعائد في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى باستخدام أسلوب البرمجة التربيعية دراسة حالة الشركات الناشئة في القطاع البنكي بالسوق المالي السعودي-2014. 2018، المجلد 15، العدد 02، 2021**

بينت دراسة الباحثين أن أسلوب البرمجة التربيعية من أهم النماذج في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تبني على أساس تقليص المخاطرة إلى أدنى مستوى وبعائد موجب.

**2-دراسة: بلعزوز بن علي ، نعا س مريم نجاة ، " بعنوان فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر 2010**

**(مجلة رؤى اقتصادية - محفظة الأوراق المالية دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر 2011-2016 مجلة**

**رؤى الاقتصادية العدد 10 ، جامعة الوادي، الجزائر ، قامت هذه الدراسة باختيار العلاقة بين العائد و المخاطرة في بورصة الجزائر لتحديد مدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة مقابل توظيفاتهم الاستثمارية و قد بينت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين العوائد و المخاطر في بورصة الجزائر لمدة الدراسة، فارتفاع و انخفاض مؤشر البورصة مرتبط بارتفاع و انخفاض التذبذب بالعوائد.**

**3-عز الدين محمدي، عبد العالي صالح، تطبيق برمجة الأهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى دراسة**

**حالة عينة أسهم مختارة من سوق البحرين للأوراق المالية، مجلة دراسات، المجلد: 16 العدد: 01 \_ جانفي**

**.2019**

خلصت الدراسة إلى:

-المحفظة الاستثمارية المثلى عبارة عن وسيلة فعالة لاستثمار الأموال تحت ضغط المخاطرة وفرص العوائد الناتجة

عن الاستثمار في المحفظة، وتعتبر برمجة الأهداف ذات الأولوية أفضل وأمرن برمجة لاختيار محفظة استثمارية مثلى.

- بيئة السوق البحريني للأوراق المالية غير متوترة بشكل كبير وقد يرجع ذلك إلى الاستقرار السياسي والاقتصادي

الذي تتنعم به.

**4- دراسة حسين جواد كاظم و حسين كريم السعيدى: استخدام نظريتي الخيارات المالية و المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر الاستثمارية، دراسة تطبيقية على بيانات سوق العراق للأوراق المالية. كلية الإدارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد (29) أيلول 2016 .**

استنادا إلى ما جاء به ماركويتز بضرورة تشكيل محفظة استثمارية مكونة من القطاعات (أو الأسهم) التي بمقتضاها يتم تخفيض مستوى المخاطر إلى حد معين. وعلى هذا الأساس أفرزت نتائج التحليل إلى تحقيق أفضل مبادلة بين العائد بوساطة التنويع العلمي.

2- تأكد حقيقة تسعير الخيارات للفترة الواحدة باستعمال نموذج ثنائي الحدين إلى العلاقة الطردية بين سعر خيار الشراء وسعر السهم الضمني، أي يزداد سعر خيار الشراء في السوق المالي كلما ارتفعت أسعار الأسهم الحالية أو المستقبلية.

3- أدى تطبيق إستراتيجية خيار الشراء المغطاة على المحفظة الكفؤة إلى الاستفادة من قيمة العلاوات المدفوعة من حامل خيار الشراء، التي طالما شهدت أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية للقطاعات المبحوثة بالتقلب الكبير والمستمر وكما هو موضح في النشرات الإحصائية التي يصدرها السوق، وهذا ما ينسجم مع توقعات مديري المحافظ بشأن ذلك الانخفاض مما يحول إلى عدم تنفيذ عقد الخيار.

**5- منيعة العيد، صلعة سمية، أثر التنويع الاستثماري على إدارة المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي بين 2013 و 2022 مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية (المجلد / 08 العدد 2024، 1.**

و كانت نتائج الدراسة المحصلة كالتالي:

الهدف من تكوين المحفظة الاستثمارية ذو تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر، فالمحفظة المالية ذي مزيج متنوع من الأصول المالية.

-يمثل تحليل عنصرى العائد والمخاطر أساساً لوضع استراتيجيات إدارة المحافظ المالية وتكوينها ولتي تحقق التوازن

الفعال بين تحقيق العائد المرغوب وإدارة المخاطر بشكل فعال

-الوصول إلى المحفظة المثلى التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطرة يبقى الخيار الأفضل من تشكيل المحفظة المالية.

يعتبر نموذج الأسلوب المركب لشارب من أفضل المقاييس التي يجذبها المحللون في قياس أداء المحفظة المالية لأنه

يأخذ في الحسبان كلاً من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

-يعتبر السوق المالي السعودي واحداً من أفضل الأسواق المالية الناشئة في العالم العربي والدولي، يتميز بنشاط

ملحوظ و تنوع في المنتجات المالية المتاحة. تتباين سياسات إدارة المحافظ للشركات المالية المدرجة في هذا السوق

بين الهجومية، الدفاعية والمتوازنة.

6- بوصيع العايش، دور الهندسة المالية في خفض المخاطر المالية. تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء

محفظة التحوط في السوق المالي القطري، للفترة 2011/2007. مذكرة شهادة ماجستير في علوم التسيير،

تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي

مرباح، ورقلة، السنة الجامعية 2011/2012.

هدفت الدراسة إلى محاولة تحديد المفاهيم المرتبطة بموضوع الهندسة المالية، من خلال مجموعة من التعريفات وتحديد

المجالات التي يتدخل فيها هذا المجال، مع إبراز وبالتفصيل لأدوات الهندسة المالية المتمثلة في المشتقات المالية

والتوريق و قد خلصت الدراسة إلى:

1- محفظة التحوط هي محفظة مالية تستخدم استراتيجيات وأدوات استثمارية متطورة لتحقيق عوائد تفوق متوسط

عائد السوق بدون تحمل نفس مستوى المخاطر، ويتم تركيب محفظة التحوط من مجموعة الأسهم التي تمتلكها

البنوك محل البحث فضلاً عن شراء خيارات الشراء عليها بنسبة (h) تسمى بنسبة التغطية والتي تساوي (ثلاثة

أرباع 3/4) في حالة القطاع البنكي القطري، و الهدف تحقيق معدل عائد مساوي بالتقريب لمعدل العائد الحالي

من المخاطرة، وقد لاحظنا أن التدفقات النقدية المتولدة في حالي انخفاض القيمة الحالية للأسهم الضمنية أو ارتفاعه تكون متساوية.

2- عند تسعير خيارات الشراء لفترتين باستعمال النموذج ثنائي الحد، لوحظ ارتفاع قيمة مكافأة خيارات الشراء بنسبة قاربت الـ 68% لعموم البنوك، و يرجع ذلك الارتفاع لافتراض حالة ارتفاع سعر السهم الضمني في السوق للمرة الثانية على التوالي، وهذا ما يؤكد العلاقة الطردية بين القيمة العادلة لخيارات الشراء و أسعار أسهمها الضمنية في السوق.

### ذ-هيكل البحث:

للإلمام بجميع جوانب الموضوع وبغرض الإجابة عن الإشكالية تم تقسيم دراستنا إلى فصلين:

#### ❖ الفصل الأول: مدخل مفاهيمي للهندسة المالية و علاقتها بالمخاطر.

وتم تقسيمه إلى :

➤ المبحث الأول: الهندسة المالية . المفهوم و الاستراتيجيات مقسم الى 3 مطالب:

✓ المطلب الأول: مفهوم و أنواع الهندسة المالية

✓ المطلب الثاني: استراتيجيات الهندسة المالية.

✓ المطلب الثالث: عمليات ومجالات الهندسة المالية.

المبحث الثاني : مفهوم المخاطر المالية وطرق إدارتها. مقسم إلى مطلبين:

✓ المطلب الأول: مفهوم المخاطر المالية و أنواعها.

✓ المطلب الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية و أهدافها.

➤ المبحث الثالث: تطبيقات الهندسة المالية لإدارة المخاطر في السوق و قسمناه الى:

✓ المطلب الأول: العلاقة بين الهندسة المالية و إدارة المخاطر.



✓ المطلب الثاني: دور منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر.

✓ المطلب الثالث: علاقة الهندسة المالية بتحسين الأداء

## ❖ الفصل الثاني: آليات بناء المحفظة الاستثمارية المثلى – دراسة حالة في السوق المالي السعودي . و تم

تقسيمه إلى:

➤ المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية. و يشمل

✓ المطلب الأول: نشأة ومفهوم المحفظة الاستثمارية.

✓ المطلب الثاني: أهمية و أهداف و أنواع المحفظة الاستثمارية.

✓ المطلب الثالث: محددات وخطوات تكوين وإدارة المحفظة الاستثمارية و مكوناتها

➤ المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية المثلى. و قسم إلى:

✓ المطلب الأول: العائد و المخاطر في المحفظة الاستثمارية.

✓ المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

➤ المبحث الثالث: الجانب التطبيقي. دراسة حالة السوق المالي السعودي

و يحتوي على 3 مطالب هي:

✓ المطلب الأول: مميزات السوق المالي السعودي

✓ المطلب الثاني: أهم معطيات الشركات المدرجة بالسوق السعودي ( الأعمار، سابق و

الراجحي).

✓ المطلب الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى –دراسة حالة.

➤ خاتمة.

➤ المصادر و المراجع.



# الفصل الأول

مدخل مفاهيمي للهندسة المالية  
و علاقتها بالمخاطر

## تمهيد

تعتبر الهندسة المالية الأداة أو التقنية التي تستعملها المؤسسات لتحقيق أهدافها من أرباح من جهة ومن جهة أخرى تقليل المخاطر و بالتالي الخسائر إلى أدنى الحدود، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة في السوق و بالتالي تعظيم ثروتها، فالهندسة المالية من شأنها أن تبتكر أدوات فعالة و عمليات جديدة ذات أهمية بالنسبة لإدارة المؤسسة، فهذه الابتكارات و على مرور الزمن زادت أهميتها، و ساعدت كثيرا المؤسسات على توجيه نشاطاتها لما تحققه من سرعة و أمان و تكلفة ضئيلة لصفقاتها بالإضافة إلى إدارة المخاطر عن طريق منتجات مالية جديدة كالمشتقات مثلا و غيرها.

تعد المشتقات المالية من بين الأدوات المالية التي تصدرها المؤسسات السلعة الرئيسية المتداولة في السوق المالية و بالتالي هي المحرك الرئيسي لهذا السوق، حيث يلجأ إليها المستثمرون بغرض تمويل استثماراتهم و تستعملها الحكومة من أجل تغطية العجز في ميزانيتها.

إن استخدام الأدوات و المفاهيم الهندسية لتحليل و تصميم المحافظ الاستثمارية يعزز العوائد و يقلل المخاطر، تتضمن هذه العلاقة استخدام الرياضيات المالية لتحديد الأصول المناسبة للمحفظة، و توزيعها بشكل متوازن وفقا لأهداف الاستثمار و مستوى المخاطرة.

## المبحث الأول : الهندسة المالية المفهوم والاستراتيجيات .

تعتبر الهندسة المالية (Engineering Financial) فناً مالياً تطور بتطور المحيط الاقتصادي والمالي، ويعتبر الاقتصادي الأمريكي ماركويتز أول من استخدم مصطلح الهندسة المالية في سنة 1950 للإشارة إلى الطرق المستخدمة في معالجة الأزمات التي تصيب المحافظ الاستثمارية . لتتطور الهندسة المالية فيما بعد خاصة بعد تزايد المخاطر بسبب تذبذبات الأسعار لاسيما أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية . وللتعرف على المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهندسة المالية، نتطرق إلى مايلي:

## نشأة الهندسة المالية:

لقد شهد القرن التاسع عشر تطورات عالمية واسعة النطاق في إطار عولمة الاقتصاد ، و ما عرفته التعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار ، و جعل من الأسواق المالية و المؤسسات تواجه مخاطر مالية أثرت بشكل كبير على عوائد استثماراتها ، الأمر الذي استدعى صناعة مالية جديدة من أجل استحداث طرق و استراتيجيات تمويلية جديدة تسمح بتلبية رغبات المتعاملين في الأسواق المالية مع تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات. و هذا ما عرف بثورة الابتكارات المالية في إدارة المخاطر و عمليات التحوط ، و عليه يتضح أن الهندسة المالية نشأت في وسط اقتصادي عالمي يشمل المخاطر و التغيرات المستمرة في القيم الجزئية و الكلية للاقتصاد ، و بالتالي ظهرت الحاجة إلى ابتكار مالي متطور يولد استثمارات جديدة تخدم مصالح الأفراد و المؤسسات، و في منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية الوليدة اسماً أكثر قبولا و انتشاراً تمثل في الهندسة المالية و بهذا ظهر المفهوم الجديد بشقيه العلمي و الأكاديمي، حيث تم إنشاء الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين عام 1992 يضم 2000 عضو من مختلف الدول ، يمثلون الممارسين و الأكاديميين و المعنيين في المحاسبة و التمويل و الاقتصاد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجستير تخصص دراسات مالية و محاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2011/2010، ص 25

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية .

الفرع الأول:تعريف الهندسة المالية.

تعتبر الهندسة المالية مصطلح مشتق من كلمة الإنجليزية هي **Engineering** و المعرفة عامة على أنها الأنشطة الفكرية التي تساهم في العمل بطريقة عقلانية و عملية مع ضمان تكامل مختلف التنظيمات التي تساعد على تحقيقها.

يمكن فهم مدلول الهندسة المالية من خلال التعاريف العديدة التي أعطيت لهذا المفهوم و التي نذكر منها:

عرفت الجمعية الدولية للمهندسين الماليين الهندسة المالية بأنها عملية التطوير التطبيق المبتكر للنظرية المالية و الأدوات المالية لإيجاد حلول المشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الأمثل للفرص المالية فالهندسة ليست أداة بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات.<sup>1</sup>

ثانيا: تصميم وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتطويرها، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية. ولا يقتصر نشاطها على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال.<sup>2</sup>

ثالثا: كما عرفها **finnerty** الهندسة المالية بأنها:التصميم والتطوير لأدوات واليات مالية مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل.<sup>3</sup>

رابعا: تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية

<sup>1</sup> عامر كمال .إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية والأسواق المالية و تحسين أدائها . مجلة الاقتصاد الجديد العدد 17 المجلد 2 سنة 2017 ص77.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، ط1، مصر، 2005، ص91.

<sup>3</sup> نور الدين بومدين، صناعة الهندسة المالية و أثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، شلف، الجزائر، 2015/2014، ص44.

هي منهج لفهم طبيعة المؤسسات و بيعتها، ثم تطويرها لخدمة رأس المال بأوسع معانيه فهي تشير إلى جميع العمليات على رأس المال الاجتماعي المتعلقة بإنشائه، احتجازه و توزيعه، و تنظيمه و تحويله<sup>1</sup>، و قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة، و هي تتضمن:

- تعظيم قيمة المؤسسة.
- إدارة محفظة الأوراق المالية.
- التفاوض حول التمويل/التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة آخذاً بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية و السياسية.
- تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد و الشركة.
- استخدام النماذج الكمية، البرامج التقنية و المشتقات.

**وانطلاقاً مما سبق:** ومن خلال التعريفات أعلاه يمكننا تحديد مفهوم الهندسة المالية، على أنها فلسفة يمكن من خلالها توجيه استعمال الأدوات المبتكرة المتمثلة بالمشتقات المالية والتحوط من المخاطر المالية، فضلاً عن شمولها على تقنيات توجيهية لتجارة الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية(الموجودات) المستقبلية. وتوجد عدة شروط أساسية يمكن عند الأخذ بها الحكم على نجاح الهندسة المالية وهي<sup>2</sup>:

- أن يكون المنتج أو العملية إبداعية أي مبتكرة.
- تمكن هذه المنتجات أو العمليات المصدرين أو المستثمرين من انجاز العمليات التي لم يكن باستطاعتهم القيام بها سابقاً.
- إن تجعل الأسواق أكثر كفاءة.
- إن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو المصدرين لها أو حتى الوسطاء .
- وقد ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية مع التقدم في تقنية المعلومات، إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية خاصة عند اندماج الشركات.

**الفرع الثاني: أهمية الهندسة المالية.**

<sup>1</sup> Kamel Eddine bouatouta, l'ingénierie financier ou l'application de l'art de l'ingénieur a l

univers de finance, Edition GRAND-Alger livres ,Alger, 2006, P21-22

<sup>2</sup>2001، ص22. طارق عبد العال حامد، المشتقات المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع،

تكمن أهمية الهندسة المالية في كونها أداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات وتقنيات جديدة، لذلك تحتاج المؤسسات المالية إلى الاحتفاظ بمجموعة من المنتجات والآليات الجديدة التي تمكنها من إدارة السيولة وتحقيق المرونة، بالإضافة إلى الحد من المخاطر المصاحبة لوظائفها المالية، وتكمن أهمية الهندسة المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

**أولاً: إدارة المخاطر :** إن المقصود بها هو العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدتها وقياسها ومراقبتها والرقابة عليها وذلك بهدف ضمان ما يلي :

- إن عملية القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة المالية .
  - أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة المخاطر.
  - أن تخصيص رأس المال والموارد ملائمة مع مستوى المخاطر.
  - أن القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر واضحة وسهلة الفهم .
  - أن حوافز الأداء المطبقة في المؤسسة المالية منسجمة مع مستوى المخاطر.
  - معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها وأثرها في التقليل من المخاطر وزيادة العوائد.
- فهم جيد لنظرية المالية بامتلاك المستثمر خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها يمكن اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة المثلى وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها<sup>2</sup>.

يتضح من خلال هذا التعريف أن إدارة المخاطر لها أهمية كبيرة في المؤسسات المالية، حيث تمكنها من تجنب الآثار السلبية التي يمكن أن تخلفها مختلف أنواع المخاطر المالية.

**ثانياً: إدارة السيولة :** نظراً لأهمية السيولة في أداء مختلف العمليات والأنشطة في المؤسسات ، وجب عليها أن توليها أهمية خاصة لان نقص السيولة أو وجود فائض فيها لا يخدم المؤسسة حيث تهدف إدارة السيولة في المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها إلى الآتي:

- ✓ المحافظة على استمرار المؤسسة المالية في أداء وظيفتها على أحسن وجه والحد من مخاطر العسر المالي.
- ✓ التأكد من قدرة المؤسسة المالية على الوفاء بالتزاماتها وتحصيل الذمم والتمويلات والاستثمارات في تاريخ استحقاقها .

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عبد الحي: " استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية "، أطروحة دكتوراه في العموم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2994، ، ص 296 .

- ✓ حماية الأصول من عملية البيع الاضطراري عند الحاجة، وعدم تعريض المؤسسة المالية لمخاطرة كبيرة على المدى الطويل.
- ✓ تقوية ثقة المتعاملين مع المؤسسة المالية وبالتالي استمرارهم في التعامل معها وذلك من خلال الإدارة الجيدة لمجوداتهم.
- ✓ تسيير الأوراق المالية وبيع الأصول دون تحمل الخسارة.
- ✓ توريق الأصول بغرض إصدار صكوك لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتغطية جزء من العجز.

### ثالثا: المنافسة المالية:

تعمل المؤسسات المالية على دفع عجلة الابتكار المالي من أجل استحداث منتجات مالية جديدة أو تطوير منتجات مالية قائمة بهدف تلبية مختلف الاحتياجات التمويلية والمتجددة لعملائها، واغتنام الفرص الاستثمارية المتاحة لها، اذ لن يتحقق ذلك إلا إذا كانت تشكيلة منتجاتها متنوعة تمكنها من جذب أكبر عدد ممكن من العملاء وهو ما من شأنه أن يساعد على مواجهة المنافسة البيئية التي تنشط فيها، وبالتالي تحقيق البقاء والاستمرارية. وتنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية على وفق تطلعات المستثمرين والمؤسسات معا، أو لمعامل مع قيود المنافسة الدولية ودرء للمخاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية، وهي في ذلك تعد من أدوات لتحوط المالي.

### رابعا: تجاوز القيود القانونية:

تنشط المؤسسات المالية في بيئة تفرض الكثير من القيود القانونية والتنظيمية وهو الأمر الذي جعلها تفكر في إيجاد حلول لتجاوزها لذلك تتطلب:

معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.

-خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: استراتيجيات الهندسة المالية .

إستراتيجية الهندسة المالية هي التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال،

<sup>1</sup> مروان بوتاعة، صالح لهنبت، دور الهندسة المالية في ادارة مخاطر رفع رأس المالفي الشركات المسعرة- دراسة حالة شركة رونو المدرجة في بوضة باريس ضمن مؤشر cac40، مذكرة ماستر ، تخصص:ادارة مالية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة جيجل،2020/2019، ص 58 . ،

وهي التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفذ في المستقبل، وترتكز الإستراتيجية في الهندسة المالية على ما يلي:<sup>1</sup>

❖ رسم هياكل القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل سواء أصول متغيرة أو ثابتة، وحقوق الملكية، وخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل).

❖ ضبط فرص الاستثمار والتمويل في سوق المال وخارج سوق المال، والتي تحقق جذب ونسج إمكانيات المشروع بتلك الفرص،

❖ تفادي الخطر والتهديد المالي في الأدوات المالية مثل: تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض، وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى.

❖ يساهم التعديل في محفظة الاستثمار لتنمية العائد وحفظ المخاطر في الاستفادة من تغيرات الأسعار في السوق المالي،

❖ ضرورة بناء وإعادة هيكلة المنظومات المالية في ضوء مختلف التغيرات الداخلية والخارجية لسوق المال والبيئة المحيطة في الأجلين القصير والبعيد وبصورة دورية، يمكن إبراز هذه الجزئية كما يلي:<sup>2</sup>

➤ **إدارة المنظومة المالية اليومية:** وتخص الأوراق المالية والنقدية وأوراق القابض وأوراق الدفع والمقاصة وتبديل السندات والأسهم والفائدة العالية بأقل منها وفروق أسعار العملات، وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات هذا يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات المالية الخارجية.

➤ **إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل:** ترمي إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل والإدارة المثالية لكل بنود الأصول المتداولة والخصوم المتداولة كما تهدف تلك المنظومة إلى الاستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعادلات التضخم خلال العام الواحد.<sup>3</sup>

● **إدارة المنظومة المالية الطويلة الأجل:** لضمان تمويل الأصول الثابتة الاستثمارات المادية (من مصادر تمويل طويلة الأجل) حقوق الملكية، الأسهم العادية والممتازة، الخصوم، القروض الطويلة ومتوسطة الأجل، الاستثمارات في

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص236.

<sup>2</sup> عامر كمال، اسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 17، ص78، المجلد 02-

<sup>3</sup> محفوظ جبار، مريم عديلة، الهندسة المالية و التحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة- دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد10ن سنة 2010، ص28.

الأصول الثابتة كآلات والمعدات والأراضي والمباني والسيارات وغيرها تحتاج إلى إدارة فعالة في اختيار فرص الاستثمار وقياس العائد.

- ضبط مصاريف التمويل.
- تحديد مخصصات الاندثار.

وعليه يمكن استنتاج مفهوم إستراتيجية الهندسة المالية على أنها عملية طويلة الأجل تراعي كافة المقومات الداخلية من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية التي تحدد مداخل أنواعها وكذلك تأخذ البيئة الخارجية بكل متغيراتها وبالتركيز أساسا على الجوانب والمؤثرات المالية .

### المطلب الثالث: عمليات ومجالات الهندسة المالية.

#### الفرع الأول: عمليات الهندسة المالية.

إن الهندسة المالية قد أعطت مساهمة نوعية في تحسين الأداء، من خلال سرعة تنفيذ العمليات وخفض تكلفتها، وتحقيق المكاسب لكل الأطراف المعنية، بما يضمن لتلك العمليات المبتكرة الصمود والاستمرار، وفي ما يلي بعض هذه العمليات:<sup>1</sup>

#### 1-التسجيل على الرف :

أولا نتطرق إلى عملية تسجيل أو قيد ورقة مالية معينة بهدف طرحها للاكتتاب العام ، حتى يمكن تقدير قيمة الابتكار الذي توصلت إليه الهندسة المالية ، ولكي تبدأ المنشأة في إدراج الورقة المالية،وعليه أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة،والتي يقع عليها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للتحكم في مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها للتداول .ولتحقيق هذا الهدف ألزم قانون المنشأة بتقديم طلب أو صحيفة تسجيل في كل مرة تريد فيها إصدار أوراق جديدة ،وبأمر التسجيل بتزويد هيئة الأوراق المالية والبورصة ببيانات عن المنشأة المعنية ،ومعلومات عن الاتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار المتعلق بعملية الطرح. و ينص القانون على أن لا يتم توزيع المنشور أو الإصدار الأوراق محل التسجيل، قبل مضي 20 يوم تقوم هيئة الأوراق المالية والبورصة بمراجعة البيانات التي يتضمنها ،معتمدا على التحقق من سلامة كافة معلومات،(أما في الجزائر فان لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أمامها 60 يوم لدراسة ملف الشركة ونشرها بعد ذلك في التسعيرة الرسمية والنشرة الرسمية وكذلك للجمهور

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي،الفكر الحديث في ادارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات،جزء1،توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية،ص13.

فالقانون 91/03 ألزم الشركات المعنية عن إعلان الجمهور على تعيين قيمتها في الجريدة الرسمية)، وإذا لم يتم إخطار المنشأة أو بنك الاستثمار برد اللجنة بعد انتهاء المهلة المذكورة، يعد ذلك بمثابة موافقة ضمنية، و مع هذا قد تمتد تلك الفترة في ظروف معينة لعدة شهور للحصول على الموافقة، وهذا يسمح للقانون بتوزيع المنشور على المستثمرين المحتملين قبل المدة زمنية المذكورة، بشرط أن توضع الملاحظة بالحبر الأحمر على الغلاف المنشور، تدل بوضوح بأنه لم يعتمد من الهيئة. ولنا أن نتصور الجهد و الوقت والتكلفة التي تصاحب توفير تلك البيانات، في كل مرة ترغب فيها المنشأة في إصدار المزيد من الأوراق المالية، هذا فضلا عن فترة الانتظار حتى تعطي هيئة الأوراق المالية والبورصة كلمتها، وعادة ما يتحدد السعر الذي تباع فيه الورقة قبل آخر خطوة في إجراء التسجيل، و حتى يتم التسعير وفقا لأحداث المعلومات المتاحة، وإذا ما استطاع تقدير السعر سليما، والظروف مواتية، وقوة المركز المالي للمنشأة، والمنشأة معروفة لها تاريخ، حينئذ يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة وربما في بضع ساعات، أما إذا لم يتوفر واحد أو أكثر من هذه الشروط، فقد يتطلب الأمر أسابيع أو شهورا قبل أن يتم التخلص من الإصدار وربما يعجز بنك الاستثمار المنوط به مهمة الإصدار، عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه خلال الفترة المحددة، مما قد يعني تكبده لخسائر قد تكون ضخمة، وذلك عندما يلعب دور المتعهد الضامن لتصريف الإصدار.<sup>1</sup>

## 2- سمسار الخصم:

أحرز المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة بهدف تخفيض تكلفته، إنها سمسار الخصم، الذي يقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستعبدا أكثر خدمات السمسرة تكلفتها، وهي تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء في شان قرارات الاستثمار، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء.

ويعد هذا النوع من السمسرة ملائما لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم في الاختيار توقيت القرار، وإعطاء فكرة عن مدى ضالة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السمسرة، فقد يكون من الملائم الإشارة إلى الخدمة الكاملة التي يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة، والتي تحصل في مقابلها على عمولة كاملة، وتمثل تلك الخدمات في:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، نفس المرجع، ص 235.

<sup>2</sup> بن عبد الله رشيدة رشا، أهمية استخدام الهندسة المالية في الاسواق المالية الناشئة، مجلة الاقتصاد و القانون، العدد 01/ جوان 2018، ص 2074.

- **الحفظ والحماية:** توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ مستند ملكية الأوراق المالية المملوكة للعميل، دون حاجة إلى تأجير أو شراء خزائن خاصة، كما لن يكون في حاجة لنقل تلك الأوراق إلى بيت السمسرة الذي يتعامل معه في كل مرة يرغب فيها إتمام صفقة شراء أو بيع.
- **توفير المعلومات:** توفر بيوت السمسرة للعميل أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها، وذلك وفقا لتقارير خبراء متخصصين.
- **خدمة الاتجار:** من بين الخدمات الأخرى التي تقدمها بيوت السمسرة هي العمل كسوق متنوعة للاتجار. إذا يمكن للعميل أن يعتمد عليها ليس فقط في بيع و شراء الأوراق المالية بأنواعها المختلفة، بل وأيضا في المضاربة في سوق السلع
- **النصح و المشورة:** تقدم بيوت السمسرة النصح و المشورة لعملائها بشأن قرارات الاستثمارات، و مما قد ينطوي عليه من عمليات بيع و شراء للأوراق المالية، وقد يصل الأمر إلى قيامها بإدارة محفظة العميل، و اتخاذ قرارات نيابة عنه. يحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة المحدودة في شؤون الاستثمار.
- **الخدمات الإضافية:** من أمثلة الخدمات الإضافية للسلع التي قد تعرضها بيوت السمسرة على عملائها بأسعار رمزية، و الهدايا التي يمكن أن تقدمها لهم، هذا إلى جانب تهيئة أماكن مجهزة بكافة التسهيلات للعملاء عند زيارتهم لها، و بالنسبة للهدايا تقضي التشريعات في بعض الدول أن لا تزيد قيمتها عن مبلغ معين، غير أنها استطاعت التحايل على ذلك خاصة بالنسبة لكبار العملاء، يتم ذلك بتقديم هدايا من نوع آخر مثل إقراضهم السيارات لعدة شهور، و تقديم مشروبات مرتفعة الثمن و غير ذلك من الخدمات المحببة، و التي يمكن أن تقدم للعملاء عند زيارتهم لمكاتبها.<sup>1</sup>

### 3- المتاجرة بالحزمة أو متاجرة البرنامج:

و هو حزمة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة، وهذا الأسلوب يناسب المؤسسة المالية المتخصصة في الاستثمار، و من بينها صناديق الاستثمار، حيث يصبح مضیعة للوقت و التكلفة في أحيان كثيرة أن يكون التعامل على أساس سهم بسهم، أي الأسلوب التقليدي الذي كان سائد قبل عام 1975.

<sup>1</sup> بن عبد الله رشيدة رشا، مرجع سابق، ص 12.

فقد تلجأ المؤسسة المالية للمتاجرة بالحزمة عندما تعترض تغيير التشكيلة التي تتكون منها محفظة الاستثمار أو في حالة تغيير الإدارة القائمة على المحفظة، في ظل رغبة الإدارة الجديدة في إتباع استراتيجيات استثمارية تستلزم تغيير مكونات المحفظة الحالية كلها أو جزء منها، كما يتم اللجوء إليها في حالة توفر موارد مالية إضافية أو في حالة سحب جزء من الموارد المالية المتاحة، ففي الحالة الأولى ينبغي شراء تشكيلة جديدة من الأسهم، و في الحالة الثانية ينبغي التخلص من جزء من التشكيلة القائمة، بما يحافظ على نسبة الموارد المستثمرة في كل سهم داخل التشكيلة.

كما يضيف قروسمان إمكانية استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأس مالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم قد تعتمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، ذلك في مقابل زيادة نسبة السندات، هذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تسهم في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس، ومن هنا نرى أن في تطبيق هذا المنتج الجديد سبيل لزيادة كفاءة السوق، و تحسين أدائه فضلاً عن تقديم خدمة يحتاجها المتعاملين فيه.<sup>1</sup>

#### 4-ال شراء بالهامش:

و يقصد بالشراء الهامشي قيام العميل بتمويل جزء من الصفقة نقداً من أمواله الخاصة، و الباقي بقرض يحصل عليه من السمسار، الذي ربما يقترضه بدوره من البنوك التجارية، و يمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة، و الذي يمثل غطاء لحماية المقرض، و الشراء الهامشي على هذا النحو يعد بديل أفضل من الممارسات التقليدية التي كانت سائدة من قبل، و التي كانت تتمثل في الاقتراض بضمان الأوراق المالية المشتراة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ص240/239.

<sup>2</sup> محمد شكري الجليل العدوي، الشراء بالهامش في الأسواق المالية المعاصرة- دراسة فقهية مقارنة، المجلد الثاني، العدد34، حولية كلية، الدراسات الإسلامية و العربية للبنات بالإسكندرية، مصر، 2018، ص882.

يعتبر الشراء بالهامش أداة لضبط حركة السوق، يمكن أن ترفع نسبة الهامش في السوق نظرا لارتفاع مستويات الأسعار و زيادة المضاربة مما يؤدي الى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة في تمويل الشراء النقدي الجزئي لتضعف سيولة السوق مما يضع حدا للمضاربة، و بالعكس يمكن زيادة نسبة الهامش في حالة ركود في السوق.<sup>1</sup>

## 5- البيع على المكشوف:

هو أيضا من منتجات الهندسة المالية. إن الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولا، ثم تباع فيما بعد، غير أن الهندسة المالية جاءت بنمط آخر من المعاملات تباع فيه الورقة أولا ثم تشتري فيما بعد، عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، هذا الإجراء يسمى البيع على المكشوف الذي يجرى عندما يتوقع المستثمر انخفاض القيمة السوقية للورقة محل الصفقة.<sup>2</sup>

وما يميز هذا المعامل انه يتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة، وهي الأسهم العادية في هذه الحالة، و لكن من أين له أن يحصل على تلك الأسهم لكي يبيعها على المكشوف؟ يقترضها من السمسار، و بالتحديد من مخزون الأسهم المسجلة باسمه التي سبق الإشارة إليها عند تناول الشراء الهامشي، كما يمكن أن يقترضها السمسار لحساب العميل من أحد تجار الأوراق المالية، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم، على اعتبار أنها رهن مقابل الأسهم المقترضة.<sup>3</sup>

## 6- التداول الالكتروني:

لقد كانت المعاملات قبل 1971 في السوق غير المنظم أو السوق الموازي تتم يدويا وبالتالي ارتفاع التكلفة من جهة وطول الإجراءات من جهة أخرى لكن بعد 1971 حصل الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالي على موافقة هيئة

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، البيع على المكشوف و الشراء بالهامش، صندوق النقد العربي، 2022، ص15.

<sup>2</sup> عامر كمال، مرجع سابق، ص86.

<sup>3</sup> أحمد بن هلال الشيخ، البيع على المكشوف و تطبيقاته في تداول الأسهم و تطبيقاته في تداول الأسهم في السوق السعودية دراسة فقهية تأصيلية،

المجلد 28، العدد13، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2020، ص114.

الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول يربط بين كافة المشاركين في النظام مهما كان موقعهم، فيقوم السمسار المفوض من طرف العميل بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها وذلك من خلال شبكات الإعلام الآلي.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: مجالات الهندسة المالية.

تحدد هذه المجالات من خلال المشاكل التي تعالجها، وهناك ثلاث مشاكل رئيسية في الهندسة المالية. للتعامل بفعالية مع أي مشكل منها نحتاج إلى افتراض وجود نموذج احتمالي لفرص الاستثمار في الأسواق المالية. إذ أن كل العائدات في الوضع الحقيقي تتحقق عندما يتعرض شخص ما لديه هدف و موقف معين ويحتاج إلى معرفة ما يتعين عليه اتخاذه من إجراءات:<sup>2</sup>

- **تسعير المشتقات:** هناك طلب كبير على الأوراق المالية المشتقة، والتي تكون عوائدها مستمدة من متغيرات أساسية، مثل أسعار الأوراق المالية الأخرى. إن بيع هذه الأوراق المالية المشتقة بحاجة لتخصيص ما هو ثمن التبادل الذي يتماشى مع تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر .

- **إدارة المخاطر:** أي شخص يدير محفظة مؤسسية يحتاج أن يكون قادر أعلى قياس ومراقبة مخاطر ها لإدارتها بحكمة وإرضاء كل من رؤسائه، المستثمرين والمنظمين .

- **تحسين محفظة الأوراق المالية :** يرغب الأفراد والمؤسسات في الاستثمار الأمثل للوصول إلى أهدافهم المالية. فالمستثمرون دائما يفتشون عن المعلومات التي لم تنعكس في أسعار الأوراق المالية الحالية كي يحققوا أرباحا باعتبارهم أول من اكتشف هذه المعلومات.

أما فريد النجار فيرى أن مجالات الهندسة المالية هي تصميم وتشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية باستخدام الأدوات الكمية والكمبيوتر والنماذج الاقتصادية والمحاسبية لاتخاذ القرارات المثالية. لذلك تغطي الهندسة المالية المجالات التالية:

<sup>1</sup> حسان طاهر شريف، محمد توقر وت، رضوان أنساعد، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، المجلد 15، العدد 20، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة، جامعة شلف، 2019، ص 120.

<sup>2</sup> بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، ص 36، رسالة ماجستير تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، السنة الجامعية: 2010-2011.

- الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض .
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني .
- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني.
- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين
- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية -الخاصة والعامة-المحلية والدولية -لغرض الربح أو لغير ذلك.

هذا بالإضافة إلى:

- الخدمات المالية للمصارف و مؤسسات الادخار و الإقراض.
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد و إعداد المخطط المالي القانوني .
- نشاط الاستثمارات و إدارة محافظ الأوراق المالية و التحليل المالي و القانوني.
- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية و أمناء الاستثمار و التأمين و مكاتب التثمين.
- إدارة الأعمال المالية و التجارية لغرض الربح أو لغير ذلك .
- تغطية مخاطر عمليات المراجعة (الاستفادة من فرق السعر لأصل معين).

**المبحث الثاني: مفهوم المخاطر المالية وطرق إدارتها.**

تواجه العديد من المؤسسات والشركات مخاطر عديدة عند ممارسة أعمالها وأنشطتها، وقد تكون هذه المخاطر قانونية أو مالية أو حتى تنظيمية، ولعل أبرز هذه المخاطر هي المخاطر المالية، وذلك لأنها تهدد استقرار المؤسسات، وقد تمتد لتهديد اقتصاديات الدول.

ولذلك أصبحت هناك العديد من التحديات التي تواجه المديرين الماليين، وذلك لأن القرارات المالية والاقتصادية هي أخطر وأهم القرارات داخل المؤسسة، لذلك كان من الضروري معرفة ماهية المخاطر المالية، وكيفية إدارتها بشكل صحيح من أجل تحقيق أهداف المؤسسة والحفاظ على بقاء أنشطتها.

**المطلب الأول: مفهوم المخاطر المالية وأنواعها.**

**الفرع الأول: مفهوم المخاطر المالية.**

تُعرف المخاطر المالية بأنها عدم قدرة المنظمات على الوفاء بالتزاماتها المالية وإدارة ديونها، نتيجة عدم الاستقرار الخسائر في السوق المالية أو تحركات أسعار الأسهم والعملات وأسعار الفائدة وما إلى ذلك. تشير المخاطر المالية إلى الأحداث السلبية المحتملة أو الشكوك التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي أو استقرار القيمة المالية للمؤسسة.

- قبل التعرض لمختلف التعاريف لمصطلح الخطر يجدر بنا الإشارة إلى أن الخطر يدعى أحيانا المخاطرة رغم الاختلاف

الموجود بينهما في اللغة الفرنسية **danger, risque**

**لغة:** إن كلمة خطر هي مستوحاة من المصطلح اللاتيني «Rescass» أي **Risqué** والذي يدل على الارتفاع

في التوازن وحدوث تغيير ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف المتوقع<sup>1</sup>

- **اصطلاحا:** هو ذلك الالتزام الذي يحمل في جوانبه الربية وعدم التأكد المرفقين باحتمال وقوع النفع أو الضرر حيث

يكون هذا الأخير إما تدهور أو خسارة<sup>2</sup> وهناك تعريف آخر للمخاطر المالية:

<sup>1</sup> عبدلي لطيفة، دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسات الاقتصادية. دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بسعيدة، رسالة لنيل شهادة الماستر، كلية

العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة تلمسان، 2011/2012، ص 02.

<sup>2</sup> مباركي شيماء، دور إدارة المخاطر في تحسين الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم

علوم التسيير، جامعة تبسة، 2019/2020، ص 3

- يقول إن المخاطر المالية عبارة عن حالة تنشأ نتيجة للتغيرات، داخليًا وخارجيًا، والتي يمكن أن تضر ماليًا بشخص أو مجموعة أو شركة، وقد تتنوع الخسائر الناتجة عن تلك المخاطر، وتشمل الأصول، وتكبد مبالغ كبيرة، وتعطل التدفق النقدي، وغيرها.

وتعرف أيضا: ينشأ الخطر عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.<sup>1</sup>

ويقصد أيضا بالمخاطرة: حالة عدم التأكد أو التذبذب أ الخسارة المتعلقة بالاستثمار في أصل ما. أ قد تعني أن العائد الفعلي الذي يحصل عليه المستثمر يكون أقل من العائد المتوقع.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: أنواع المخاطر المالية

بالنسبة لتصنيف المخاطر المالية فان من المناسب الأخذ بالتصنيف الحديث الذي ينسجم أكثر من نظرية المحفظة ، الذي استمد أصوله من نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية و هذا على الأساس يوجد 3 أنواع رئيسية و هي:

المخاطر المنتظمة، و المخاطر غير المنتظمة ومجموعهما يساوي المخاطر وقد عبر Benton عن هذا التصنيف في الشكل التوضيحي كما هو مبين في الشكل أدناه:

**المخاطر المنتظمة:** وهي المخاطر التي لا يقتصر تأثيرها على :<sup>3</sup> شركة أو قطاع معين، وهي ناجمة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام، وهذه العوامل ترتبط بالأوضاع العامة سواء كانت سياسية أو اقتصادية، أو اجتماعية، وبالتالي يكون تأثيرها على كامل القطاعات أو أغلبها، غير أن درجة التأثير تكون متفاوتة من شركة أو قطاع لآخر،

<sup>1</sup> يوسف إيمان، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، ص14

<sup>2</sup> حسني علي خربوش و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الزهوان للنشر و التوزيع، الأردن، 1999، ص116

<sup>3</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1998، ص333.

وذلك حسب مدى حساسية مبيعاتها، أو أسهمها لتقلبات تلك الظروف. وتتمثل مصادر المخاطر المنتظمة فيما يلي:<sup>1</sup>

**مخاطر تغير سعر الفائدة:** وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية، حيث أن أسعار الأوراق المالية خصوصا السندات منها تتأثر بتقلب أسعار الفائدة السوقية وبطريقة عكسية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس بالعكس.

**مخاطر التضخم:** وهي المخاطر الناجمة عن الارتفاع العام للأسعار و من ثم انخفاض القيمة الشرائية للعملة. كما تعبر عن انخفاض القوة الشرائية للعوائد الاستثمارية أو للمبلغ المستثمر، وتعد الأوراق المالية المتمثلة لأدوات الدين أكبر تعرضا لتأثير التضخم حيث تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند تاريخ الاستحقاق.

**مخاطر السوق:** وتشمل هذه المخاطر التقلبات في حركة الأسواق المالية بسبب عدم السيطرة على أسعار السلع، بجانب تباين أسعار الأسهم والفائدة، والتغير المستمر في أسعار العملات والصراف، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى أن تفقد الأنشطة والاستثمارات قيمتها، فتغير أسعار الفائدة والعملات سيؤدي إلى زيادة التكاليف والفوائد التي يتعين سدادها للبنك.

كما أن هناك عدة مخاطر تخص السلع الأساسية والمواد الخام، وهي دائما ما تواجه الشركات التي تعتمد في أنشطتها على إنتاج أو معالجة السلع والمواد الخام، وذلك بسبب التباين في أسعار هذه المواد، وهو ما يحدث لمصنعي السيارات على سبيل المثال.

<sup>1</sup>غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 1999، ص80.

وتجدر الإشارة إلى أن العديد من من السلع يتحكم في سعرها عنصر الصرف الأجنبي مثل الذهب والنفط.

**مخاطر غير منتظمة:** هي المخاطر التي تنفرد بها شركة أو صناعة معينة. تُعرف أيضًا بالمخاطر القابلة للتنوع، في سياق المحفظة الاستثمارية، يمكن تقليل المخاطر غير المنتظمة من خلال التنوع - في حين أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر المتأصلة في السوق.

يمكن وصف المخاطر غير المنتظمة بأنها عدم اليقين المتأصل في استثمار الشركة أو الصناعة. في حين قد يكون المستثمرون قادرين على توقع بعض مصادر المخاطر غير المنتظمة، فإنه يكاد يكون من المستحيل أن يكونوا على دراية بجميع المخاطر.

تُعرف هذه المخاطر أيضًا بأنها مخاطر قابلة للتنوع حيث يمكن التخلص منها عن طريق تنوع المحفظة بشكل كافٍ أو بواسطة تحسين كفاءة الإدارة أو وجود القوانين و اللوائح التي تقلل من وجود أخطاء، لا توجد صيغة لحساب المخاطر غير المنتظمة؛ وبدلاً من ذلك، يجب استقراءها عن طريق طرح المخاطر المنتظمة من المخاطر الإجمالية.

وترجع المخاطر غير المنتظمة للعديد من المصادر أهمها:

**مخاطر الإدارة:** من الممكن أن تؤدي الأخطاء الإدارية في شركة معينة إلى اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك ينتج عن الأخطاء الإدارية مخاطر تدخل ضمن المخاطر غير المنتظمة حتى في حالة الرواج الاقتصادي<sup>1</sup> و من أمثلة ذلك إضرابات العمال .

**مخاطر الصناعة:** و هي المخاطر التي تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة و ظهور منافسين جدد أو عدم قدرة الصناعة على منافسة جودة الصناعات الأخرى.<sup>1</sup>

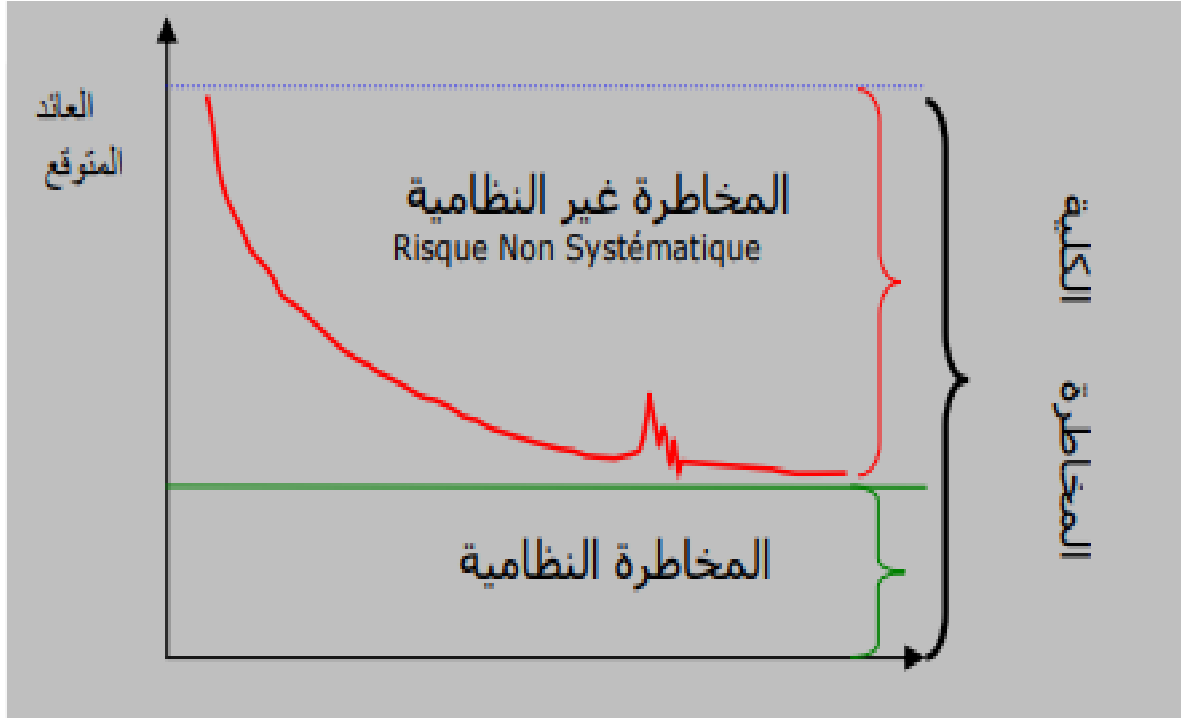
<sup>1</sup>زهير بن دعاس، تحليل استراتيجية التحوط عن طريق الخيارات المالية، دراسة حالة. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1

$$\text{Total invest risk} = \text{Systematic Invest risk} + \text{Unsystematic Invest Risk}$$

المخاطر الكلية: تشير المخاطر الكلية إلى مجموع التباين الكلي في معدل العائد وهي تساوي حاصل جمع المخاطر النظامية و غير النظامية كما يتضح ذلك من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Total Invest Risk} = \text{Systematic Invest Risk} + \text{Unsystematic Invest Risk.}$$

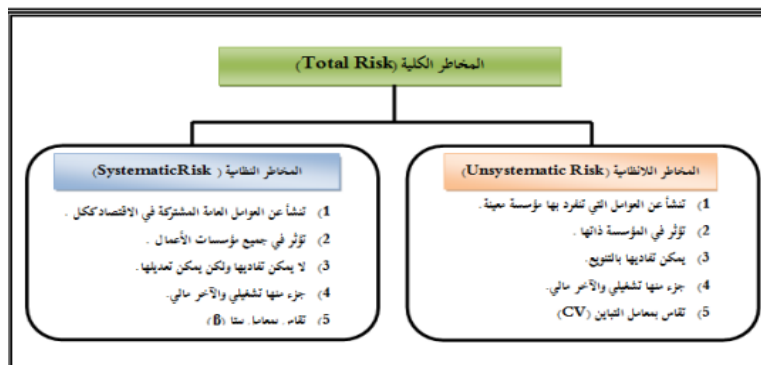
الشكل (01): أنواع المخاطرة وحالة التنويع وعدم التنويع .



المصدر: بوعكاز نوال، شهادة ماجستير حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في

ظل الأزمة المالية السنة الجامعية 2010-2011 ص83.

الشكل(02): يمثل أصناف المخاطر.



المصدر: نعجة عبد الرحمان وآخرون، قياس مخاطر الاستثمار في الاسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين، حالة

مؤشرات داوجونز الاسلامية، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، ص100

المطلب الثاني: مفهوم إدارة المخاطر المالية وأهدافها.

الفرع الأول: مفهوم إدارة المخاطر المالية.

أولاً: تعريف إدارة المخاطر المالية:

إدارة الخطر هي " عملية ديناميكية لاتخاذ جميع الخطوات اللازمة لتحديد المخاطر التي تؤثر على تحقيق أهداف المنظمة والتعامل معها<sup>1</sup> وهي " منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة " عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى<sup>2</sup> "

إدارة الخطر هي " مجال التوصل لمنع الخطر، والتقليل من حجم الخسائر عند حدوثه، والعمل على عدم تكراره بدراسة أسباب حدوث كل خطر لتجنبه مستقبلاً،

كما تمتد إدارة المخاطر إلى تدبير الأموال اللازمة لتعويض المشروع عن الخسائر التي تحدث حتى لا يتوقف عن العمل والإنتاج، وأصبح القائمون على إدارة أي مشروع يهتمون إلى حد بعيد بدراسة تكاليف إدارة المخاطر عن طريق وضع أنسب سياسة لمواجهة الخسائر المتوقعة بأقل تكاليف ممكنة.<sup>3</sup>

تعريف آخر: تعبر المخاطر المالية عن الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة، حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Pickett Spencer, The Essential Handbook of the Internal Auditing wiley & Sons Ltd England 2005,p56.

<sup>2</sup> حماد طارق عبد العال ، إدارة المخاطر ( أف ارد، إدارت، شركات، مصارف) ، الدار الجامعية، الاسكندرية ، 2007 ص.5

<sup>3</sup> عاطف عبد المنعم وآخرون، تقييم وإدارة الخطر، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، القاهرة ، 2008 ص.6

وانطلاقاً من المفاهيم السابقة لإدارة الخطر المالي نتوصل إلى أن إدارة المخاطر المالية تعني: القيام بمجموعة من الأنشطة والعمليات بهدف التقليل من الخسائر المحتملة من وقوع الخطر.. وكل هذا يمكن المؤسسة بالاستمرار والتطور وسعي في تحقيق أهدافها.

**مصادر المخاطر المالية:** تتمثل أهم مصادر المخاطر فيما يلي:

- ✓ المخاطر المالية الناشئة عن تعرض المؤسسة لتغيرات في أسعار السوق مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع.
- ✓ المخاطر المالية الناشئة عن أعمال وعمليات مع مؤسسات أخرى مثل العملاء؛ -
- ✓ المخاطر المالية الناشئة عن أعمال داخلية أو فشل المؤسسة.

**ثانياً: أهمية إدارة المخاطر:** تعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم ب :

- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين .
- إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بها كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار .
- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستويات.
- العمل على الحد من الخسائر وتعليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر .
- ضبط التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر .

<sup>1</sup> لعزوزين علي.(2010). استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة لباحث، عدد 7، ص 29

- إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر .

الفرع الثاني: أهداف إدارة المخاطر المالية.

- طرق وأساليب التعامل مع الخطر: هناك ثلاثة أساليب يمكن استخدامها في التعامل مع

المخاطرة وهي:<sup>1</sup>

### 1. تجنب المخاطرة (الوقاية و المنع):

يرفض الفرد الاقتصادي (العون الاقتصادي أو المؤسسة) أحيانا قبول خطر معين، وينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة، مثل ذلك تجنب الاستثمار في وعاء ادخاري معين وتفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة، ومن أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة . و رغم أن تجنب الخطر يقلل من احتمال وقوع الخطر إلى الصفر؛ إلا أنه قد يجرم المجتمع من إنتاج سلع أو تقديم خدمات معينة لتجنب المسؤولية المهنية أو الخوف من الخسارة، هذا بالإضافة إلى صعوبة تجنب بعض الأخطار، و رغم أن تجنب الخطر هو أحد أساليب مواجهة الخطر، إلا أنه يعد أسلوبا سلبيًا وليس إيجابيًا في التعامل مع الأخطار، ولأن التقدم الشخصي والتقدم الاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية، فإن هذا الأسلوب يعد أسلوبا غير مناسب في التعامل مع كثير الأخطار.

### 2. تقليل المخاطرة (التجزئة و التنويع):

أما في هذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية ولتقليل المخاطر تقوم برصد سلوك

القروض من أجل معرفة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكرا، وتقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام

<sup>1</sup> معروف جيلالي، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، قسم العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي نور بشير ، البيض، السنة الجامعية 2021/2020، ص10.

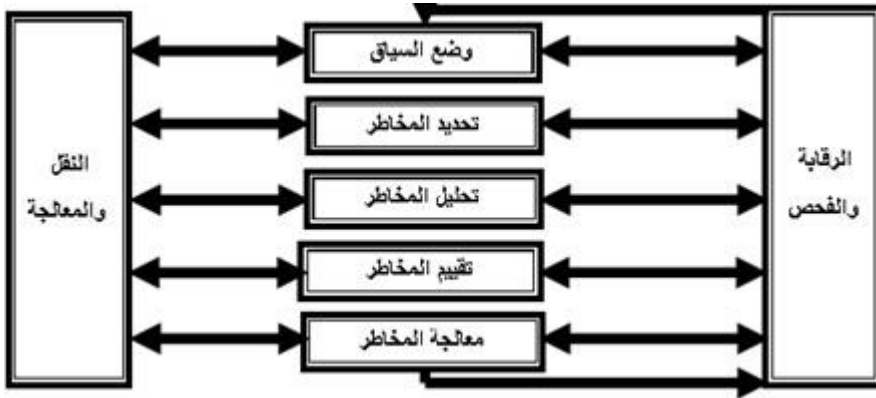
سياسة إدارة الأصول والخصوم والتي يجري تصميمها لذلك الغرض ، وعمامة يقصد بهذه السياسة تجزئة الشيء المعرض للخطر بشكل يضمن عدم تعرض جميع الأجزاء في وقت واحد لتحقق مسبب الخطر 3.

**نقل المخاطرة(تحويل الخطر):** إن شراء التأمين هو إحدى وسائل نقل المخاطرة من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة التأمين) بيدي استعداده لتحملها مقابل ثمن، و بمقتضى هذه الطريقة فإنه يتم مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف، مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء ويتحقق هذا التحويل مثال بمقتضى عقود التأمين، حيث يعتبر التأمين من أهم وسائل تحويل الخطر وأكثرها انتشارا حيث تقوم شركات التأمين بتعويض الأفراد والمؤسسات المعرضين لخطر معين عن الخسارة المادية المحتملة التي لحقت بهم نتيجة لحدوث الخطر المؤمن منه، وذلك مقابل مبلغ محدد مقدما يسمى قسط التأمين. ومن ثم أصبحت هناك دقة في التقدير بين الخسارة الفعلية والخسارة المتوقعة مما ساعد في فرض قسط ثابت محدد مقدما، بالإضافة إلى أنها أدت إلى توزيع الخسائر المادية التي تحققت لدى البعض على جميع المعرضين لنفس الخطر بطريقة عادلة، وعادة ما تتبع هذه الوسيلة في مواجهة الأخطار التي تكون فيها درجة احتمال وقوع الخطر ضئيلة، بينما تكون الخسائر الناشئة نتيجة وقوع هذا الخطر كبيرة.<sup>1</sup>

4. و هناك من أشار إلى خمسة طرق للتعامل مع المخاطر، فأضاف إلى العناصر الثلاثة السابقة، اقتسام المخاطرة والذي يعني قبول بعض المخاطر وتحويل بعضها(أي أن هذه الإستراتيجية تجتمع بين التجنب والنقل)؛ بالإضافة إلى التحوط والذي يختلف عن التأمين في كونه نقل للمخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح(التغطية) من خلال عقود المشتقات.

<sup>1</sup> معروف جيلالي، مرجع سابق، ص10.

الشكل (03): وضح الشكل الموالي خطوات ودورات عملية إدارة المخاطر في الشركة:



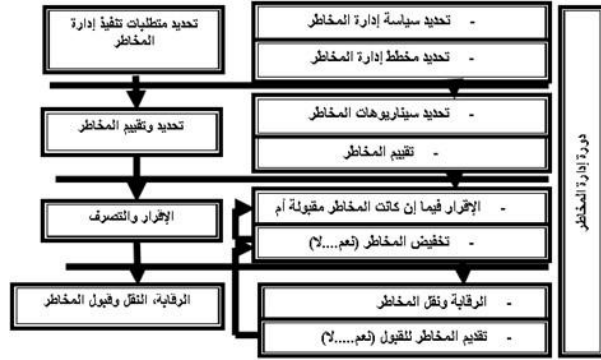
المصدر: بدروني عيسى، محاضرات مقياس: إدارة المخاطر المالية، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف

، المسيلة، 2020/2019.

وتستمر طوال حياة المشروع، المخاطر ملازمة للأعمال.

وتبدأ بتحليل أولي، ثم التحديث المستمر لهذا التحليل، في كل حيثيات المشروع.

الشكل (04): المهام المكونة لكل مرحلة في إدارة المخاطر



المصدر: عيسى بدروني، نفس المصدر.

### المبحث الثالث: تطبيقات الهندسة المالية لإدارة المخاطر في السوق

أدى التغير الذي حدث في البيئة المالية والاستثمارية إلى اللجوء إلى استخدام مخرجات الهندسة المالية من خلال البحث عن أدوات ومنتجات مالية تستخدم لتقديم حلول لمشاكل التمويل أو تحقيق أرباح أو لتقليل المخاطر بأقل تكلفة وأكبر عائد، ولضمان نجاح ذلك يتوجب ضرورة فهم الواقع المالي من خلال معرفة أهم الاستراتيجيات التي تحافظ على التوجه المالي الجيد وتؤثر على مستويات النمو الاقتصادي واستقراره.<sup>1</sup>

فكيف يمكن للهندسة المالية تسيير المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية؟

#### المطلب الأول: العلاقة بين الهندسة المالية وإدارة المخاطر:

##### أولاً: إدارة المخاطر وأهميتها

تواجه المؤسسات والشركات تحديات متعددة ومتنوعة يمكن أن تؤثر سلباً على أدائها واستمراريتها، فتصبح إدارة المخاطر أحد العناصر الأساسية في نجاح أي مؤسسة.

<sup>1</sup> بن عيسى بن علي، عثمان مرابط حبيب، دور الهندسة المالية في تسيير المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية المتقدمة، المجلد 5، العدد 2، أكتوبر 2021، ص 101.

ان المقصود من إدارة المخاطر هو " تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدتها وقياسها ومراقبتها والرقابة عليها وذلك بهدف ضمان ما يلي:<sup>1</sup>

- ✓ أن لمخاطر ضمن الإطار الموافق عليه من قبل مجلس الإدارة.
- ✓ أن عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة المالية.
- ✓ أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة الخطر.
- ✓ أن تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطرة.
- ✓ أن القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر واضحة وسهلة الفهم.
- ✓ أن حوافز الأداء المطبقة في المؤسسة المالية منسجمة مع مستوى المخاطر، ومن ثم يمكن القول إن أهداف إدارة المخاطر الفعالة تركز على تحقيق مجموعة واضحة من النتائج المرجوة للمؤسسة في ظل تخطيط القرارات الاستراتيجية على نحو أفضل وفعال للمنشآت وبشكل موثوق به.

#### ثانياً: مزايا إدارة المخاطر في الأسواق المالية

تحقق فعالية إدارة المخاطر في الأسواق المالية العديد من المزايا التي تنصب على تعزيز إمكانية مواجهة تقلبات الأسواق، ومساعدة المنشآت على تحقيق أعلى أداء لاستراتيجيتها الاستثمارية والحفاظ على الميزة التنافسية لها وتمكينها من النمو على المدى الطويل، وتحقيق المزيد من الربحية المستقبلية، بل والتأكيد على أنها أداة مهمة لتحسين عملية اتخاذ القرارات في أسواق المال، ويمكن الإشارة الى أهم هذه المزايا على النحو التالي:<sup>2</sup>

- تمثل فعالية إدارة المخاطر المحرك الرئيسي في تحسين الميزة التنافسية للمنشآت بل وأعلى مستوى من الأداء والنمو وزيادة الاستثمارات في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> مهند حنا نقولا، إدارة المخاطر الائتمانية، دار الراية، عمان الأردن، 2010، ص118

<sup>2</sup> نوار مصطفى عبد السلام أبو العلا، أثر فعالية إدارة المخاطر على ربح السهم لتنشيط سوق المال " دراسة ميدانية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة ن جامعة عين شمس، مصر، 2016، ص 58/59.

- تحقق إدارة المخاطر النهج الاستراتيجي للمنشآت من خلال إمكانية و زيادة حقوق المساهمين و تحقيق الكفاءة في اتخاذ القرارات التمويلية و الحج من المخاطر في أسواق المال.
- تحقق إدارة لمخاطر زيادة قيمة الأسهم وخفض التكلفة والحفاظ على الربحية المستقبلية للمنشآت.
- تعتبر إدارة المخاطر من أهم العوامل التي تستند إليها وكالات التصنيف الائتماني العالمية في الأسواق المالية لتقييم المنشأة.
- تتيح إدارة المخاطر الفعالة إمكانية تخصيص موارد المنشأة، وتحسين العائد على حقوق المساهمين ورفع كفاءة رأس المال.
- تساعد إدارة المخاطر على التحوط من المخاطر من خلال تقليل تكاليف رأس المال وتحسين قدرة المنشأة على الاستفادة من الفرص الاستثمارية، والعمل على الحد من انخفاض تقلبات الأسهم.

### ثالثاً: علاقة الهندسة المالية بإدارة المخاطر

تعتبر المخاطرة عنصراً موجوداً بوضوح في أي مسألة متعلقة باتخاذ قرار مالي، وبالتالي فإن أي عملية ابتكارية متعلقة بتطوير أدوات وعمليات أو الحصول على حلول في مجال التمويل يجب أن تأخذ بعين الاعتبار ضرورة تسوية المخاطرة، ذلك أن هناك علاقة بين الهندسة المالية وإدارة المخاطر المالية حيث يمكن النظر إلى هذه العلاقة بين كلا الجانبين:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2014، ص7

**1- الهندسة المالية هي مدخل لإدارة المخاطر .****2- أن الهندسة المالية تتضمن مظاهر مختلفة متعلقة بالإدارة المالية بما في ذلك إدارة المخاطر.**

وتتجسد فلسفة إدارة الهندسة المالية في مجال إدارة المخاطر من خلال تطوير مجموعة من الأدوات الجديدة تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع ظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف الى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت، ومن ثم زيادة حالة عدم التأكد والتي تعني زيادة المخاطرة التي تواجهها هذه المنشآت.<sup>1</sup>

ومن هنا تظهر أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد الحلول التي يتم من خلالها معرفة كيفية إدارة المخاطر، والعمل على إيجاد طرق جديدة لعملية التمويل حيث تساعد على إمكانية التحوط للمخاطر المالية وكيفية إدارة المحافظ وذلك للمساهمة في ترابط الأسواق المالية.

وهنا يجب التأكيد على جميع الأدوات المالية التقليدية والجديدة عبارة عن وسائل لشراء وبيع مخاطر مستقبلية، وتساعد تلك الأدوات المالية على سيولة الأسواق وتستعملها البنوك كضمانات ضد المخاطر المالية كما أن تلك الأدوات المالية عبارة عن وسائل لتحقيق أرباح المستثمرين مقابل تحمل مخاطر محسوبة<sup>2</sup>

**المطلب الثاني: دور منتجات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية**

<sup>1</sup> بن عيسى بن علي، عثماني مرابط، نفس المرجع، ص 101

<sup>2</sup> النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 34.

تركيز الهندسة المالية على تطوير أدوات وتقنيات لإدارة المخاطر في الأسواق المالية قد أصبح أمراً بالغ الأهمية، يهدف هذا المطلب إلى عرض دور منتجات الهندسة المالية في تحديد وتقليل المخاطر المالية، وكيفية تطبيقها في بيئة الأسواق المالية.

### الفرع الأول: المشتقات المالية: مفهومها، أنواعها، والمتعاملون بها

تعتبر استراتيجية نقل المخاطر باستخدام المشتقات أحد أهم أدوات التحوط وإدارة المخاطر، من خلال

ارتكازها على نقل المخاطر والتخفيف من آثارها في المؤسسات المالية

#### 1- مفهوم المشتقات المالية

تعد المشتقات واحدة من أهم الأصول المالية المعاصرة التي تمنح المستثمرين في المحفظة الاستثمارية ميزة مزدوجة، فهي من جهة تتيح إمكانية تنويع الفرص الاستثمارية وإثراء المحفظة بأدوات مالية متميزة وان كانت معقدة في بعض أنواعها كالخيارات، ومن جهة أخرى فهي وسيلة لتحقيق التغطية والتحوط ضد مخاطر التقلبات السعرية في الاتجاهات المختلفة<sup>1</sup>:

هناك عدة تعريفات للمشتقات المالية نذكر منها:

التعريف الأول: هي أدوات مالية تشتق قيمتها من أدوات مالية أساسية كالأسهم والسندات، وعقود

بيع أو شراء السلع أو غيرها، وتلك الأدوات تستخدم في حماية المنشآت من مخاطر التقلبات التي يمكن

ان تتعرض لها في مجال صرف العملات الأجنبية وأسعار الفائدة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> موسى بن منصور، مرجع سابق، ص 64

<sup>2</sup> نورالدين بومدين، محاضرات في الهندسة المالية، جامعة حسنية بن بوعلي، السنة الجامعية 2021/2020 ص 14

التعريف الثاني: هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة من

أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها<sup>1</sup>

### وتعريف آخر:

هي عقود مالية تعطي أحد المتعاقدين الحق في أصل معين في تاريخ لاحق ومحدد، وهذا الأصل قد يكون أصل مالي، أو عملة من العملات، أو سلعة أو مؤشر من المؤشرات، أما الطرف الآخر من العقد فهو ملزم بتنفيذ الالتزام مقابل ثمن لتحويل المخاطرة، وتعتمد قيمة المشتقات على قيمة الأصل محل التعاقد وهي أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما يساعد على توفير عنصر السيولة للسوق الثانوي ويساهم في تحسين كفاءته. (2)

وبذلك يحتوي تعريف المشتقات المالية على العناصر التالية:

1- أنهما عقود تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والأخر مشتري، ويترتب عليه حق لطرف والالتزام على الطرف الآخر.

2- يتم استحقاق هذه العقود في تاريخ لاحق وليس في نفس تاريخ التعاقد

3- لا تتطلب تكلفة عالية كما في استثمار الأصول المالية بل يتم دفع مبلغ مبدئي من أحد طرفي التعاقد للطرف الآخر في مقابل تحمله المخاطرة وهذا المبلغ صغير في القيمة إذا ما تم مقارنته بقيمة العقد.

4- تعتمد قيمة عقد المشتقات على قيمة الأصل محل التعاقد (سواء كان هذا الأصل أسهم عملة-سلعة-مؤشر)<sup>3</sup>

### 1-2. خصائص المشتقات:

<sup>1</sup> عدنان الهندي، الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية سنة 1996، ص15

<sup>2</sup> د- فاطمة عبد القادر حسنين. المشتقات المالية والازمات المالية. دار حميترا للنشر والتوزيع. الأردن. 2017. ص 21/20

<sup>3</sup> موسى بن منصور، مرجع سابق، ص64

- هي عقود
- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ صغير مقارنة بقيمة العقود
- تعتمد قيمته (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد) ولذلك سميت المشتقات.

### 1-3. محتوى عقود المشتقات:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد
- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد - سعر سلعة - سعر صرف أجنبي - سعر ورقة مالية

### 2/ المتعاملون بعقود المشتقات:

الذين يستخدمون المشتقات المالية في عالمنا المعاصر هم بطبيعة الحال المنتجون والمستهلكون والمستثمرون والمصدرون، والمتحوطون والمضاربون، والمؤسسة المالية.

وقد تم تصنيفهم إلى فئتين:

#### - الفئة الأولى:

المستخدمون النهائيون: وهم الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف ومؤسسات الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.

- الفئة الثانية: الوسطاء: وهم الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل عروض البيع والشراء مع الاستفادة من مراكزهم المالية.<sup>1</sup>

بالإضافة إلى:

المراجعون: يظهرون عندما يكون هناك فرق بين قيمة أصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر ، وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة .

### 3/ الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات

أ- عقود الخيار: هي عبارة عن عقد يعطي لحائزه الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع كمية محددة من الأصول في تاريخ لاحق في المستقبل بسعر يتم تحديده وقت التعاقد ويطلق عليه سعر التنفيذ مقابل علاوة يحصل عليها محرر عقد الخيار أو البائع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز . المشتقات المالية - مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ,عمان, 2013 , ص81

<sup>2</sup> عبد الصمد سعودي, بلخضر مسعودة، أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية دراسة التجربة الكويتية لعقود الخيار فرصة مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 2 سنة 2017، ص123.

- هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد وذلك فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل وتأخذ عقود الخيارات أشكال متنوعة تشمل خيار البيع، وخيار الشراء .
- في الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في الشراء فإنها تسمى خيارات الشراء.
- في الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في البيع تسمى خيارات البيع .
- والتاريخ المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد، والسعر المحدد في العقد للتنفيذ يسمى سعر التنفيذ.
- عقود الاختيار تنشأ نتيجة لرغبة من الطرفين في أن أحد الأطراف يشتري حق الاختيار للتعامل في تاريخ لاحق، والطرف الآخر يبيع هذا الحق ويطلق على البائع مصطلح محرر عقد الاختيار، ويلاحظ أن هناك أنواع عديدة من عقود الاختيار نذكر منها:

تنقسم هذه العقود إلى نوعين هما:<sup>1</sup>

### خيار الشراء "Call Option" وخيار البيع "Put Option"

خيار الشراء: يمنح المشتري الحق في شراء الأصل مع توقع أن قيمته ستزداد قبل الوقت المحدد، وبالتالي شراؤه مبكراً يكون أرخص بكثير.

في حين أن خيار البيع: يمنح البائع فرصة لبيع الأصل مع توقع انخفاض قيمته قبل الوقت المحدد، فكلما باع مبكراً ربح أكثر.

<sup>1</sup> لعصامي أمينة، توظيف المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي. دراسة تحليلية للعقود المستقبلية، الأفاق للدراسات الاقتصادية، المجلد2، العدد6، سنة 2021، ص180.

-يعتمد نجاح تداول هذه العقود على حسن توقع توقيت واتجاه حركة الأسعار بشكل صحيح، لذلك فهي تنطوي على مخاطر وخسائر كبيرة لمن تنقصهم خبرة التوقع السليم خصوصا المبتدئين.

-في حالة الخوف من الخسائر، يمكن الاعتماد على خيار البيع لأنه حتى لو لم يكن التوقع صحيحًا بشأن انخفاض السعر، فلن يخسر البائع حينها أكثر من ثمن العقد<sup>1</sup>.

### ب - العقود المستقبلية:

هو اتفاق لشراء شيء ما في تاريخ مستقبلي بسعر محدد وهي على خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، من أجل جعل التداول ممكنا، تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فان البورصة توفر الية تعطي كلا الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم.<sup>2</sup>

ج-العقود الآجلة: هي اتفاق تعاقدى بين مشتري وبياع يحدث الآن لشراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة بسعر وتاريخ محددين في المستقبل. وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل ويلتزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ<sup>3</sup>

تشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة حتى إن الكثيرين يعتبرون العقود المستقبلية نوع من العقود الآجلة إلا أن هناك اختلافان أساسيان بينهما وهو:

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني <http://www.argaam.com> ، تاريخ الاطلاع يوم : 2024/03/29 ، على الساعة 15:25 سا

<sup>2</sup>عصامي أمينة، توظيف المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي. دراسة تحليلية للعقود المستقبلية، الافاق للدراسات الاقتصادية، العدد6، المجلد2، ص182 .

<sup>3</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي الجبوري، ا هندسة المالية وأدواتها المشتقة (مفاهيم نظريو و تطبيقية )، الطبعة الأولى ، الدار المنهجية للنشر، عمان 2019 ، ص23

- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل لأنها تتداول في بورصات عقود مستقبلية رئيسية وتتميز هذه العقود بخواص معينة تمكن أي شخص أن يشتري أو يبيع مقابل النوع المقابل لهذا العقد.

- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر ائتمان أو مخاطر عجز في الوفاء بالالتزامات أقل وذلك مقارنة بالعقود الآجلة لأنها تتطلب من الطرفين إيداع أموال كضمان وإيداع لحسن النية<sup>1</sup>

**د-عقود المبادلة:** اتفاقيات لمبادلة مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى (عادة تكون مبادلة سعر فائدة أو عملة)

<sup>2</sup>عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهد الطرفان بموجبه: إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول،

إن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار. كما لا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية. وأيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة؛ ولذلك يعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.<sup>3</sup>

**أوجه المقارنة بين المشتقات الثلاث: الآجلة - الخيارات والمستقبلية.**

الجدول رقم (01): أوجه المقارنة بين المشتقات الثلاث: الآجلة - الخيارات والمستقبلية.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار الوائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2005، ص98

<sup>3</sup> بزار حليلة، المشتقات المالية، مقال منشور في الموقع التالي:

[www.unive-emir.dz](http://www.unive-emir.dz) تاريخ الاطلاع في: 2024/03/27 على الساعة 15سا

وجه المقارنة	العقود الآجلة	عقود الخيارات	العقود المستقبلية
ماهيتها	هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرهما.	هي عقود اختيارية بالنسبة لمشتري عقد الخيار أي يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزماً لمصدره . وهي نمطية ولا تتم فيها التسوية السعريّة على أساس يومي.	هي عقود نمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلاً للتفاوض بما يجعلها عقوداً غير شخصية. والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما.
درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه (دون خسائر) وبالتالي فهي تنطوي على مخاطرة عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل.	ليس لها سوق ثانوي.	لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه في التاريخ المرغوب.
مدى التعرض للخسارة	تتحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقاً لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر.	تقتصر خسائر مشتري عقد الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة فقط ولا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر (أي للبائع) عند التعاقد حتى في حالة تنفيذ المشتري لعقد الخيار.	خسائر مشتري العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل ولكن يمكن استرداد الهامش المبذول بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة.
استخدامها	لا يجد المضاربون مكاناً في سوق العقود الآجلة.	على الرغم من أنها تستخدم كوسيلة للتغطية ضد مخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد إلا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضاً من وجهة نظر كل من مشتري عقد الخيار ومحرره (البائع)	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح.

المصدر: : عادل رزق، الأدوات المالية المتكثرة أنواعها و أهدافها و أهميتها، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، العدد4/2013، بنك الفيصل السوداني، ص:12

**هـ-المراجحة:** المراجحة: يقوم الصندوق الاستثماري مثلاً بشراء كمية من سلعة ما نقداً ثم يبيعها إلى طرف آخر غير الذي اشتراها منه بالأجل ( غالباً يكون الأجل قصير يتراوح مابين 3 و 6 أشهر) ويستفيد من عمليات تمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع وتعتبر أصول هذه الصناديق ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين لذا يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة حيث تكون عند المستوى المرغوب.<sup>1</sup>

**و-السلم:** هو بيع يؤجل فيه قبض المبيع و يعجل فيه قبض الثمن و من شروطه أن يكون في سلعة قابلة لأن تكون موصوفة في الذمة فلا يجوز في معين أو فيما لا يقدر على تسليمه في الأجل و أن يدفع الثمن كاملاً في مجلس العقد وتحديد أجل ومكان التسليم.

<sup>1</sup> تبذرة سهام، لسلك مبارك، الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير صناديق الاستثمار الإسلامية - صندوق الراجحي للأسهم السعودية نموذجاً، مجلة الإبداع، المجلد11، العدد2021، ص219.

ويمكن توليد الربح من بيع السلم يف الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد السلم محله بضاعة موصوفة يف الذمة كالقمح والتمر مثلا تسلم للصندوق بعد مدة معينة مثل 04 أشهر ، ولكن الصندوق لا يرغب يف تسلم البضاعة، كما لا يجوز له بيع البضاعة قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدين بشروطه، ولذلك فان الصندوق يدخل يف عقد سلم موازي أي أنه يبيع سلعة تكون مماثلة بنفس الشروط مع اختلاف المدة التي تكون أقل من المدة التي في عقد السلم، أي السلم الذي مدته 04 أشهر عقد السلم الموازي تكون مدته مثلا 03 أشهر ، من خلال المدة المتبقية المتمثلة في شهر يمكن للصندوق تحقيق ربح نتيجة تغيرات الأسعار و الزيادة في الأجل.<sup>1</sup>

ر-التأجير: يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والعقارات، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق فبعضها قائم على عقد الإيجار المعتاد و هنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند انتهاء العقد كما يمكن أن تكون قائمة على عقد الإيجار المنتهي بالتملك.

### الفرع الثاني: المشتقات المالية كوسيلة للتحوط (تغطية) من المخاطرة:

يجدر التنويه إلى ضرورة التفرقة بين استخدام المشتقات المالية كأداة للاحتياط من المخاطر، وبين استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر.

ان استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر إنما يعني استبدال أحد المخاطر القائمة بمخاطر جديدة تكون أقل تكلفة وأكثر مرونة مما يمكن المؤسسات المالية والمصرفية من تحقيق الأرباح أو تجنب الخسائر، بينما نجد أن استخدام المشتقات كأداة للاحتياط من المخاطر إنما يعني تقليل التعرض لنوع معين من أنواع المخاطر مقابل التخلي عن بعض الفرص لتحقيق الأرباح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص219.

<sup>2</sup> عامر كمال، مرجع سابق ص84.

أدت الزيادة في حجم البيانات والمعلومات التي تواجه المدير المالي اليوم، إلى استخدام الأدوات اللازمة لتشغيل الهندسة المالية، بسبب ارتباط قيمة عقود المشتقات بقيمة الأصل الأساسي فإن تلك العقود تستخدم للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف المستقبلية فالتغيرات الفورية المستمرة في أسعار الصرف وأسعار الفائدة والمؤشرات المالية، بالإضافة لتقلبات الأسعار في الأسواق السلعية وشروط الائتمان تتطلب معالجة مستمرة ومساندة لصناع السوق المالي والقرارات المالية<sup>1</sup> تتمثل أهم هذه الأدوات في:

- إنشاء قاعدة بيانات مالية وإدخالها إلى الكمبيوتر

- إعداد مؤشرات مالية للشركة ومقارنتها بالمؤشرات المالية في أسواق المال.

- إعداد تنبؤات مالية بالمستقبل.

- مراجعة النشرات المالية للبورصات بانتظام ومعرفة اتجاه أسعار الأسهم والسندات وأسعار الفائدة وأسعار الصرف.

- إنشاء نظام للمعلومات المالية يضم الحسابات الختامية والموازنات التخطيطية والنسب المالية والتنبؤات المالية.<sup>2</sup>

كما أن مفهوم "المتاجرة بالحزمة"، والذي يتيح شراء أو بيع حزمة من الأسهم بدلاً من التعامل بشكل فردي. يُستخدم هذا الأسلوب بشكل أساسي من قبل المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار. يُمكن استخدامه لتغيير تشكيلة محفظة الاستثمار أو لتقليل المخاطر المالية عبر تحويل الاستثمار بين الأسهم والسندات. استخدام المتاجرة بالحزمة يُعزز كفاءة السوق ويحسن أدائه، ويقدم خدمة مهمة للمتعاملين في الأسواق المالية.

الشراء الهامشي: هو استخدام العميل لتمويل جزء من الصفقة نقداً، والباقي بقرض من السمسار، مما يسمح له بشراء كمية من الورقة المالية تفوق موارده الذاتية. هذا النوع من الشراء يوفر فرصة للاستفادة من تحركات أسعار

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، 1999، ص 236

<sup>2</sup> محفوظ جبار . مريم عديلة ، الهندسة المالية و التحوط من المخاطر في الصاعدة ، دراسة حالة السوق الكويتي للخيارات، العدد 10، سنة 2010 ،

الأسهم بشكل أكبر مقارنة بالتمويل التقليدي، كما يقلل من تعرض المستثمر لمخاطر الفائدة، ويتيح التعامل بسرعة أكبر

### 1/ أدوات تغطية المخاطر:

1-1- حق الخيارات: عقود الخيار التي تندرج ضمن العقود المستخدمة في كلا النوعين من الأسواق من أسواق غير منظمة ومنظمة، وهي عقود تعتمد في المقام الأول على خاصية حق الاختيار وليس الإلزام فيما يتعلق بتنفيذ التعاقد أو حق إلغائه، ولا تختلف هذه الأنواع في مفهومها والهدف منها بشكل عام أنها عقود تبرم بالأساس بين طرفين بسعر يحدد في الوقت الحاضر على أن يتم التنفيذ في تاريخ مستقبلي بحسب طبيعة تداولها واستخدامها في أسواق المال

### 1-2/ الاستراتيجيات المتبعة باستخدام حقوق الخيارات:

#### الاستراتيجية الأولى:

#### التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء:

إذا كان المستثمر غير متأكد عما إذا كان سعر السهم في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون أكبر أو اقل من سعر التنفيذ للسهم، فإن المستثمر يمكنه عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالسهم بمعنى (بيع الأسهم) واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بخيار الشراء (بمعنى شراء حق اختيار الشراء) حين يعتقد المستثمر أن الأسعار سوف تنخفض في المستقبل يقوم ببيع الأسهم في الوقت الحالي بالتالي سيقبل المخاطر التي يتعرض لها إلى اقل درجة وذلك عن طريق تدنية الخسائر دون التأثير على ما يحققه المستثمر من عائد.<sup>1</sup>

#### الاستراتيجية الثانية:

#### التغطية ضد مخاطر استخدام حق خيار البيع:

<sup>1</sup> مؤيد عبد الرحمن الدوري ، سعيد جمعة عقل ، إدارة المشتقات المالية، اثره للنشر و التوزيع، عمان، 2012، ص 172

نقوم هذه الإستراتيجية على أساس أن المستثمر سيقوم بشراء الأسهم أي اتخاذ موقف طويل بالنسبة للأسهم، واتخاذ موقف قصير لحق الخيار (بمعنى بيع حق اختيار البيع) ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده أن الأسعار سوف ترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن، وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق خيار البيع لأحد المستثمرين بهدف بيع هذه الأسهم فيما إذا انخفض سعرها وتحقيق عائد من هذه العملية.<sup>1</sup>

### الاستراتيجية الثالثة:

### تحرير حقوق خيار بيع وشراء مغطاة covered options

خيار شراء مغطى: هو عقد خيار شراء يمتلك محره او البائع الاوراق المالية محل العقد.

خيار بيع مغطى: خيار بيع ورقة مالية يملكها البائع.

ويتبع المستثمر هذه الاستراتيجية حيث تستخدم بشكل خاص لتلائم الاستثمار في محفظة أسهم عادية لا يتوقع حدوث تغيرات في اسعارها على المدى القصير او ان تكون هذه التغيرات محدودة مثلا يعتقد المستثمر ان الاستثمار في الأسهم يمثل موقف جيدا لاستثماراته في الاجل الطويل وبالتالي يقوم المستثمر من تحرير حقوق اختيار مغطاة يمكنه من زيادة عائد المحفظة في الأجل القصير .

### الاستراتيجية الرابعة:

### استراتيجية حقوق الخيارات المزدوجة: straddle

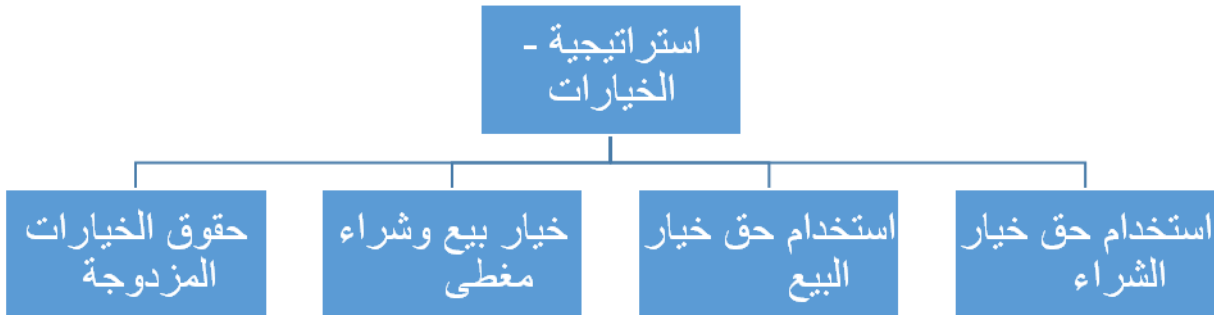
في هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بشراء عقد خيار شراء وعقد خيار بيع لنفس الاوراق المالية وفي نفس الوقت ويكون تاريخ التنفيذ للعقدين واحد وتاريخ الانتهاء واحد.

<sup>1</sup> زهير بن دعاس، نزيهان رقوب، تحليل استراتيجيات التحوط عن طريق الخيارات المالية، مجلة : دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 7 ، العدد 2 ، جوان

يلجأ المستثمر الى هذه الاستراتيجية حين يتوقع ان الأسهم التي لديه قد تتعرض لتغيرات سعرية كبيرة غير ان المستثمر يستطيع تحديد اتجاه هذا التغير

ويمكن استخدام هذه الاستراتيجية في المواقف الطويلة الاجل او المواقف القصيرة الاجل عندما يشعر المستثمر ان هناك تغير كبير في الاسعار سواء ارتفاع الانخفاض.

الشكل رقم (05): يمثل استراتيجية الخيارات.



المصدر: <http://www.eco.nahrainuniv.edu.iq> بتاريخ: 2024/03/29 على 15 سا

## 1-2 / استراتيجيات التغطية (التحوط) المتبعة في العقود المستقبلية :

يقصد بالتحوط أو التغطية في سوق العقود المستقبلية، الصفقات التي يرمها بتواريخ التنفيذ المستقبلية، بغرض الحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها، بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ فيما بعد على سعر السلعة محل التعاقد.

ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من التغطية: التغطية الكاملة وتغطية الشراء وتغطية البيع بالإضافة إليها التغطية باستخدام الأصل المختلف.

### 1/ استراتيجية التغطية

#### أ- التغطية الكاملة:

يقصد بالتغطية الكاملة أن يمتلك المستثمر عقد البيع وعقد الشراء بنفس السعر والكمية وبنفس تاريخ التسليم، ومن ثم لا يكون عرضة لأي خسائر في حالة حدوث تغيرات سعرية.

#### ب- تغطية الشراء:

يقصد بتغطية الشراء شراء عقد على السلعة في سوق المستقبلي بهدف الوقاية من مخاطر ارتفاع الأسعار.

#### ج- تغطية البيع:

يقصد بتغطية البيع بيع العقود المستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار المخزون من سلعة معينة و عادة ما ينتهج

هذا النوع من التغطية أولئك الذين تجبرهم الظروف على شراء سلعة من سوق الحاضر و تخزينها في الوقت الذي يشون فيه هبوط سعر تلك السلعة .

#### د- التغطية باستخدام أصل مختلف:

عادة ما يحدث في سوق العقود المستقبلية لسلعة والأصول المالية عندما يمتلك البائع سلعة أو الورقة المالية لذات المواصفات التي ابرم على أساسها العقد في هذه الحالة يمكن أن تستبدل السلعة او الورقة في تاريخ التنفيذ بسلعة أو ورقة أخرى مشابهة.

### 2/ استراتيجية المضاربة:

لا تختلف دوافع المضاربة عن دافع الاستثمار من حيث مفهوم العائد والمخاطر, ففي كلا الحالتين يكون الهدف تخفيض المحفظة مع بقاء العائد الثابت , أو زيادة العائد مع بقاء مستوى المخاطر على ما هو عليه , ويمكن أن يأخذ المضارب مركزا طويلا أو مركزا قصيرا في سوق العقود<sup>1</sup>

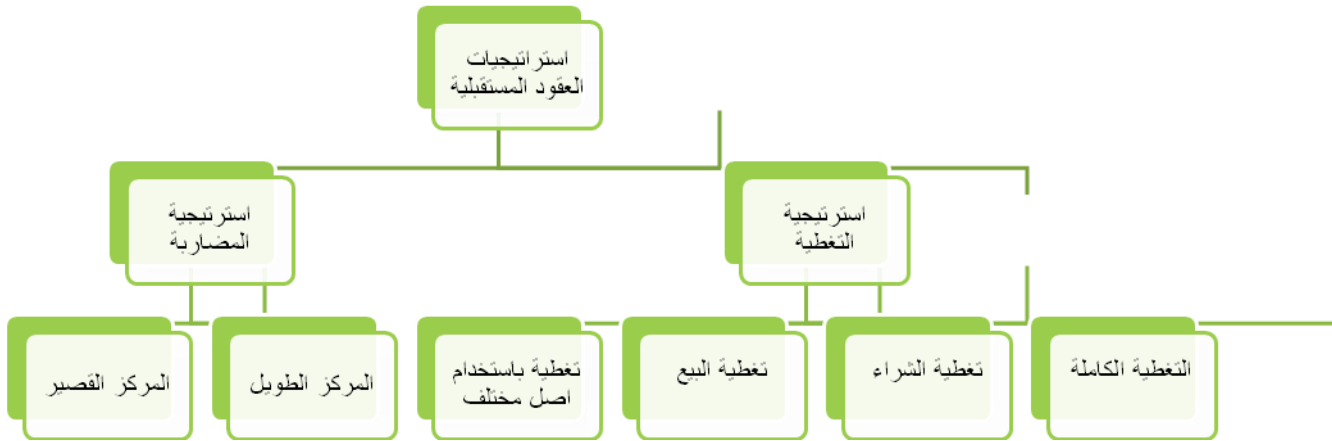
### أ- استراتيجية المركز الطويل:

يميل المضاربون إلى أخذ مركزا طويلا على عقد سلعة ما عندما تشير التوقعات إلى حركة صعوديه في أسعار العقود على تلك السلعة .

### ب- استراتيجية المركز القصير:

يسعى المضارب إلى أخذ مركزا قصيرا أي بيع عقد على سلعة ما عندما يتوقع اتجاه أسعارها نحو الهبوط. وإذا ما تحققت توقعاته فيمكنه إقفال مركزه بشراء عقد مماثل.

الشكل رقم (06): يمثل استراتيجيات العقود المستقبلية.



<sup>1</sup><http://www.eco.nahrainuniv.edu.iq> تاريخ الاطلاع 2024/03/29 على 15: 30 سا.

المصدر: <http://www.eco.nahrainuniv.edu.iq> بتاريخ: 2024/03/29 على 15 سا

### 1-3/التحوط باستخدام عقود المبادلة: swap\_contract

تعتبر عقود المبادلة من أهم الاستراتيجيات التحوطية لإدارة أسعار مخاطر الفائدة والعملات فتستخدم لتخفيف اثار مخاطر سعر الفائدة<sup>1</sup>

إحدى المزايا الرئيسية للمقايضات الآجلة هي أنها تقدم أسعار فائدة ثابتة .وهذا يعني أنه يمكن للشركات تثبيت سعر محدد لفترة زمنية محددة مسبقاً، مما يمكن أن يساعدها على إدارة التدفق النقدي والميزانية بشكل أكثر فعالية. توفر أسعار الفائدة الثابتة أيضاً اليقين والاستقرار، وهو ما قد يكون مهماً بشكل خاص في أوقات عدم اليقين الاقتصادي.

### 1-4/التحوط باستخدام العقود الآجلة(قصيرة الأجل):

العقد الآجل قصير الأجل هو اتفاق مالي بين طرفين لتبادل مبلغ محدد من العملة بسعر صرف محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي، عادة في غضون شهر أو أقل. على عكس العقود الآجلة التقليدية التي لها فترات أطول، تم تصميم العقود الآجلة ذات التاريخ القصير لتلبية احتياجات تحوط العملة الفورية أو القريبة الأجل.

"على سبيل المثال، تخيل شركة مقرها الولايات المتحدة تتوقع أن تتلقى الدفع باليورو مقابل منتج صدرته إلى عميل أوروبي في ثلاثة أسابيع. للحماية من الانخفاض المحتمل في قيمة اليورو، يمكن للشركة الدخول في عقد آجل قصير الأجل مع مؤسسة مالية لبيع اليورو وشراء الدولار الأمريكي بسعر صرف ثابت"<sup>2</sup>. توفر العقود الآجلة ذات التاريخ القصير العديد من المزايا للشركات التي تتطلع إلى التحوط من مخاطر العملة.

<sup>1</sup> عيساوي سهام، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة: أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 15، جوان 2014، ص157

<sup>2</sup> ، <http://fastercapital.com>

تاريخ الاطلاع : 2024/03/29 على الساعة:18:35سا

لقد تم تطوير المشتقات المالية لتلبية الحاجة إلى إدارة المخاطر اذ تواجه المنشآت على اختلاف أنشطتها الكثير من المخاطر التي تؤثر على تقلب تدفقاتها الايرادية حيث تستبدل مخاطرة ما بأخرى أو تقلل المخاطرة إلى مستوى أدنى وفي بعض الأحيان تقضي على المخاطرة.

#### - أمثلة على المخاطرة والمشتقة المالية المناسبة لها:

حدوث تراجع في القيمة السوقية للأسهم — خيار بيع آجل.

مخاطرة حدوث ارتفاع في قيمة الأصول — خيار شراء آجل.

مخاطرة التغيرات في أسعار الصرف — عقود صرف عملات أجنبية آجلة.

مخاطرة انخفاض أسعار السلع — عقود عمليات سلعية آجلة التسليم (مستقبلية).

مخاطرة التغيرات السوقية للدين ثابت الفائدة — عقد مبادلة أسعار فائدة متغيرة.<sup>1</sup>

#### المطلب الثالث: علاقة الهندسة المالية بتحسين الأداء

تكمن أهمية المشتقات في تحقيق فوائد على المستوى الجزئي والكلي التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- تخفيض تقلبات الأسعار التي تجعل المستثمرين في حال تردد للاستثمار، اذ أن الخطر ينتقل من السوق الثانوي للسوق الأولي فيصعب عملية الحصول على تمويل للشركات، مما قد يؤدي لأضرار على الاقتصاد ككل،<sup>3</sup>

<sup>1</sup> الحسين عبد القادر، الجوزي جميلة، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية. مدخل تحليلي للفترة 2013/2009، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 1، 2017، ص 172

<sup>2</sup> بلعابد منال، غفوري ليلي، تحليل أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط: دراسة تطبيقية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 16، العدد 1، سنة 2022، ص 503

<sup>3</sup> بلعابد منال، غفوري ليلي، تحليل أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط: دراسة تطبيقية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 16، العدد 1، سنة 2022، ص 503

- اتاحة فرص استثمارية بتحقيق أرباح من عمليات المضاربة.
- تنشيط السوق وتشجيع السيولة بزيادة حجم التداول طالما هناك عقود تغطية ضد الخطر
- لا تتطلب رأس مال كبير الا هامش مبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في المستقبلات، أو العمولة في الخيارات.
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات لمرونتها وسيولتها الكبيرة مما قد يجذب رؤوس الأموال
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد لانخفاض التكاليف، حيث تجعل السوق أكثر كفاءة مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من العادل.
- تسمح المشتقات بتثبيت أسعار التكاليف او الإيرادات مثل إبرام عقد اجل مع مورد رئيسي لتثبيت تكلفة المواد الأولية والتحوط من ارتفاع أسعارها مستقبلا، أو إبرام عقد اجل مع عميل لتثبيت المبيعات والتحوط من انخفاض الأسعار.
- أداة لاستكشاف الأسعار في السوق الحاضر حيث يمكن توقع الأسعار من خلال اتجاه السوق.
- التغطية ضد المخاطر.
- ثبات التدفقات النقدية، من خلال إدارة أفضل لأصولها مما يزيد من احتمال وجود موارد داخلية يمكن الاعتماد عليها لتمويل الفرص الاستثمارية وحل مشكلة ضعف الاستثمار، بقيام باستثمارات ذات مردودية عالية مع تقليل اللجوء للتمويل الخارجي المكلف تستطيع الشركة تحقيق عائد أفضل ومعدل نمو أكبر.
- ان أثر المشتقات المالية على تحسين أداء السوق المالي لم يعد يقتصر على التحوط من المخاطر بتحبيده من الشركة ونقله لطرف اخر، اذ انها أصبحت أداة تستخدم لخلق الثروة من خلال تقليل تقلب التدفقات النقدية تسمح للمؤسسة بضمان موارد ثابتة وتخطيط أفضل لتوازنها المالي مما يؤدي لتخفيض تكاليف الإفلاس واعتماد موارد داخلية لتمويل استثمارات متاحة، أو اغتنام فرص لتحقيق عوائد غير عادية. مع تحسن الملاءة المالية للشركة تصبح محط أنظار

المستثمرين، كما يمكنها الحصول على قروض بشروط أفضل، مما يجعل الشركة في أريحية لاختيار تركيبة هيكلها التمويلي الذي يسمح بتقليل تكلفة رأس المال ورفع قيمة الشركة.<sup>1</sup>

### خلاصة الفصل الأول:

في ظل الواقع الحالي لأسواق المال الذي يتميز بالاضطراب وتقلب الأسعار والتصاعد المستمر في المخاطر التي تتحملها المنشآت والمستثمرون على حد سواء، أصبحت الهندسة المالية عملية تطوير مهمة، إذ أنه لا يمكن لأحد أن ينكر الدور الذي تؤديه في المنشآت الاستثمارية بصورة عامة، فضلا عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمنشآت المالية المصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية، فالهندسة المالية تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة، إلا أنه وعلى الرغم من أن منتجات الهندسة المالية يجري استخدامها في إدارة المخاطر أو التحوط ضدها، إلا أنها تتسم بقدر كبير من المخاطرة إذا ما أسيء استخدامها.

<sup>11</sup> 504 بلعابد منال ، غفوري ليلي ، نفس المرجع ،ص504

# الفصل الثاني

آليات بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

– دراسة حالة في السوق المالي السعودي –.

تمهيد :

توفر أسواق المال للمستثمرين تشكيلة واسعة من الأدوات المالية، وطرق مختلفة للاستثمار، اذ بالإمكان القيام بعمليات الاستثمار بصفة فردية في ورقة مالية معينة، غير أنه و نتيجة لما تتضمنه هذه الطريقة في الاستثمار من مخاطر عالية فان المستثمر عادة ما يقوم بتكوين محفظة مالية أو استثمارية كاستراتيجيه لتخفيض هذه المخاطر و ذلك دون التضحية بالعائد، حيث أن فكرة المحفظة تقوم على مبدأ التنوع في الأوراق المالية التي تصدرها جهات مختلفة، لأن التراجع في أداء أوراق مالية لبعض الشركات يوازنه أو يعوض عنه أداء جيد لأوراق مالية أخرى، مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض المخاطر و ضمان الاستقرار في عائد المحفظة.

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المحفظة الاستثمارية

يلعب الاستثمار دورا هاما في النشاط الاقتصادي لذلك فان وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله ولعل من أهم هذه الوسائل والأدوات، تكوين محفظة استثمارية، والتي وضع نظرياتها **ماركويتز**. لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل التعريف بالمحفظة الاستثمارية مع ذكر أهدافها وأنواعها إضافة إلى عائدتها ومخاطرها.

### المطلب الأول: نشأة ومفهوم المحفظة الاستثمارية

#### الفرع الأول: نشأة المحفظة الاستثمارية

تعود نشأة فكرة المحافظ الاستثمارية إلى أواخر الستينيات من القرن الماضي، حيث ظهرت هذه المحافظ لغاية تحقيق الهدف المالي للأفراد وجني الأرباح على المدى الطويل، إلى أن أصبح من غير الممكن تحيّل اقتصاد الدول جميعها خالٍ من المحافظ الاستثمارية وتطبيقاتها كما هي حالياً، فقبل إنشاء المحافظ الاستثمارية وتحديدًا في الثلاثينيات من القرن الماضي كان الأشخاص يقيمون مفهوم الاستثمار بأنه الرهان على الأسهم الراجحة بحيث يتم وضع مبلغ من المال على الأسهم التي يتوقع أن تحقق أفضل الأسعار وتعود عليهم بأكثر عائد ممكن من الأرباح، ويميل هذا الأسلوب إلى مفهوم المقامرة نوعاً ما، هذا وقد كان من الصعب توقع وكسب الرهان نظراً لأنّ المعلومات لم تكن ترد إلى الأسواق بسهولة في ذلك الوقت باستخدام الوسائل التقليدية، وبسبب ذلك قام بعض الأفراد المختصين بتحليل كبنجامين جراهام للوصول إلى التأكيد على أخذ المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار الصحيحة، وبعد ذلك وفي الخمسينيات من ذات القرن جاء طالب الدراسات العليا **هاري ماركويتز** بنظرية المحفظة الحديثة، والتي توصل إليها من خلال بحثه عن موضوع لأطروحة الدكتوراه الخاصة به. كان ذلك في عام 1952م حيث قدم **ماركويتز** اول فكرة عن المحفظة ونشر بحث سمي اختيار المحفظة وبين فيه كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق عائد متوقع اعلى مع مستوى معين من المخاطرة، وقد طور **شارب** نظرية المحفظة عام 1962م باستخدام نموذج المؤشر المنفرد. ثم

في سنة 1966 جاء بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ليصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، وبعدها جاء روس بنظرية الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية، ليتم اختيار الأقل مخاطرة في حالة تساوي العوائد. وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خلال فترة السبعينات من القرن العشرين وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير تم انشاء شركة الاستثمارات المالية<sup>1</sup> التي تدير الأموال من خلال الصناديق او المحافظ بهدف استغلال هذه الأموال استغلالاً أمثل.

### الفرع الثاني: مفهوم المحفظة الاستثمارية

تعريف المحفظة الاستثمارية: هناك عدة تعاريف للمحفظة الاستثمارية من أهمها نذكر:

**التعريف الأول:** يمكن تعريف محفظة الاستثمار على أنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات والأذونات و... إلى غير ذلك. حسابات الصرف الأجنبي. وأدوات حقيقة: كالعقارات والمعادن النفيسة والتناجات الفنية... وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو للاستهلاك المظهري. بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح. حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة<sup>2</sup>

**التعريف الثاني:** كما تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها وعاء مالي يتكون من الأصول المالية ممزوجة بكيفية تسمح بتخفيض المخاطرة دون التضحية بالعائد.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> دريد كمال شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 14

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 222

<sup>3</sup> زريق مزاهدية، 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 39

**التعريف الثالث:** المحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الاجمالية للثروة.<sup>1</sup>

**التعريف الرابع:** كما تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها مجموعة أو تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل العقارات والذهب أو مالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية أو مزيج من النوعين من الأصول<sup>2</sup>

-من خلال التعاريف السابقة نلاحظ بأن هناك تعريف أوسع للمحفظة الاستثمارية والذي يشمل على الأصول الحقيقية والمالية في حين أن المفهوم المتخصص للمحفظة هو المرتبط بالأصول المالية فقط المتداولة في السوق المالي أو ما يعرف بالمحفظة المالية

تتميز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة.

فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية وهي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات، الذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات. أذونات الخزينة والخيارات أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد والمخاطر وأخرى مرتفعة العوائد والمخاطر.<sup>3</sup>

**المطلب الثاني: أهمية وأهداف المحفظة الاستثمارية:**

**الفرع الأول: أهمية دارة المحفظة الاستثمارية:**

يمكن عرض عدة أسباب دعت إلى زيادة أهمية المحفظة الاستثمارية بشكل واسع في المجالات الاستثمارية بما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 204.

<sup>2</sup> Jules SADEFO KAMDEM, Methodes Analytiques pour le risque des Portefeuilles Financiers, these de doctorat,

<sup>3</sup> مريم هاني. بناء محفظة استثمارية مثلى -دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (2008-2011). جامعة قاصدي مرياح. ورقة. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة عدد خاص بفعاليات اليوم الدراسي حول أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية يوم 06-12-

أ. ضخامة حجم رؤوس الأموال لدى مختلف الشركات الاستثمارية والصناعية أدى ذلك الى توفير السيولة والفوائض المالية فضلاً عن الأموال الفائضة التي يملكها المستثمرين حيث ان قسم كبير من هذه الأموال استثمرت في الأدوات الاستثمارية المتنوعة.

ب. اهتمام المستثمرين بالاستثمارات المالية الجيدة التي تحقق العوائد والأرباح السريعة إذ يتطلب ذلك البحث عن أساليب علمية حديثة لتحقيق ما يسعون إليه المستثمرين.

ت. الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة والعمل على استثمارها في الأدوات المالية القصيرة أو الطويلة وفقاً للأساليب حديثة تحقق الأرباح التي يهدف إليها المستثمر.

ث. تطور المؤسسات الاستثمارية المختلفة وتوسع نشاطها وزيادة نشاط صناديق الاستثمار المشتركة بصورة سريعة، فضلاً عن ذلك امتلاك المؤسسات للمحافظ المالية مثل المصارف وشركات التأمين والأدوات الاستثمارية المختلفة في التنوع محلياً ودولياً.

ح. وجود الخبراء والاستشاريين في تقديم الاستشارات المالية والاستثمارية للأفراد المستثمرين في مجالات استثمار الأسهم والسندات فضلاً عن ذلك الاستثمارات العقارية.

### الفرع الثاني: أهداف المحفظة الاستثمارية

<sup>1</sup>غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص19

تعددت أهداف الاستثمار في المحافظ الاستثمارية واختلفت من مستثمر لآخر لكن غالباً ما يكون هم المستثمر الأول هو الحصول على أفضل ثنائية من العائد والمخاطرة وفيما يلي بعض من أهداف الاستثمار في المحفظة المالية:<sup>1</sup>

- ✓ تحقيق أفضل عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة.
- ✓ الحفاظ على مستوى مقبول من السيولة من خلال الاستثمار في أوراق مالية قابلة للتسويق بسهولة دون تحقيق خسائر ممكنة وبالتالي تساعد على مواجهة حالات العسر المالي.
- ✓ المحافظة على رأس المال الأصلي، وذلك من خلال تنويع الأوراق المالية، وبالتالي تنويع درجة المخاطرة والعائد.
- ✓ نمو رأس المال المستثمر من خلال تأمين الحصول على الدخل المتواصل.
- ✓ التنويع (المزج بين الأوراق المالية): يعتبر تنويع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي تهتم بها إدارة المحفظة الاستثمارية، حيث أن الهدف من التنويع هو الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات مخاطرة.
- ✓ قابلية تحويل أصول<sup>2</sup> المحفظة الى سيولة: وذلك من خلال الاستثمار في أدوات لها قابلية للتحويل الى نقد بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى شركات الاستثمار.

### الشكل رقم: 07 أهداف المحفظة الاستثمارية

<sup>1</sup> صايفي. ع، محاضرات في تسيير المحافظ المالية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018، ص3  
<sup>2</sup> تبيل بوفليج، عبو ربيعة، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية-دراسة وصفية احصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد2، 2017، ص166.



المصدر: جلال كاظم مدلول العارضي، زيد جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى. بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، السنة 12، المجلد 14، العدد 38، سنة 2016، ص 16.

### الفرع الثالث: أنواع المحافظ الاستثمارية وسياسات إدارتها:

عند تجميع محفظة استثمارية، يجب على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار فئات وأنواع الأصول المختلفة، بالإضافة إلى قطاعها وجغرافيتها بهذه الطريقة سيتمكن من تحديد المحفظة التي تناسب شخصيته وميولاته.

وفيما يلي أمثلة للمحافظ الاستثمارية المحافظة والاستثمارية المعتدلة والجريئة.

#### أولاً : أنواع المحافظ الاستثمارية.

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية حسب نوعية الأوراق المالية المكونة لأصول المحافظ الاستثمارية إلى:<sup>1</sup>

**1- محفظة الدخل:** وتهدف إلى تحقيق أعلى دخل للمستثمر بأقل مخاطرة وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدر على المستثمر بأعلى العوائد فالدخل مثلاً يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات، ولا بد من اختيار السند الذي يحقق أعلى فائدة بأقل وقت، كذلك بالنسبة للأسهم وان الدخل يتحقق عن طريق

<sup>1</sup>غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2016، ص 21

توزيعات الأرباح فلا بد من اختيار الأسهم التي توزع أرباح عالية وتكون قليلة المخاطرة. فالهدف الأول والأخير هو إيجاد دخل شهري أو سنوي للمستثمر من المحفظة.

وتتم إدارة محفظة الدخل الاستثمارية عادة من خلال شراء السندات التي يتم تحديد معدل الفائدة عليها مسبقا، و التي يستلم المستثمرون دفعات نقدية من فوائدها بشكل منتظم، كما يمكن شراء الأسهم التي توزع أرباحا نقدية على المستثمرين بشكل دوري.

وتختلف أنواع الأصول المالية التي تدر دخلا ثابتا على المستثمرين، حيث يمكن شراء السندات الحكومية التي تعتبر ذات خطورة منخفضة و توفر دخلا ثابتا، أو شراء السندات الخاصة التي تعتبر ذات خطورة أعلى مقابل توفير عائد أكبر.

**2- محفظة النمو:** تركز هذه المحفظة على أدوات الاستثمار التي تحقق أرباح رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نموا في مبيعاتها وبالتالي في إيراداتها على مر السنوات، كشركات رأس المال المخاطر، والشركات الصاعدة التي تكون أمامها فرص نمو كبيرة، وفي المقابل تواجه هذا النوع من الشركات مخاطر عالية ويتناسب هذا النوع من المحافظ عادة مع أهداف المستثمرين المجازفين الذين يسعون الى تحقيق عائد مرتفع مع تحمل درجة عالية من المخاطرة.<sup>1</sup>

يتم تشكيل محفظة النمو الاستثمارية عادة من خلال شراء الأسهم في الشركات الصغيرة و المتوسطة الحجم التي يتوقع أن تحقق نموا مستمرا في الأرباح في المستقبل، و كذلك شراء الأسهم في الشركات الكبيرة التي تعتبر ذات نمو مستمر في القيمة.

و يمكن للمستثمرين إدارة محفظة النمو الاستثمارية بأنفسهم، أو الاستثمار في صناديق الاستثمار المتخصصة في هذا النوع من المحافظ الاستثمارية، و التي تتم إدارتها من قبل مديري الصناديق المحترفين وفقا للأهداف المحددة و التوقعات المالية.

<sup>1</sup>موسى بن منصور، إدارة المحافظ المالية، دار الباحث، برج بوعرييج-الجزائر، 2022، ص35

### 3-الحفظة المختلطة:

هي المحافظ التي تمزج بين الأدوات ذات المخاطر المرتفعة والأخرى ذات المخاطر المنخفضة وتهدف الى إيجاد إيرادات جارية ورأسمالية في نفس الوقت ويفضلها المستثمر الرشيد.

تشمل المحافظ الاستثمارية الهجينة أو الحفظة المختلطة مجموعةً متنوعةً من الموارد الاقتصادية، والتي قد تتمثل في الأسهم الممتازة، والسندات الحكومية، والشركات ذات الجودة العالية، إضافةً إلى الصناديق متعددة الأطراف وصناديق الاستثمار العقاري، ويتم مزج الأسهم والسندات بنسب ثابتة نسبياً؛ مما يوفر التنوع والمرونة في الأصول الاستثمارية.<sup>1</sup>

### 4-الحافظ المتخصصة في الصناعات:

هي تلك المحافظ التي تخصص في استثمار أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها.<sup>2</sup>

### 5-الحفظة المالية الإسلامية:

تقوم الحفظة الإسلامية في الأوراق المالية لشركات على النهج الإسلامي نشاطها مباح غير محرم، وتستبعد جميع الأوراق المالية التي تمثل مديونية بفائدة محددة سلفاً كالسندات واذونات الخزينة وشهادات الإيداع.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> خلفان محمد عيسى، إدارة الاستثمار و المحافظ المالية، المنهل للنشر و التوزيع، 2016 الاسكندرية، 2016، ص75

<sup>2</sup> محمد غياث شبيخة، الأدوات، المبادئ و التقييم، 2022، ص95.

ثانيا : السياسات المتبعة في المحافظ الاستثمارية

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة المالية، وهي:

1-السياسة الهجومية: (القوية)هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب، لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان.

هي محفظة ذات سياسة استثمارية مندفعة تضم أسهـمًا ذات نسبة مُرتفعة من المخاطرة؛ بهدف تحقيق عوائد مالية أعلى. وهي أسهم ذات معامل مخاطرة «بيتا» مرتفع (هو مقياس لمدى ارتباط حركة السهم بحركة المؤشر في أسواق الأوراق المالية)، بالإضافة إلى حساسية عالية للسوق ككل عادةً، حيث يمر هذا النوع من الأسهم بتقلبات أكبر من الأسهم الأخرى في السوق بشكل عام. هذه المحفظة مُناسبةٌ للمستثمر الذي يتحمّل نسب المخاطر المرتفعة<sup>2</sup>.

2-السياسة الدفاعية: (المحافظة)في هذه السياسة المستثمر يكون جد متحفظ اتجاه عنصر المخاطرة، الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد. تتكون أساسا من السندات الحكومية والأسهم الممتازة.. والتي تضمن دخلا ثابتا مهما كانت الظروف السائدة.<sup>3</sup>

لا تملك الأسهم الدفاعية قيمة بيتا مرتفعة، وهي معزولة بنسبة كبيرة عن حركات السوق واسعة النطاق. بصفة عامة، تقاوم هذه الأسهم تغيرات الاقتصاد وحالات الركود، وفي المقابل ترتفع بشكل أكثر ببطئا من الأسهم الأخرى أثناء فترات التوسع الاقتصادي. إن الأسهم الدفاعية هي أسهم الشركات التي تظل أسعارها مستقرة أو تسير على نحو جيد

<sup>1</sup> سليمان عادل، غزير محمد مولود، المحفظة المالية الاستثمارية بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي-دراسة مقارنة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد49، 2017، ص 774.

<sup>2</sup>موسى بن منصور، مرجع سابق، ص33.

<sup>3</sup>دريد كامل الشبيب، مرجع سابق، ص17.18.

في حالة ركود الاقتصاد لأنها تقدم منتجات وخدمات محل طلب مستمر، وهذا ما يجعلها تحقق أداء أفضل من الشركات التي تركز على السلع الكمالية أو الترفيهية في أوقات الأزمات الاقتصادية.

**3-السياسة المتوازنة:** تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة.

إن بناء محفظة هجينة معناه التوسع وضم استثمارات أخرى للمحفظة، مثل السندات والسلع والعقارات، تتميز المحفظة الهجينة بمرونتها الكبيرة. يتضمن هذا النوع من المحافظ عادةً أسهم ممتازة، وسندات حكومية أو شركات عالية المستوى. تمثل أيضًا في المحفظة المتوازنة. وتدعم استراتيجيه استثمار الدخل أيضا شراء سندات ذات تواريخ استحقاق متنوعة، وتعتبر أسلوب تنويع داخل فئة أصول السند نفسها<sup>1</sup>.

تتضمن المحفظة الهجينة بشكل أساسي خليط من الأسهم والسندات بنسب ثابتة نسبيًا. ويحقق هذا النوع من الاستراتيجيات تنوعًا في فئات أصول متعددة، وهذا مفيد لأنه تاريخياً أظهرت الأسهم والسندات والبدايل ارتباطات أقل من مثالية مع بعضها البعض.

ان التنويع الجيد في تشكيلة المحفظة من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد، فهو لا يشمل فقط تنويع الاستثمارات وإنما له عدة طرق، أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تاريخ الاستحقاق.

**المطلب الثالث: محددات وخطوات تكوين وإدارة المحفظة الاستثمارية و مكوناتها**

**الفرع الأول: القيود والضوابط (المحددات) المرتبطة بتكوين محافظ الأوراق المالية**

<sup>1</sup>سعدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة: المدير، العدد6، جوان2018، ص169.

يقوم المستثمر عند تكوين محفظته بتحديد الضوابط والقيود التي يخضع لها عند تكوينها والتي تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

**1-ضوابط وقيود زمنية:** أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستمرار فيه مستثمرا لأمواله (قصيرا،

طويلا، متوسطا، لمدة سنة....). حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما تنوعت الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

**2-ضوابط وقيود مالية ورأسمالية:** وهي حجم ونوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة، والتي يتم من خلالها شراء وحيازة

الأوراق المالية، وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

**3-ضوابط أو قيود الحاجة إلى تسهيل المحفظة:** وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل

إمكانية تسهيل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في أجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز

أنوعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

**4-ضوابط وقيود ضريبية وإلزامية:** و هذا مرتبط بالقوانين و التشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق

مالية معينة او لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة، أو لأنشطة معينة، لذلك لا بد على المستثمر أن

يكون على اطلاع بها حتى لا يتفاجأ بتغيرها.<sup>2</sup>

**5-ضوابط وقيود الأخطار والمخاطر:** يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في

الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر.

**6-ضوابط وقيود نفسية ومعنوية:** تتأثر اتجاهات وقرارات المستثمرين بالتفضيلات والميولات والنوازع العاطفية لكل

منهم وبالتالي فهي تؤثر في تكوين المحفظة للمستثمر.

<sup>1</sup>محسن أحمد الحضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيترك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999، ص70/68.

<sup>2</sup>سليمان عادل، غزير محمد مولود، مرجع سابق، ص754.

وهذه الضوابط تختلف باختلاف المتعاملين في السوق المالية، كما تختلف من مكان تعامل إلى آخر، كما يمكنها أن تتغير بمرور الزمن.

### الفرع الثاني: مراحل بناء محفظة استثمارية

قبل التطرق لمراحل بناء محفظة استثمارية لا بد من عرض العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الاستثمارية، إضافة إلى الاعتبارات الفنية في إدارة المحفظة الاستثمارية:

#### / العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة المحافظ المالية

1- معدل العائد وسعر الورقة المالية.

2- مدى التقلبات في معدل العائد.

3- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها.

4- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود.

#### 2. الاعتبارات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية

ويمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>1</sup>

➤ الاعتبارات الزمنية والمكانية. (اعتبارات الزمنية وهي توقيت الاحتفاظ بالأوراق المالية أو التخلص منها. والمكانية المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في مكان معين.

<sup>1</sup> دريد محمد أحمد، الاستثمار. قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات، دار مجد للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2016، ص133/134.

- مستوى جودة الورقة المالية: تحليل البيانات المتوفرة عنها وتصنيفها وترتيبها بناء على نتائج التحليل.
  - السياسات المالية والنقدية للدولة: سياسة التوسع في الإصدار النقدي والإنفاق الحكومي والاستثماري الجاري والسياسة النقدية وتأثيرها على أسعار الأسهم وفوائد عوائد الأسهم.
  - عمليات معالجة الأخطار المتبعة: تتأثر عمليات الاستثمار وقرارات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث:
    - ✚ عمليات تحليل وتحديد الأخطار
    - ✚ عمليات توزيع الخطر وتحديد مصادر التعامل معه
    - ✚ عمليات تنويع الأخطار، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر.
- هذه الاعتبارات الفنية لا تختلف عن العوامل التي يجب مراعاتها عند تكوين المحافظ المالية.

### \*مراحل بناء محفظة استثمارية

لنجاح عملية الاستثمار في المحفظة لا بد من تتبع مراحل أساسية يقوم بها مدير المحفظة، ويتطلب الأمر ما يلي:<sup>1</sup>

#### 1- تحديد حجم رأس مال المحفظة ووضع أهدافها

هي الخطوة الأولى لتحديد الأهداف الرئيسية للمال المراد استثماره في المحفظة، فكل مستثمر لديه أهدافه الخاصة التي تناسب الإمكانيات المتاحة له ويسعى بالتالي لتكوين معدلات عالية من العائد مع الحفاظ على رأس المال المستثمر،

لذا عادة ما تتكون المحفظة الاستثمارية من رأس مال يتم تحديده في ضوء إمكانيات المستثمر المادية والأهداف التي يرغب في تحقيقها.<sup>1</sup>

### 2- التخطيط للمحفظة

يعتمد التخطيط على تحديد أهداف المحفظة أي تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة مع تحقيق السيولة بالإضافة إلى المحافظة على رأس المال الحقيقي و الحصول على تدفقات داخلية مستمرة و تحقيق هدف المزج بين الأصول المكونة للمحفظة وفق المخاطر التي يقبل بها المستثمرون<sup>2</sup>، هذا و يقوم الخبراء في إدارة المحفظة بإعداد خطة واحدة تتضمن استراتيجيات الاستثمار للمرحلة المقبلة و الخطط التنفيذية التي تتوصل من خلالها المحفظة إلى تحقيق أهدافها القصيرة و البعيدة المدى.

### 3- القيام بتحليل الاستثمارات

و يقصد به التحليل الأساسي الذي يستعمله المستثمر ليساعده على فهم عوائد المحفظة و التحليل الفني لفهم الاتجاهات و الأنماط في سوق الأوراق المالية.<sup>3</sup>

### 4- اتخاذ قرار اختيار مكونات المحفظة

<sup>1</sup> Christine Brentani, portfolio management in practice : Essential capital market, Butterworth-Heinemann Elsevier Ltd, 1 edition, Oxford, United Kingdom, 2004, p84.

<sup>2</sup> دريد كامل شيب، مرجع سابق، ص40.

<sup>3</sup> سميرة كرم، أطروحة دكتوراه: إدارة المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية - دراسة حالة عينة من البنوك الإسلامية، جامعة البشير الإبراهيمي - برج بوغريج، السنة الجامعية: 2024/2023، ص15.

في هذه المرحلة يتم اختيار الأدوات الاستثمارية وأعدادها أي التشكيلة المناسبة وبعد ذلك اتخاذ قرار المزج بين الأصول التي تتكون منها المحفظة.<sup>1</sup>

## 5- تقييم الأداء

ويعني تقييم مدى نجاح مدير المحفظة، حيث ان الأداء المالي يقاس بشكل تنبؤي وتخميني مقارنة بمجموعة المحافظ الاستثمارية الأخرى المشابهة. ويتم تقييم المحفظة بخطوتين:

### 1- قياس الإنجاز، 2- مقارنة الإنجاز.

أ- قياس الإنجاز: ويعني فحص القيمة السوقية للأوراق المالية في فترة زمنية معينة مع مقارنتها بفترة زمنية سابقة، حيث يستطيع مدير المحفظة معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.

ب- مقارنة الإنجاز: و هي محاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة و على مدى نجاح هذه القرارات في تحقيق زيادة في ثروة المحفظة، و يمكن أن يتم ذلك بواسطة المقارنة بين هذه المحفظة ومحافظ أخرى أو مقارنتها بمعدلات السوق.<sup>2</sup>

## الفرع الثالث: مكونات المحفظة الاستثمارية:

تتكون المحفظة الاستثمارية من المكونات التالية:

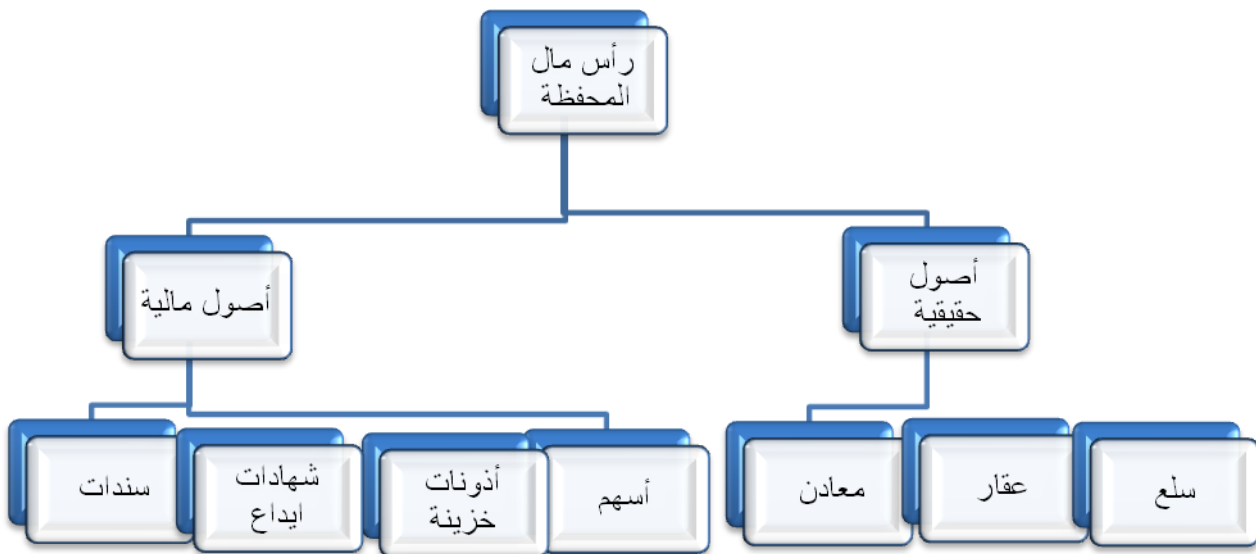
1- **الموجودات المادية:** هي الموجودات الملموسة الحقيقية كالاستثمار في العقارات والمشاريع الصناعية والزراعية. والمتاجرة بالمعادن النفيسة، والتي تتميز بانخفاض درجة سيولتها وحاجتها الى خبرات متنوعة لعدم تجانس أنواعها وزيادة تكاليف الاستثمار.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>غازي فلاح مومني، مرجع سابق، ص62

<sup>2</sup>نفس المرجع، ص63/64.

**2-الموجودات المالية:** هي عبارة عن الأوراق المالية التي تمنح حاملها شهادة بملكية هذه الأوراق، تبين حقوق حاملها وتخوله المطالبة بكل أو جزء من تلك القيمة، وتتميز بأنها تحقق أرباح عالية وتفاوت الخطورة التي تترتب عليها وتأثرها بالعوامل الخارجية.<sup>2</sup>

الشكل رقم: (08) نموذج المحفظة الاستثمارية



المصدر: خربوش حسني علي و اخرون، الأسواق المالية (بورصة للأسهم و السندات المالية)، دار زهوان للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص16

<sup>1</sup> بوشامي عبد القادر، أطروحة دكتوراه: تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق المالي السعودي 2018/2014، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر. الوادي، السنة الجامعية، 2021/2022، ص 26

<sup>2</sup> سعيد مجيب الجنابي، أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصاد، العراق، المجلد9، العدد1، 2019، ص.30.

## المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية المثلى.

يهدف المستثمر من وراء بنائه للمحافظ الاستثمارية إلى تحقيق هدفين أساسيين هما: الحصول على العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية وتحويل تلك الأوراق المالية إلى سيولة جاهزة عند الحاجة. وحتى يصل إلى تحقيق ذلك، عليه الإلمام بعنصرين جوهريين هما العائد والمخاطرة. لذا يتم التعرف في هذا المبحث على مفهوم العائد والمخاطرة والمحفظة الاستثمارية المثلى.

### المطلب الأول: العائد و المخاطر في المحفظة الاستثمارية.

#### الفرع الأول: العائد في المحفظة الاستثمارية.

**ماهية العائد:** يعبر العائد عن المقابل المادي الذي يتحصل عليه المستثمر نظير تحمله للمخاطر المختلفة ويقاس هذا الثمن المادي من خلال معدلات العائد والتي تأخذ عدة مستويات.

#### 1-تعريف العائد: هناك عدة تعاريف للعائد نذكر منها :

**تعريف رقم(01):** "عبارة عن مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وبالتالي هو مقدار الأموال الفائضة إلى رأس المال الأصلي، والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة."<sup>1</sup>

**تعريف رقم(02):** "صافي الدخل الناتج من عملية استثمار الأموال، وعادة ما يكون العائد في شكل مبالغ مطلقة، ولكن معدلات العائد هي التي يمكن من خلالها الحكم على فعالية الاستثمار من عدمه."<sup>2</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 ص85

<sup>2</sup> شيخة محمد غياث، الاستثمار (المبادئ - الأدوات - المخاطر والتقييم)، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2021، ص 99.

تعريف رقم(03): "هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا عند استثمار أمواله وسمي بهذا الاسم لأن الحصول عليه يتم في المستقبل، أي أنه المقابل المادي الناتج عن التخلي عن أمواله في الوقت الحاضر من خلال استثمارها لفترة زمنية معينة"<sup>1</sup>.

من خلال هذه التعاريف يمكن تعريف العائد: بأنه الزيادة الناتجة عن المجازفة بمبالغ مؤكدة من أجل الحصول على مبالغ مالية أكبر في المستقبل تعوضه عن مخاطر عدم التأكد المرتبطة به.

## 2- أشكال العائد: تأخذ العوائد المالية أشكالا متعددة منها الآتي :

-توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين.

-الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند؛ وقيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها.

- الأرباح الرأسمالية: وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل الربح.

## 3-أنواع العوائد

يمكن تناول أنواع العوائد كالتالي:

-العائد المحقق للاستثمار (عائد فترة الاحتفاظ) يعبر عن التغيير في قيمة الاستثمار خلال فترة الاحتفاظ ، و نحصل عليه من خلال قسمة قيمة الاستثمار في نهاية المدة على قيمة الاستثمار في بداية المدة<sup>1</sup> كما هو موضح في المعادلة:

<sup>1</sup> دريد كمال ال شبيب، نفس المرجع

$$R_t = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث:

$R_t$  : معدل العائد المتحقق (معدل العائد لفترة الاحتفاظ)؛

$D_t$  : التوزيعات المترتبة عن الأرباح السنوية؛

$P_{t-1}$  : سعر البيع في بداية الفترة؛

$P_t$  : سعر البيع في نهاية الفترة.

**2-3 العائد المتوقع:** وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين

ولذلك يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه يتم في المستقبل. وبالتالي يمكن حساب معدل العائد المتوقع استثمار

معين باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي.<sup>2</sup>

العائد المتوقع.	$E(R)$
معدل العائد المحتمل.	$P_i$
العائد المحتمل.	$R_i$

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

**العائد المطلوب:** هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها

الأصل أو أداة الاستثمار، وهو أدنى عائد يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي

للمستقبل.<sup>3</sup> ويقدر معدل العائد المطلوب للاستثمار بالأسهم العادية من إضافة معدل العائد الحالي من المخاطرة إلى

علاوة مخاطرة السهم.

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص 49

<sup>2</sup> شريط صالح الدين، دور الصناديق الاستثمارية في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، - رسالة مقدمة

لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، قسم العلوم التسيير، جامعة الجزائر وعلوم التجارية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والت، 3،

2011-2012، ص 63.

<sup>3</sup> بوفليج نبيل، عبو ربيعة، مرجع سابق، ص 103.

الفرع الثاني: قياس المخاطر.

بما أننا تعرفنا على تصنيف المخاطر و أنواعها في المبحث السابق سنكتفي بعرض أهم أساليب قياسها.

يمكن قياس المخاطر عن طريق معاملات إحصائية أشهرها المدى، الانحراف المعياري والتباين ومعامل الاختلاف.

المدى<sup>1</sup> :

يعد المدى أبسط مقياس لقياس المخاطر وهو يمثل الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للعوائد المتوقعة. وكلما زادت قيمة المدى، كان ذلك مؤشرا على أن تذبذب القيم مرتفع وهو دليل على ارتفاع مستوى المخاطر المصاحب للاستثمار .

المدى = أكبر مشاهدة - أقل مشاهدة.

الانحراف المعياري والتباين

هو الأكثر استخداماً لقياس المخاطر المالية، وهو يقيس مدى تشتت قيمة المتغير المالي وانحرافها عن الوسط الحسابي، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري، كلما زادت نسبة المخاطر، ويكمن الفارق بين المدى والانحراف المعياري، في أن المدى يعمل على قياس ووصف المخاطرة بشكل عام فهو يعتمد على أعلى وأدنى قيمة، ولكن الانحراف المعياري يقيس المخاطر بشكل أدق لأنه يقيس كما ذكرنا مدى تشتت قيمة المتغير حول المتوسط الحسابي له. و يقاس

الانحراف المعياري بالجذر التربيعي للتباين المبين بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> لفتاحة سعاد، إدارة المخاطر الاستثمارية في شركات التأمين وفق نظام الملاءة 2 - دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين (SSA)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات التأمين، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة فرحات عباس - سطيف، 1- 2015-2014 ص 91.

<sup>2</sup> لفتاحة سعاد، مرجع سابق، ص 91-92.

$\sigma$  : الانحراف المعياري؛

$R_i$  : التدفق النقدي (العائد؛)

$E(R_i)$  : الوسط الحسابي للتدفقات النقدية (العوائد؛)

$P_i$  : احتمال تحقق العائد.

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n [R_i - E(R_i)]^2 \times P$$

### معامل الاختلاف: <sup>1</sup>

هو مقياس نسبي لدرجة التشتت، وذلك لأنه يربط بين نسبة المخاطرة التي تقاس بواسطة الانحراف المعياري، وبين الوسط الحسابي أي متوسط قيمة المتغير المالي، حيث يتم قسمة الانحراف المعياري على متوسط الحسابي للقيم، وكلما زادت نسبة معامل الاختلاف، كلما زادت مؤشرات الخطر. وهو أكثر دقة من الانحراف المعياري، و يحسب بالعلاقة:

$$COV = \frac{\sigma}{E(R_i)}$$

$E(R_i)$  : العائد المتوقع.

### معامل بيتا

هو مقياس نسبي لحجم المخاطر المنتظمة يقيس درجة تقلب عائد أصل معين اتجاه عائد السوق <sup>2</sup> ويعبر عن درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للأصل مع التقلب الحاصل في محفظة السوق ويحسب كما يلي: <sup>3</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 93

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: - 137. 138.

<sup>3</sup> حشاشي سليمة، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية،- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة فرحات ، سطيف 1، 2017-2018 ص 18.

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma_m^2}$$

حيث:

$R_i$  : عائد الورقة أ؛

$R_m$  : عائد السوق؛

$\sigma_m^2$  : تباين السوق؛

$COV (R_i, R_m)$  : التباين المزدوج بين الورقة والسوق.

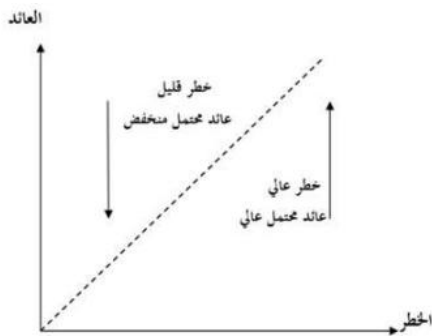
يتم تفسير معامل بيتا للورقة أ بالنسبة لمعامل بيتا السوق والذي يساوي كما يلي<sup>1</sup>:

✓  $\beta > 1$  : مخاطر الورقة أ أكبر من مخاطر السوق؛

✓  $\beta = 1$  : مخاطر الورقة أ يساوي مخاطر السوق؛

✓  $\beta < 1$  : مخاطر الورقة أ أقل من مخاطر السوق؛

تتضمن كل أداة للاستثمار على درجة ما من المخاطرة، و تتوقف سلامة المواقف المالية للمستثمرين على تفهم المخاطر و معرفة كيفية موازنتها مقابل العوائد المحتملة و هذا يعني أنه كلما تحمل المستثمر مخاطر أعلى كلما كان العائد المتوقع أعلى " تهتم المحفظة الاستثمارية بالعائد لأن كل قرار يصدر عنها ينعكس بصيغة ربح أو خسارة أي قد يكون مردود هذا القرار ايجابي أو سلبي، فالعائد الذي يكسب جراء عملية الاستثمار في المحفظة ترافقه درجة من المخاطرة تتباين في أثرها حسب نوع الأصول المستثمر فيها، وعليه تكون العلاقة طردية بين العائد والمخاطر فكلما زاد العائد زادت المخاطر.<sup>2</sup>



الشكل: 09 العلاقة بين العائد و المخاطرة

<sup>1</sup> 3 شيخة محمد غياث، مرجع سبق ذكره، ص 109.

<sup>2</sup> حسين جواد كاظم، استخدام نظريتي الخيارات المالية و المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر الاستثمارية، كلية الادارة و الاقتصاد،

قسم العلوم المالية و المصرفية جامعة البصرة، العراق مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 29، ايلول 2، ص 13.

المصدر: بوشامي عبد القادر، تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق المالي السعودي 2014/2018، أطروحة

دكتوراه، شعبة علوم التسيير تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة

لخضر، الوادي، 2021/2022، ص70.

المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

الفرع الأول : مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى.

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات

الاستثمارية وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة، أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى

آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول وبالتالي نستطيع القول أن المحفظة المثلى هي التي

تتوفر فيها المواصفات التالية:<sup>1</sup>

- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان.

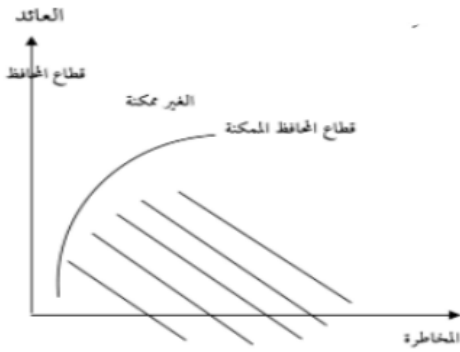
- تتميز أصولها بقدر كاف من التنوع الإيجابي.

- أن تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

<sup>1</sup> صبيحة قاسم هاشم، مصطفى منير اسماعيل، بناء محافظ الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية- توقيت السوق مقابل الاختيار الكفاء، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 19، العدد 70، ص27..

لبناء المحفظة المثلى ينبغي أولاً تحديد ما يعرف بمنحنى الكفاءة الحدودي وهو المنحنى الذي يمثل مجموعة من المحافظ التي لها أعلى عائد لكل مستوى من المخاطرة ، أو ادني مخاطرة لكل مستوى من العائد والمحافظ التي تقع على منحنى الكفاءة الحدودي تشكل ما يعرف بمجموعة من المحافظ الاستثمارية الكفؤة.

### 1-منحنى المحافظ المثلى.



المصدر: أ.د محمد الفاتح محمود المغربي ، التمويل والاستثمار في الإسلام، دار الجنان للنشر والتوزيع 2016، ص305.

من الشكل أعلاه وبالنظر للعلاقة بين العائد والمخاطرة فمن صالح المستثمر أن يختار محفظته المثلى في نقطة من نقاط الجزء الغير المظلل ويمثل قطاع المحافظ غير الممكنة وهذا لأن أي محفظة يختارها المستثمر هناك وعند أي مستوى مخاطرة معين ستحقق له عائدا أعلى من العائد الذي تحققه له أي محفظة في الجزء المظلل. ولكن بسبب عدم إتاحة محافظ القطاع الغير المظلل عمليا بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر إن يبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع المظلل وفي نقطة تحقق له أعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يتقبلها. وهنا من مصلحته اختيار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط المنحنى باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد

في خياراته .وتعد عملية اختيار نقطة المحفظة المثلى على المنحنى ، الخطوة الثانية في بناء هذه لمحفظة وهنا يمكن الاستعانة بمنحنيات السواء.<sup>1</sup>

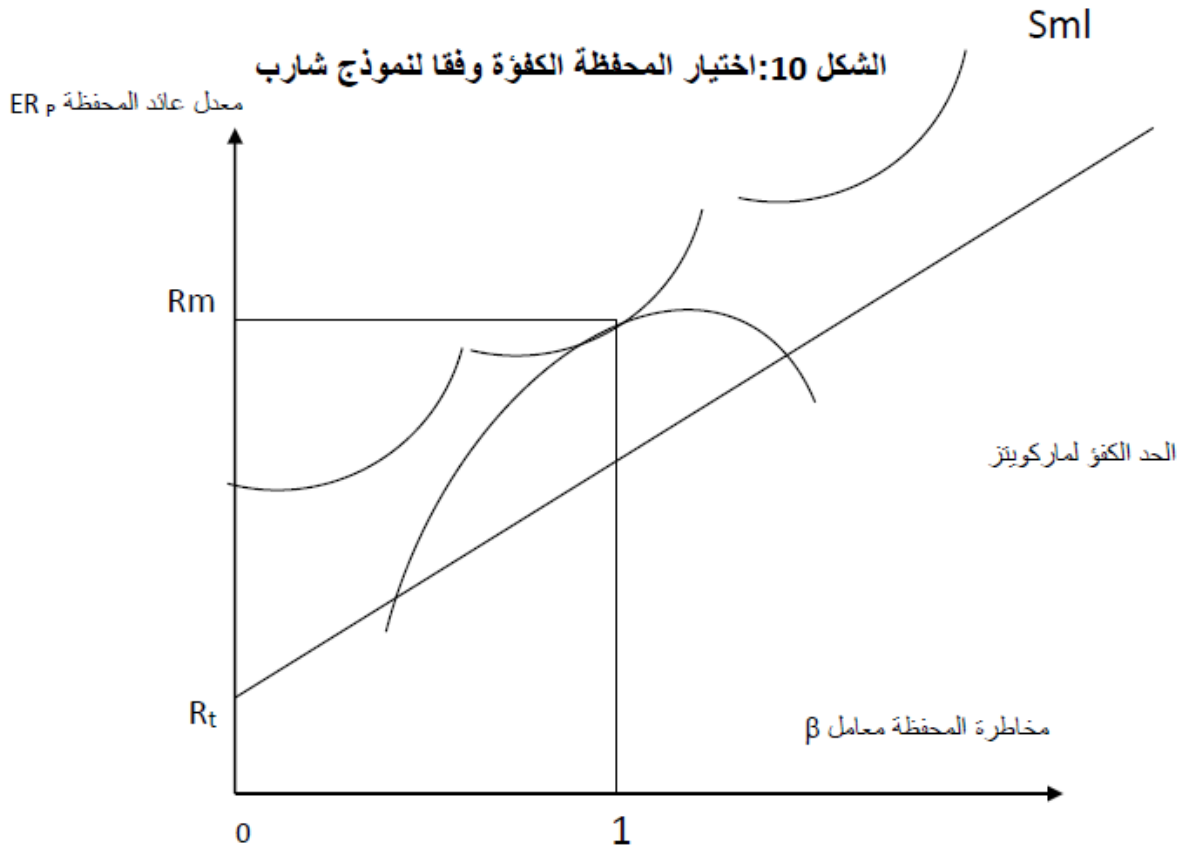
ومن بين نماذج اختيار المحفظة الكفوة سنكتفي بشرح نموذج شارب :

## 2-نموذج شارب لاختيار المحفظة الكفوة :

عملية اختيار المحفظة الكفوة بوجود الاستثمار الخالي من المخاطرة ، فان منحنى الحد الفعال سيصبح خطا مستقيما يمتد من  $R_f$  على المحور العمودي و يلامس أعلى نقطة في الحد الكفؤ لماركويتز. في حين أن شارب افترض أن محفظة السوق الخطرة منوعة بشكل كفؤ، ما يعني أن المخاطرة اللانظامية قد أُلغيت ، فالمستثمر سيواجه فقط المخاطر النظامية، و بالتالي فان المحور العمودي يمثل العائد المتوقع أما المحور الأفقي قد تغير ليمثل المخاطر النظامية و التي تتأثر بمعامل بيتا ، حيث أن مخاطرة أية ورقة مالية تعتمد على مقدار مساهمتها في مخاطرة محفظة السوق، و عليه فان السعر السوقي للمخاطرة أصبح مرجحا بدرجة ارتباط عوائد المحفظة الاستثمارية بمحفظة السوق وفقا للصيغة الموالية:

$$pR = R_f + (ERM - R_f)\beta$$

1 - صبيحة قاسم هاشم،مصطفى منير إسماعيل ،نفس المرجع السابق، ص 28.



المصدر : محمد علي إبراهيم العامري ، مرجع سبق ذكره ، ص 21

وعليه، فالمستثمر يستطيع التحرك على طول Sml و ذلك بالاستثمار بنسب مختلفة من رأس ماله في محفظة السوق و بالاستثمار خالي من المخاطرة ، ليقوم في النهاية باختيار محفظته الكفوءة من نقطة التماس أعلى منحنى سواء للمستثمر بالحد الكفوء أو خط Sml.

الفرع الثاني : نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية

**1- نموذج Treynor:** قدم ترينور في عام 1965 نموذج الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة

وغير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنوعاً جيداً وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة ، وعلى

هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا.<sup>1</sup>

$$\frac{R_p - R_F}{B_p} = TP$$

**2- نموذج شارب Model Sharpe:** قدم وليام شارب عام 1966 مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق

المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد ، ويقاس مقدار الفائض

في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية معينة.

مقياس شارب يقيس علاوة مخاطرة المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف المعياري كما أنه لم يفرق بين

المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل . ويتم استخدام نموذج

شارب في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من

أسهم فقط أو سندات فقط .

$$\text{sharpe} \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

**3- نموذج جنسن: Model Jonsen** قدم جنسن عام 1968 نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف

بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة

ومعدل العائد الخالي من الخطر وهو ما يعرف بالعائد الإضافي أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا

في علاوة الخطر المعبر عنها بالفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من الخطر.

إذا كان  $\alpha$  أكبر من 0 يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة وإذا كانت  $\alpha$  أصغر من 0 يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة

أما إذا كانت  $\alpha = 0$  أداء المحفظة مقبول ويوازي أداء السوق.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، سنة 2010 ص 225.

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

4- نموذج فاما: Model Fama: قدم فاما عام 1972 نمودجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين

الحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع والذي يوضح عالقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر.

ان استخدام نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيسين وهما: \_تقييم الانتقائية: هو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق وعائد المحفظة .

\_تقييم الخطر: يعتبر الجزء الثاني في علاقة فاما ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة المنوعة تنوعاً ساذجاً، ويمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسئول عن المحفظة من جهة أخرى وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

$$R_p = R_f + \left( \frac{R_M - R_F}{\sigma_M} \right) \left( \frac{cov(r_p, R_M)}{\sigma_M} \right)$$

#### نماذج قياس المحفظة المالية

المعادلة	السنة	اسم النموذج	صاحب النموذج
$\frac{R_p - R_f}{B_p} = TP$	1965	Trynor performance measure	ترينور
$\text{sharpe} \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$	1966	Sharpe	شارب
$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$	1968	Jensen performance measure	جنسن
$R_p = R_f + \left( \frac{R_M - R_F}{\sigma_M} \right) \left( \frac{cov(r_p, R_M)}{\sigma_M} \right)$	1972	The fama (1972)net selectivity Index	فاما

المصدر: هلال أحمد، قياس أداء المحفظة المالية المثلى في السوق المالي السعودي، مذكرة لنيل شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، تخصص: مالية و بنوك ، جامعة: الدكتور مولاي طاهر، سعيدة، السنة الجامعية 2021/2020، ص 83.

### المبحث الثالث : اسقاط الدراسة على السوق المالي السعودي.

تعتبر المحافظ الاستثمارية من الآليات المستحدثة في الأسواق المالية العربية في إطار الإصلاحات التي شهدتها معظم هذه الدول وذلك لتشجيع وتنمية أسواقها المالية وزيادة كفاءتها وفعاليتها من خلال جذب المزيد من المتعاملين والمستثمرين فيها من أصحاب المدخرات الصغيرة والكبيرة والذين لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم، بحيث يتم إدارة محافظهم الاستثمارية عن طريق وسطاء ماليين متخصصين تابعين لبيوت السمسرة أو مدراء المحافظ الاستثمارية .

### المطلب الأول: مميزات السوق المالي السعودي

#### 1- تعريف السوق المالي السعودي:<sup>1</sup> مرت عملية إنشاء السوق بعدة مراحل يمكن إجمالها فيما يلي:

\_\_تعود البدايات الأولى لظهور سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934 عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات ثم تلتها إنشاء شركات أخرى ليصبح عددها 14 شركة مساهمة

<sup>1</sup>عبو هدى، عبو ربيعة، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مجلة العلوم المالية والحاسبية، العدد 14، جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص123.

في سنة 1975 ، ومع تطور عدد الشركات أنشأت سوق غير رسمية للأسهم في أوائل الثمانينات. وتم إصدار المرسوم الملكي (رقم 1230 \_ 8) في سنة 1983 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية لتكون الانطلاقة الرسمية لسوق الأسهم السعودي في عام 1984 ، وتم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزراء المالية ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق وبعد ذلك أوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد السعودي.

\_ في عام 1990 تم تطبيق أول نظام الكتروني عرف بـ **ESIS**، وفي 2001 تم استبداله بنظام جديد عرف باسم " تداول Tadawul " وهو نظام آلي ومتكامل من حيث آليات التسوية والمقاصة

\_ . كما تأسست هيئة السوق المالي بموجب المرسوم الملكي م(رقم 30) بتاريخ 02\_06\_1424 هـ الموافق 31\_07\_2003 لتتولى الدور الرقابي والإشرافي على الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة، وتعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالي وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالي ، وتمثل المهام الأساسية لهيئة السوق المالية فيما يلي:

- تنظيم السوق المالي وتطويره، وتنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية و حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السلمية أو التي تنطوي على احتيال، تدليس، غش أو تلاعب.

- العمل على تحقيق العدالة والمصادقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛ تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية ، تنظيم وإصدار الأوامر المالية ومراقبة التعامل بها.

-تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛ تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

- هذا و قد أعلنت السوق المالية السعودية "تداول"، إطلاق سوق المشتقات المالية اعتباراً من 30 أغسطس 2020 على أن يبدأ تداول العقود المستقبلية للمؤشرات كأول منتج مشتقات مالية يتم تداوله في السوق السعودية.

-يمتاز سوق المشتقات المالية بالشفافية ومركزية سجل الأوامر، حيث يتم تداول عقود المشتقات بنفس الطريقة التي يتم فيها تداول أي من الأدوات المالية الأخرى، ولكن هناك خصائص لتداول العقود المستقبلية تتعلق بامتلاك العقود عن طريق استخدام الهامش المبدئي

### 2- خصائص التداول بالمشتقات المالية في السوق المالي السعودي<sup>1</sup>:

**التقلب:** تشهد بعض عقود المشتقات المالية أنشطة تداول يومية أوسع من غيرها، وبالتالي فهي عرضة أكثر لتقلبات السوق، و يعد هذا التقلب عاملاً مهماً في تحديد ما إذا كانت الفرصة ذات مخاطرة عالية و/أو مربحة.

**السيولة:** عند بدء التداول، يفضل اختيار منتجات عالية السيولة وتحمل قيمة تكفي لإدخال الأوامر والخروج منها بسلاسة دون تأثير كبير على السعر.

**حجم العقد:** يتعين اختيار عقد بحجم مناسب لحسابك وأسلوبك في التداول.

**تحديد المخاطر:** قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية، على المتداولين أن يكونوا على علم تام بالمخاطر والعوائد، لذا يجب الحرص على وضع أهداف وحدود للمخاطر التي يمكنك تحملها.

**التنوع** بدلا من المخاطرة بتداول رأس مالك بالكامل فوراً في مركز واحد، يفضل اتخاذ مراكز صغيرة تشمل تداولات وعقود متعددة، ومن الأفضل كذلك عدم المبالغة في التنوع.

وضع الحد الأعلى المسموح به لصافي عدد مراكز الشراء والبيع لكل الشهر مجتمعة 10 آلاف عقد، ويمكن للمتداولين الراغبين بتحوط أصولهم الأساسية امتلاك مراكز تتجاوز 10 آلاف عقد تخضع لموافقة السوق المالية عند تقديم المستندات ذات الصلة بامتلاك الأصول الأساسية.

<sup>1</sup> <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

ويمكن لجميع العملاء من المؤسسات والشركات والأفراد التداول في سوق المشتقات بإيداع مضاعف هامش مختلف على حسب فئة المتداول كما يلي:

**100 % للمؤسسات والمحافظ المدارة للأفراد:** جميع المؤسسات والشركات بالإضافة إلى المحافظ المدارة ومحافظ استثمارية لأفراد سعوديين يديرها شخص مرخص له (مدير محفظة) ويتصرف فيها بحسب تقديره وفقاً لاتفاقية الإدارة الموقعة بين الطرفين.

**133 % للأفراد (مستوى 1):** العملاء الأفراد المؤهلون هم أشخاص طبيعون يستوفون أياً من المعايير الآتية:

- قام بصفقات في أسواق الأوراق المالية لا يقل مجموع قيمتها عن 40 مليون ريال ولا تقل عن 10 صفقات في كل ربع سنة خلال 12 شهراً الماضية.

- أن يتجاوز متوسط حجم محفظة أوراقه المالية 5 ملايين ريال خلال 12 شهراً.
- أن يعمل أو سبق له العمل مدة ثلاث سنوات على الأقل في القطاع المالي.
- أن يكون حاصلًا على الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية المعتمدة من قبل هيئة السوق المالية.
- أن يكون حاصلًا على شهادة مهنية متخصصة في مجال أعمال الأوراق المالية معتمدة من جهة معترف بها دولياً.

**200% للأفراد (مستوى 2):** العملاء الذين لم يتم تصنيفهم ضمن أي من الفئات الأخرى المحددة أعلاه. ولبدء التداول في سوق المشتقات في السوق المالي السعودي، يجب فتح حساب تداول من خلال أحد أعضاء تداول المشتقات.

وتفتتح سوق المشتقات من خلال مزاد للعقود المستقبلية، ويكون المزاد بناءً على العروض والطلبات المدخلة خلال افتتاح المزاد، وحددت "تداول" حدود التذبذب اليومية في سوق المشتقات المالية بحد أعلى 20 % وحد أدنى 20 % من سعر تسوية اليوم السابق، وأدنى حركة سعرية هي 0.5 نقطة وتساوي 50 ريالاً.

ويتم التداول في سوق المشتقات المالية عن طريق تقديم البائع أو المشتري الأوامر مباشرة عبر عضو السوق الذي فتح

حساب التداول، أو إحدى القنوات التي يوفرها عضو السوق.

ويتم إدخال الأوامر إلى نظام إدارة الأوامر لدى عضو السوق، وتبعاً لحالة السوق ومتطلبات البائع أو المشتري يتم

تحويل الأوامر من نظام إدارة الأوامر لدى عضو السوق إلى نظام تداول.

ويعمل نظام "تداول" على مطابقة الأوامر حسب السعر، ومن ثم وقت الإدخال، والأوامر التي لم تنفذ تبقى في نظام

تداول إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها أو أن تسحب من السوق أو أن تنتهي صلاحيتها. ويتم تنفيذ الصفقات من

الأوامر التي تطابقت، ومن ثم نقلها آلياً إلى مركز مقاصة الأوراق المالية، وتنفيذ أوامر البيع والشراء المكونة للصفقة

ويشتمل ذلك على عقد أو مجموعة من العقود، وتحدث عندما يتم تحديد السعر من خلال أوامر البيع والشراء لعدد

محدد من العقود، وتتم تسوية جميع المعاملات في نفس اليوم نقداً وبالريال السعودي.

### 3- مؤشرات العقود المستقبلية في السوق المالي السعودي

**3-1- العقود المستقبلية لمؤشر (إم تي 30):** هي أولى الأدوات التي تم إطلاقها بسوق المشتقات المالية، وتشتق

قيمتها من مؤشر إم إس سي آي تداول 30، ويتم تسويتها عن طريق التسوية النقدية.

**3-2- العقود المستقبلية للأسهم المفردة<sup>1</sup>:** حرصاً على تزويد المستثمرين بفرص استثمارية جديدة وأدوات تحوط،

عزمت تداول السعودية على تطوير وإطلاق العقود المستقبلية للأسهم المفردة، وهي ثاني منتجات سوق المشتقات

المالية، وتشتق قيمتها من الأسهم المفردة.

<sup>1</sup> تاريخ الاطلاع: 2024/3/23 على الساعة 18 سا [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)

- وستتخذ العقود المستقبلية لمؤشر (إم تي 30) مؤشر إم إس سي آي تداول 30 "إم تي 30" أساساً لها، وحجم العقد الواحد سيكون 100 × سعر العقد، وهو عدد الوحدات الأساسية التي يتم شراؤها أو بيعها عند شراء أو بيع عقد واحد.

- وحددت تداول رموز أشهر وسنوات العقد بناءً على الممارسات الدولية، وكمثال عن ذلك<sup>1</sup> رمز العقد ( + SF30 )

( 1 + F

1 : تمثل سنة استحقاق العقد وهي 2021.

F : شهر استحقاق أو انتهاء العقد وهو يناير.

الجدول : 02 يوضح أشهر و سنوات العقد

رموز أشهر وسنوات العقد

رمز الشهر	الشهر
F	يناير
G	فبراير
H	مارس
J	أبريل
K	مايو
M	يونيو
N	يوليو
Q	أغسطس

<sup>1</sup> نفس المرجع

U	سبتمبر
V	أكتوبر
X	نوفمبر
Z	ديسمبر
رمز السنة	السنة
0	2020
1	2021
2	2022
3	2023
4	2024

المصدر: [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa) اطلع عليه يوم : 2024/03/23 على الساعة 19 سا

#### 4-تنوع القطاعات<sup>1</sup>:

يتم توزيع الشركات المدرجة على عشرون قطاعا وفق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) ، وهي كما يلي :

قطاع الطاقة: ويضم 6 شركة، قطاع المواد الأساسية: يضم 44 شركة، قطاع السلع الرأسمالية: يضم 12 شركة، قطاع الخدمات التجارية والمهنية: 4 شركات، قطاع النقل: 6 شركات، قطاع السلع طويلة الأجل: 6 شركات، أيضا قطاع تجزئة السلع الكمالية: 9 شركات، قطاع الخدمات الاستهلاكية: 13 شركة.

قطاع الإعلام والترفيه: 3 شركات، قطاع تجزئة الأغذية: 8 شركات، قطاع إنتاج الأغذية: 14 شركة، قطاع الرعاية الصحية: 9 شركات، الأدوية: شركة واحدة، قطاع البنوك: 12 بنك، قطاع الاستثمار والتمويل 6: شركات، التأمين:

. 4 مطلس ورده،قادري زينب، تكوين محفظة الاستثمار المثلى للأسهم العادية،.دراسة تحليلية للسوق السعودي للأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة ماستر، في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد نقدي و بنكي،معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ، ميلة، 2019/2018،ص54.

27 مؤسسة تامين، قطاع التطبيقات والخدمات التقنية: 5 شركات، قطاع الاتصالات 4: شركات، الصناديق

العقارية المتداولة: 17 صندوق عقاري وقطاع إدارة وتطوير العقارات: 12 شركة. وهذا حسب سنة 2022.

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في سوق رأس المال السعودي، وقد تم اختيار عينة دراسة مكونة من 3 شركات.

المطلب الثاني: أهم معطيات الشركات المدرجة بالسوق السعودي<sup>1</sup> (الاعمار، سابك و الراجحي)

### 1-صندوق الرياض للاعمار Riyad Emaar Fund

هو صندوق استثماري عام مفتوح يستثمر في الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية مدير الصندوق: شركة الرياض المالية

#### 1-1 من قواعده:

✓ لا يجوز الاستثمار في أسهم الشركات التي تزيد فيها نسبة المديونية الربوية عن 33% من متوسط القيمة السوقية للشركة. (قروض وتسهيلات مدفوعة بفائدة)

✓ لا يجوز الاستثمار في أسهم الشركات التي تزيد فيها نسبة الاستثمار الربوي) الودائع والسندات بفائدة مدفوعة (عن 33% من متوسط القيمة السوقية للشركة .

✓ لا يجوز الاستثمار في أسهم الشركات التي تزيد فيها نسبة الدخل المحرم) من مصادر غير متوافقة مع أحكام الشريعة) عن 5% من إجمالي دخل الشركة.

✓ يجوز للصندوق الاستثمار في عمليات المراجعة والصكوك والشهادات المالية وصناديق الاستثمار أو أي أدوات أخرى تتوافق مع الضوابط الشرعية. .

<sup>1</sup> [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa) : اطلع عليه يوم 2024/04/03 على الساعة: 21:15 سا :

- ✓ لا يجوز تأجير الأصول العقارية إلا الأنشطة ذات غرض مباح .
- ✓ .يجوز تعامل الصندوق بصير التمويل المتوافقة مع الضوابط الشرعية فقط .
- ✓ لا يجوز تداول الأسهم من خلال الأدوات الاستثمارية التالية، إلا بعد موافقة اللجنة الشرعية.
- ✓ الصور الجائزة من المشتقات المالية . الصور الجائزة من البيع على المكشوف . الصور الجائزة من إقراض الأسهم المملوكة للصندوق .

## 2- شركة سابك:

منذ تأسيس (سابك) في عام 1976م بموجب مرسوم ملكي، أظهرت قدرة استثنائية بإنجاز ما عجز عنه الآخرون وفي فترة زمنية قياسية.

تعد (سابك) من أكبر الشركات العالمية القيادية في مجال الصناعات البتر وكيمياوية، وهي شركة مساهمة عامة يقع مركزها الرئيس في مدينة الرياض عاصمة المملكة العربية السعودية، وتمتلك (أرامكو السعودية) حالياً 70% من أسهمها، والنسبة الباقية البالغة 30%، متداولة في سوق الأسهم السعودية. وكان نمو الشركة أشبه بالمعجزة، حيث تدير الآن عملياتها في أكثر من 50 بلداً، ويعمل بمواقعها حول العالم أكثر من (32) ألف من الموظفين المؤهوبين والمبدعين بلغت الأرباح الصافية المحققة عام 2022م 16.5 مليار ريال سعودي.

• بلغ إجمالي قيمة الأصول 313 مليار ريال سعودي مع نهاية العام 2022م

• بلغ إجمالي الطاقة الإنتاجية (228.7) مليون طن متري عام 2022م

## 1-2- استراتيجيات الهندسة المالية المعتمدة في سابك

أ-تنويع محافظ الأصول: تعتمد سابق على تنويع محفظة أصولها لتقليل مخاطر الاعتماد على دخل واحد، على سبيل المثال، تستثمر في مجموعة متنوعة من الصناعات مثل البيتروكيماويات، و الصناعات الثانوية و التقنيات الحديثة مثل الذكاء الاصطناعي و التنوع الرقمي.

ب-الاستثمارات في التقنيات المتقدمة: تعتمد سابق على التحديث التكنولوجي و الاستثمار في التقنيات المتقدمة لتعزيز كفاءة الإنتاج و تقليل التكاليف، مثل: تطبيق تقنيات الذكاء الاصطناعي في عمليات التصنيع لتحسين الإنتاجية و تقليل الفاقد.

ج-تعزيز التواجد العالمي: تسعى سابق لتعزيز تواجدها العالمي من خلال التوسع في الأسواق الجديدة و تطوير شراكات استراتيجية مع شركات محلية و عالمية.

د- تحسين كفاءة التشغيل و تقليل التكاليف: تعمل سابق على تحسين كفاءة عملياتها و تقليل التكاليف من خلال مراجعة العمليات الداخلية و تحسين الإنتاجية و التحكم في التكاليف.

## 2-2 المؤشرات المالية لشركة سابق اسنة 2023

الجدول 03 : مؤشرات المالية لشركة سابق لسنة 2023.

البيان	القيمة
القيمة السوقية (مليون ريال)	247,500.00
عدد الأسهم (مليون)	3,000.00
ربح السهم ( ريال) (آخر 12 شهر)	(1.06)
القيمة الدفترية ( ريال) (آخر فترة معلنة)	55.65
القيمة الاسمية ( ريال)	10.00
مكرر الأرباح التشغيلي (آخر 12)	أكبر من 50
مضاعف القيمة الدفترية	1.48
عائد التوزيع النقدي (%) (آخر سنه)	4.12

العائد على متوسط الأصول (%) (آخر 12 شهر)	(1.05)
العائد على متوسط حقوق المساهمين (%) (آخر 12 شهر)	(1.80)
قيمة المنشأة (مليون)	261,067.26

المصدر: [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa) اطلع عليه يوم: 2024/04/05 على 19 سا.

## 2-3- كيفية احتساب الأرباح والخسائر اليومية؟

مثال للتداول سجل الأوامر يفتح المتداول مركزه بشراء عقد شركة ب (أكتوبر 2)

99	100.5	101	102	
				بعار العقود مستقبلية سهم المفردة
				المشتري
اليوم 4	اليوم 3	اليوم 2	اليوم 1	
نهاية اليوم (اليوم الرابع)	نهاية اليوم (اليوم الثالث)	نهاية اليوم (اليوم الثاني)	فتح المركز (اليوم الأول)	
$(99 - 102) \times 100 = -300$	$(100.5 - 102) \times 100 = -150$	$(101 - 102) \times 100 = -100$	0	أرباح وخسائر غير محققة
1,700	1,850	1,900	2,000	رصيد الحساب
				البائع
$(102 - 99) \times 100 = 300$	$(102 - 100.5) \times 100 = 150$	$(102 - 101) \times 100 = 100$	0	أرباح وخسائر غير محققة
2,300	2,150	2,100	2,000	رصيد الحساب

المصدر: نفس المرجع.

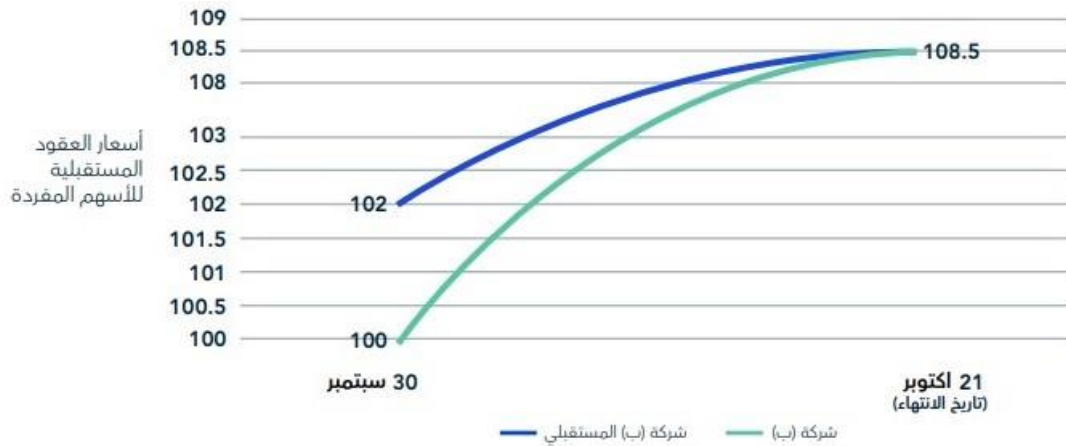
يتم احتساب الأرباح والخسائر بناء على المعادلة التالية:

(السعر عند إغلاق المركز - السعر عند فتح المركز X) المضاعف. يمكن للمشتري والبائع إغلاق مركزيهما بشكل منفصل عن طريق اتخاذ مركز معاكس في أي وقت منذ لحظة عقد الصفقة وحتى تاريخ انتهاء العقد. يمكن للمتداول إيجاد فرص ربحية عن طريق تداول عقود المشتقات في حركتي الأسعار المرتفعة والمنخفضة، على سبيل المثال في حال حصول حركة سعرية مرتفعة - : قد يحقق المشتري في المثال أعلاه أرباحه في اليوم الثالث ببيع عقده إلى مشتر آخر بسعر 103,5 لتحقيق ربح قدره 150 ريال سعودي (سيحصل على هذا الربح بالإضافة إلى الهامش المودع البالغ قدره ألفين ريال سعودي -). في هذه الحالة، يخسر البائع الأول (الذي باع في اليوم الأول) وسيحصل على استدعاء هامش بقيمة 150 ريال سعودي. في المقابل، وفي حال انخفاض السعر في السوق، يمكن للبائع (في سوق المشتقات

المالية) أن يحقق ربح فيما لو انخفض السعر من 102 ريال سعودي في يومه الأول إلى 99 ريال سعودي في يومه الرابع، وهذا يحقق البائع ربح بمقدار 300 ريال سعودي (3ريال سعودي \* 100).

## 2-4 كيفية تحقيق الأرباح والخسائر؟

توجد طريقتان: 1-إغلاق المراكز المفتوحة بالسوق قبل تاريخ انتهاء العقد: يمكن للمشتري والبائع إغلاق مركزيهما بشكل منفصل عن طريق اتخاذ مركز معاكس في أي وقت منذ لحظة عقد الصفقة وحتى تاريخ انتهاء العقد. مثال، إذا فتح المشتري مركز شراء(Long) ، فإن بإمكانه إغلاق المركز عن طريق بيع العقد، وإذا فتح البائع مركز بيع (Short)فإن بإمكانه إغلاق المركز عن طريق شراء العقد 2. الاحتفاظ بالمراكز حتى انتهاء تاريخ العقد :تنتهي صلاحية العقد المستقبلي لشركة (ب) أكتوبر 22، الموافق ليوم الخميس الثالث من شهر أكتوبر (22 أكتوبر)، حيث يتقارب سعر العقود المستقبلية مع سعر الأصل الأساسي، ويتم احتساب سعر التسوية النهائي بناء على منهجية محددة في مواصفات العقود.



المصدر: [www.argaam.com](http://www.argaam.com) اطلع عليه يوم 2023/05/03 على 15 سا

تم تسوية جميع المراكز المفتوحة تلقائياً بناء على سعر التسوية النهائية في تاريخ انتهاء العقد.

- يتم استخدام منتجات المشتقات المالية بشكل رئيسي كأدوات للتداول والتحوط، وهي ليست منتجات استثمارية.

- المشتقات المالية ليست منتجات مطروحة للاكتتاب العام.
- البيع على المكشوف مسموح به في سوق المشتقات المالية عن طريق فتح مركز بيع، ولا يتطلب امتلاك العقد قبل بيعه، حيث أن المطلوب هو إيداع الهامش المبدئي فقط. يتم إغلاق المركز (بالبيع أو الشراء) عن طريق دخول مركز معاكس .
- تتيح المشتقات المالية ميزة الرافعة المالية حيث تعتمد على نوع العميل؛ فبعد إيداع هامش مبدئي، يمكن التداول بأضعاف حجم الوديعة وفقاً لمضاعف الهامش.)
- يفضل الاطلاع على مواصفات عقد المنتج قبل البدء بالتداول

### 3-صندوق الراجحي

هو صندوق استثماري غير محدد المدة أنشئ بموجب اتفاق بين شركة الراجحي المالية والمستثمرين مالكي الوحدة، تتم تأسيسه في 10 يونيو 1998 ويقوم بالاستثمار بشكل رئيسي في أسواق الأسهم السعودية و جميع الأوراق المالية المتوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية، مع إمكانية الاستثمار في أي من الأسواق المالية العربية حسب عملة الدولة المستثمر بها وبحد أقصى 10% من صافي قيمة أصول الصندوق، كما يمكن للصندوق الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من قبل مدير الصندوق أو تابعيه أو الصناديق المدارة من قبل مدير الصندوق أو تابعيه ، قام الصندوق بتعيين شركة البلاد للاستثمار للعمل كأمين حفظ (التقرير السنوي لصندوق الراجحي لأسهم السعودية، 2020).

#### الجدول 04: يمثل صندوق الراجحي .

نوع الاستثمار	الحد الأدنى	الحد الأعلى
الاسهم و الطروحات الاولية و حقوق الاولية	50%	100%
النقد و ادوات صناديق اسواق النقد	0%	50%

30%	0%	صناديق الاستثمار المطروحة طرحا عاما ذات الاهداف و الاستراتيجيات المماثلة و تشمل الصناديق المتداولة
15%	0%	الاوراق المالية المطروحة طرحا عاما/ المتداولة و تشمل الصناديق العقارية المتداولة

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2020 لصندوق الراجحي للأسهم السعودية , متاح على:

[https://www.alrajhi\\_capital.com](https://www.alrajhi_capital.com) تاريخ التحميل: 2021/10/18, ص1.

كما يمكن لمدير الصندوق أن يحتفظ بنسب أعلى من 50% من أصول الصندوق على شكل نقد أو في أدوات و صناديق النقد في ظل الظروف الاستثنائية, ولا يتم توزيع الأرباح بل تضاف إلى أصول الصندوق بحيث يعاد استثمار الداخل وأرباح الأسهم لزيادة قيمة الوحدة.

وتتشكل محفظة الاستثمارات لصندوق الراجحي من مجموعة من القطاعات الموضحة من خلال الجدول التالي :

### 3-1- مكونات محفظة الاستثمارات إلى غاية 2020/12/31.

الجدول 05: يمثل مكونات محفظة الاستثمارات إلى غاية: 2020/12/31.

الارباح/الخسائر غير المحققة	القيمة السوقية (ريال سعودي)	التكلفة (ريال سعودي)	النسبة المئوية للقيمة السوقية	الاستثمارات حسب القطاعات
15,373,801,00	106,141,803,00	90,786,002,00	34,54%	المواد الأساسية
11,142,449,00	74,692,408,00	63,549,909,00	24,31	التمويل
3,748,358,00	16,821,475,00	13,073,117,00	5,47%	السلع الاستهلاكية الكمالية
802.921,00	4.072.095,00	3.269.174,00	1,32%	السلع الاستهلاكية الاساسية
437.873,00	20.434.051,00	19.996.178,00	6,65%	الطاقة
2.866.235,00	32.420.010,00	29.553.775,00	10,57%	الاتصالات
1.112.001,00	16.829.687,00	15.717.686,00	5,48%	الصناعة
5.515.084,00	10.188.884,00	4.673.800,00	3,32%	الرعاية الصحية

(24.806)	6.945.806,00	6.970.612,00	2,25%	العقارات
2.020.615,00	11.416.204,00	9.395.589,00	3,72%	الخدمات
868.043,00	7.331.498,00	6.463.455,00	2,39%	معلومات التكنولوجيا
<b>43.862.574,00</b>	<b>307,293,92,00</b>	<b>263,431,347,00</b>	<b>100%</b>	الإجمالي

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2020 لصندوق الراجحي للأسهم السعودية المتاح على:

[https://www.alrajhi\\_capital.com](https://www.alrajhi_capital.com) 2024/03/27, ص 13.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن محفظة استثمارات الصندوق تشكيلة متنوعة ومتكاملة من المنتجات تمثل في 11 قطاع تنوعت بين الصناعة, العقارات والخدمات, الطاقة والاتصالات وغيرها حيث تستحوذ الاستثمار في المواد الأساسية والتمويل بنسبة **58,85%** من إجمالي مكونات محفظة الاستثمارات وحققت محفظة الاستثمارات أرباح مقدرة بـ **43,862,574,00** ريال سعودي مدفوعة من جميع القطاعات المستثمرة ماعدا قطاع العقارات الذي حقق خسائر مقدرة بـ **24,806,00** ريال سعودي هذا راجع للركود الاقتصادي في قطاع العقارات بسبب جائحة كورونا

المطلب الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى –دراسة حالة.

بناء على دراسة حالة من أطروحة دكتوراه التي أعدها بوشامي عبد القادر، تحت عنوان: تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق المالي السعودي 2014-2018 في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، شعبة علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، جامعة حمة لحضر، الوادي. السنة الجامعية 2021/2022.

يمكن أن نخلص إلى آليات بناء محفظة استثمارية مثلى تحتكم لقواعد الهندسة المالية .

تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق المالي السعودي

الجدول 06 : تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى للسوق المالي السعودي.

رقم	اسم الشركة	أفضل الشركات المختارة	العائد المتوقع	الانحراف المعياري
01	بنك الإنماء	البنوك	0,24	0,15
02	بنك الأهلي	البنوك	0,042	0,045
03	ساكو	التجارة	0,02	0,16
04	أسواق العثيم	التجارة	0,18	0,49
05	جزيرة تكافل	التأمين	0,46	0,35
06	أكسا التعاونية	التأمين	0,35	0,10
07	مجموعة السريع	الصناعة	0,24	0,52
08	تكوين	الصناعة	0,16	1,34
09	زجاج	الصناعة	0,14	1,06

بعد تحليل الحساسية للقطاعات المدرجة و من الجدول أعلاه يتضح ما يلي:

### 1-قطاع التجارة

- نجد أن على المستثمر أن يقوم بتوظيف أمواله بالتساوي أي 50% كل من السهمين حتى يستطيع أن يحقق عائد ممكن مقدّر ب 10% من تلك الأسهم أي نفس العائد المرغوب نلاحظ أن المحفظة تحقق تباين مقداره 0,063% وهذا يعني أن انحراف معياري ب 0,25 بمعنى أن نسبة مخاطرة المحفظة تساوي 25% وهي منخفضة مقارنة بمتوسط المخاطر الكلية لقطاع التجارة محل الدراسة انخفضت من 33% إلى 25% مما أدى إلى نفس العوائد الكلية الفردية لقطاع التجارة محل الدراسة من 10% .

### 2- قطاع التأمين:

نفس العائد المرغوب وهذا بانخفاض مخاطرة المحفظة ب 2,56% أي انحراف معياري ب 16 بمعنى أن نسبة مخاطر المحفظة تساوي 16% وهي منخفضة مقارنة بمتوسط المخاطر الكلية مقدر ب 22,33% لقطاع التأمين محل الدراسة انخفضت من 22,33% إلى 16% مما أدى إلى نفس العوائد الكلية الفردية لقطاع التأمين محل الدراسة .

-دائما من الجدول : نجد أن على المستثمر أن يقوم بتوظيف أمواله ب 50% في سهم أكسا التعاونية و نسبة 50 في جزيرة تكافل حتى يستطيع أن يحقق عائد ممكن قدره 0,4 من تلك الأسهم.

### 3- قطاع الصناعة:

-على المستثمر أن يقوم بتوظيف أمواله بنسبة 71,32% في سهم مجموعة السريع بنسبة 18,12% في سهم الزجاج وبنسبة أقل بنسبة 10,55 في سهم تكوين حتى يستطيع أن يحقق عائد ممكن مقدر ب 0,2134 من تلك الأسهم أي يزيد عن العائد المرغوب ب 0,0334 وهذا بانخفاض في مخاطرة المحفظة ب 37,80% بمعنى أن نسبة مخاطرة المحفظة تساوي 61,48% وهي منخفضة مقارنة بمتوسط المخاطر الكلية مقدر ب 97,33% لقطاع الصناعة محل الدراسة بحيث انخفضت من 97,33% إلى 61,48% وهو المطلوب.

### 4-القطاع البنكي:

-المستثمر يقوم بتوظيف أمواله بالتساوي أي 50% لكل من المصرفين مصرف الإنماء والأهلي حتى يستطيع أن يحقق عائد ممكن بمقدار 14% من تلك المصارف أي نفس العائد المرغوب نلاحظ أن المحفظة تحقق تباين قدره 0,0065 وهذا يعني أن الانحراف المعياري يقدر ب 0,08 بمعنى أن نسبة مخاطرة المحفظة تساوي 8% وهي منخفضة مقارنة بمتوسط المخاطر الكلية الفردية للبنوك محل الدراسة انخفضت من 10% إلى 8% .

الأوزان	الانحراف المعياري	التباين	العائد	
50,19%	16%	2,56%	40%	قطاع التأمين

0,00%	25%	6,32%	10%	قطاع التجارة
0,00%	61,4%	37,7%	3%,21	قطاع الصناعة
49,81%	8%	0,64%	14,1%	قطاع البنوك
100%				

<b>27,10%</b>	عائد المحفظة الإجمالي
<b>0,64%</b>	تباين المحفظة (المخاطر)
<b>8%</b>	الانحراف المعياري
<b>2%</b>	المعدل الخالي من المخاطر (Rf)
<b>2,91%</b>	مؤشر شارب (sharp)

	Insurance	Bank	Weighed	Portfolio
Mean	00%,40	14,10%	50,19%	<b>27,05%</b>
Variance	2,56%	0,64%	49,81%	<b>0,80%</b>
Standard deviation	16%	8,00%		<b>8,96%</b>
Covariance	0,0054			
Cerrelation	0,51			

رسم منحني الحدود الكفوة.

Asi	Ban	Expected Return	Variance	Standard Déviation	Sharpe Index
<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>14.10%</b>	<b>0.64%</b>	<b>8.00%</b>	<b>1.51</b>
<b>20%</b>	<b>80%</b>	<b>19.28%</b>	<b>0.51%</b>	<b>7.17%</b>	<b>2.41</b>
<b>30%</b>	<b>70%</b>	<b>21.87%</b>	<b>0.55%</b>	<b>7.40%</b>	<b>2.68</b>
<b>40%</b>	<b>60%</b>	<b>24.46%</b>	<b>0.64%</b>	<b>8.02%</b>	<b>2.80</b>
<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>27.05%</b>	<b>0.80%</b>	<b>8.96%</b>	<b>2.79</b>
<b>60%</b>	<b>40%</b>	<b>29.64%</b>	<b>1.03%</b>	<b>10.14%</b>	<b>2.72</b>
<b>70%</b>	<b>30%</b>	<b>32.23%</b>	<b>1.31%</b>	<b>11.47%</b>	<b>2.63</b>
<b>80%</b>	<b>20%</b>	<b>34.82%</b>	<b>1.67%</b>	<b>12.91%</b>	<b>2.54</b>

90%	10%	37.41%	2.08%	14.43%	2.45
100%	0%	40.00	2.56%	16.00%	2.37

بعد تحليل نتائج الحساسية للمحفظة المثلى:

تحدد المحفظة المثلى وفقا لنظرية المحفظة بنقطة تماس منحني السواء مع حدود المجموعة الممكنة من توليفات الاستثمار ولا يمكن أن يحدث هذا التماس إلا في نقطة واحدة مما يعني أنه لا يوجد سوى محفظة واحدة مثلى لكل مستثمر حيث يوجد شرطان أساسيان للمفاضلة بين المجموعة الممكنة من الاستثمارات يعكس توافرها مجموعة المحافظ الفعالة حيث تتسيد هذه المجموعة جميع الفرص الاستثمارية الأخرى , ويتمثل الشرطان في الآتي:

-اختيار التوليفة التي تحقق أقصى عائد متوقع في ظل مستوى معين من المخاطرة .

-اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل في ظل مستوي معين من العائد .

يطلق على هذين الشرطين ما يعرف بمبدأ السيادة والسيطرة بمعنى إمكانية استعمال العائد و المخاطرة للاستثمارات كأساس للمفاضلة بين الاستثمارات المختلفة فإذا تساوى العائد المتوقع فإن أفضلهما الذي يتعرض لمخاطرة أقل , وإذا تساوى حجم المخاطرة فإن أفضلهما البديل الذي يتولد عنه أقصى عائد .

فمهما يكن عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية فإن هناك مستوى معين من الخطر وهو أدنى قيمة التي لا يمكن النزول على ما دونها و المقدرة ب 7.17%

أكبر عائد متوقع عند مستوي معين من المخاطر حسب المحسن SOLVER

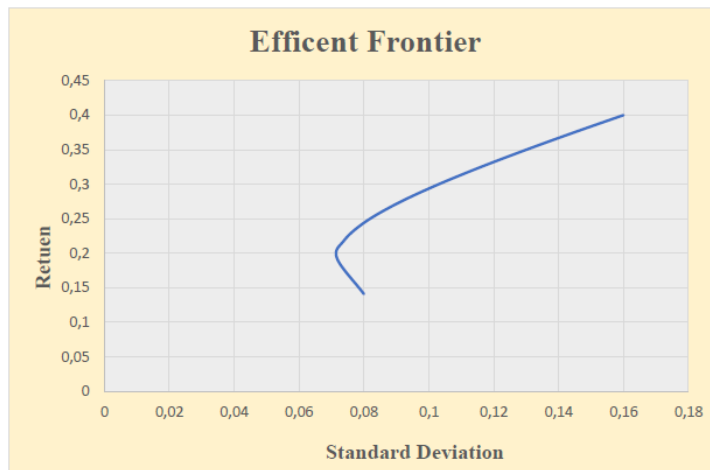
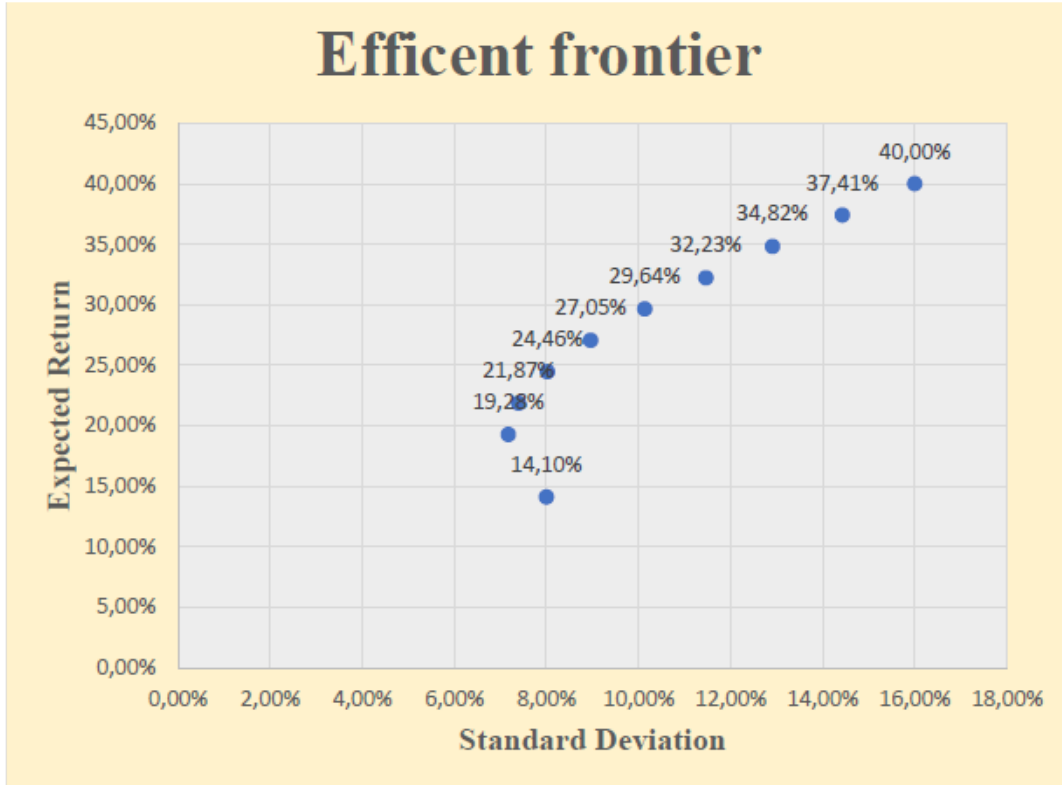
العائد المتوقع = 27,10% المخاطر = 8%

أدنى مستوي معين من المخاطرة عند مستوى معين من العائد المتوقع :

العائد المتوقع = 19,28%

المخاطر = 7,17%

حدود ماركويتز الفعالة



يتم تقييم الانحراف المعياري للمحفظة من خلال المعادلة التالية:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum w_i^2 \cdot \sigma_i^2 + \sum \sum w_i \cdot w_j \cdot Cov_{ij}}$$

و استخدام "البرمجة الربيعية" في Excel للعثور على أوزان بحيث يتم تقليل الانحراف المعياري للمحفظة، بعد ذلك يتم رسم هذه المحافظ مع العائد على المحور الصادي و المخاطرة أو الانحراف المعياري على المحور السيني، يطلق على المنحنى الناتج اسم " حدود ماركويتز الفعالة"، بمعنى أن أي محفظة تحت هذا المنحنى أو أعلاه لن توفر بديلا أفضل للمخاطر و العائد الواقعة على الحدود الفعالة.

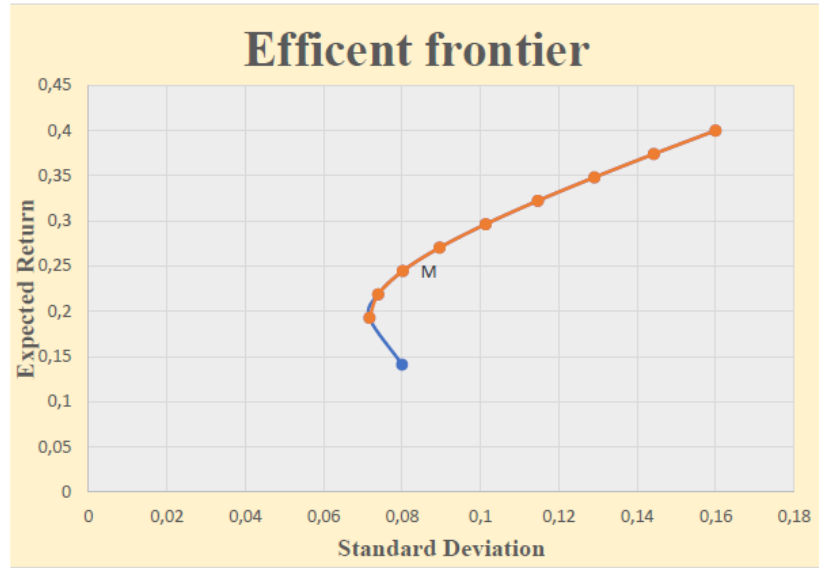
تسمى المحفظة بكفاءة اذا كانت بالنسبة لعائد متوقع معين، لا توجد محفظة أخرى بها مخاطر أقل و العكس صحيح بالنسبة لمستوى معين من المخاطر، ولا توجد محفظة أخرى لديها عائد متوقع أعلى يطلق على المنحنى الذي يربط بين المحفظة الفعالة A و B كما هو موضح في الشكل أدناه الحدود الفعالة، اختيار المحفظة المثلى سواء لزيادة العائد أو لتقليل المخاطر، يعتمد على درجة قبول المستثمر للمخاطر، يختار المستثمرون الأكثر تحفظا محافظهم الاستثمارية المثلى من بين المحافظ ذات الكفاءة.

تحل الحدود الفعالة مسألة كيفية تحديد أفضل مستوى من التنوع، يمكن تطبيق مفهوم الحدود الفعالة بعدة طرق في جوهرها، الحد الفعال هو منحنى على رسم بياني يمثل العلاقة بين العائد و المخاطر لمجموعة من المحافظ، لكي تكون المحفظة على الحدود الكفوءة، يجب أن تعظم المحفظة العائد الى مستوى معين من المخاطر.

ابتكر ماركويتز(1959) ما أسماه الحدود الفعالة، رسم بياني للمقايضة مع العائد المتوفر على أحد المحاور و المخاطرة على المحور الآخر، انه منحنى يمثل جميع المحافظ التي تزيد من العائد المتوقع لمستوى معين من المخاطر. الحد الفعال هو ببساطة خط مرسوم من أسفل اليسار إلى أعلى اليمين حيث تمثل كل نقطة على هذا الخط تقاطعا بين المكافأة المحتملة و مستوى المخاطرة المقابل لها، المحفظة الأكثر كفاءة هي تلك التي تعطي أعلى عائد لمستوى معين من المخاطرة.

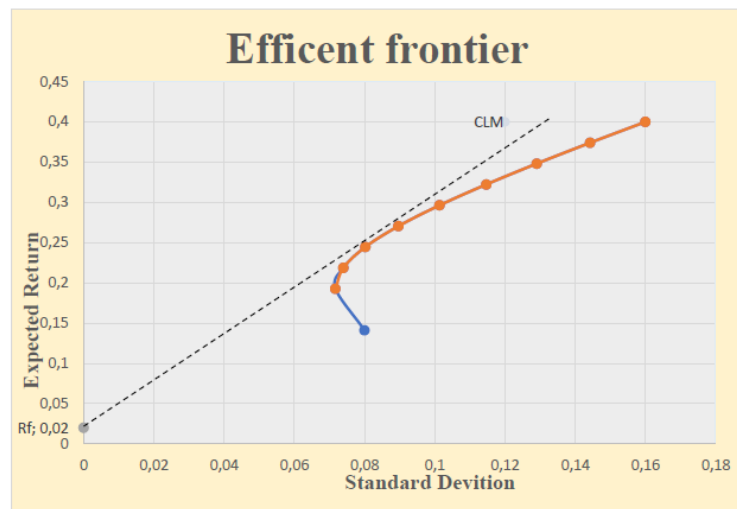
كما هو موضح في الشكل أعلاه، لا توجد محافظ فوق الحد الفعال، و جميع المحافظ التي تقع أدناه أدنى من تلك الموجودة على الحد الأدنى، تمثل كل نقطة تقع على الحدود محفظة فعالة مختلفة، عند الانتقال من أسفل اليسار إلى أعلى اليمين، تزداد المخاطر بالإضافة إلى العائد .

إنشاء محفظة السوق:



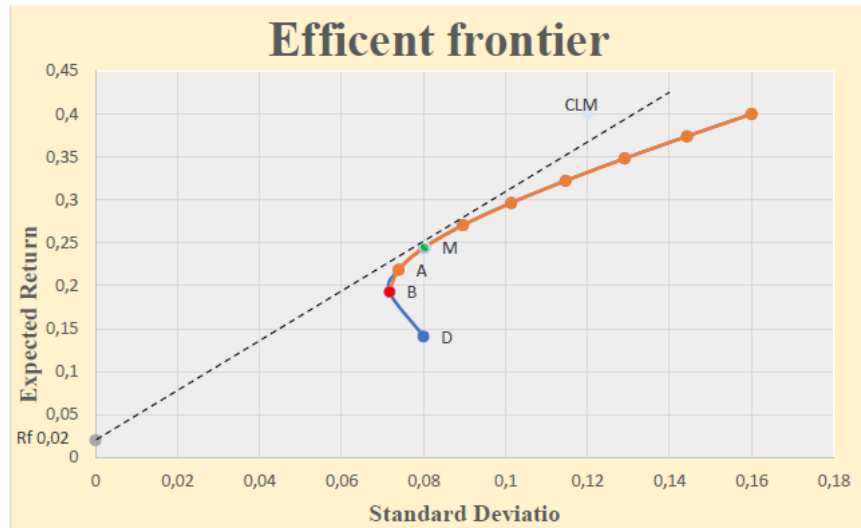
محفظة السوق هي المحفظة التي تزيد من حجمها الى الحد الأقصى، أي المحفظة ذات النسبة المثلى (الربحية الأعلى)/ نسبة المخاطرة هي المحفظة الأكثر تمثيلا من السوق لأنه يحتوي على جميع الأصول نسبة الى وزن الحصة في السوق كما يتم تعريف محفظة السوق على أنها ذات الأصول الخطرة التي توفر أعلى عائد متوقع مع أدنى مخاطرة ممكنة وكذا نسبة شارب قصوى.

إنشاء خط سوق رأس المال



ووفقا لنظرية سوق رأس المال، يمكن للمستثمرين الذين يخصصون رأس مالههم بين الأوراق المالية الخالية من المخاطر و المحفظة الخطرة (M) أن يتوقعوا عائدا مساويا للمعدل الخالي من المخاطر بالإضافة الى التعويض عن عدد وحدات المخاطر التي يقبلونها.

تحديد البيانات على منحنى حدود الكفاءة



تقع المحفظة المثلى عند نقطة التماس التي يتم انشاؤها، بين الخط الذي ينضم الى نقطة مخاطر الربحية المرتبطة بالأصول الخالية من المخاطر و الحدود الفعالة لماركويترز.

من خلال دمج الأصول الخالية من المخاطر في بناء الحدود الجديدة الفعالة، سيتمكن المستثمر من الحصول على محفظة ذات مخاطر أقل و ربحية أقل مقارنة بمحفظة السوق .

يتضح من خلال هذا الشكل أن تمثيل المحفظة المكونة من أصل خالي من المخاطرة و محفظة السوق المثلى يتم برسم خط يبدأ من عائد أصل خالي من المخاطرة، و الممثل على المحور العمودي و يمتد ليلاصق من أعلى نقطة على الحد الكفاء، و الذي يمثل المحفظة المثلى و يستمر بعد ذلك بالامتداد و يسمى خط سوق رأس المال CML .



هناك محفظة واحدة فقط يمكن اعتبارها مثالية، وهي المحفظة الموجودة على ظل ترخيص CML والحدود الفعالة، و العائد المقدر 24.46% و الانحراف المعياري 8.02" نسبة شارب 2.8، و هي تقيس أداء المحفظة المعدل حسب المخاطرة، لا توجد غيرها.

تكون المحفظة فعالة إذا كانت تزيد العائد المتوقع لمستوى معين من المخاطر، والحدود الفعالة هي مجموعة المحافظ الفعالة، إذ يمكن الإقراض و الاقتراض بسعر فائدة خال من المخاطر، و التي تزيد من نسبة شارب Sharpe و تكون مستقلة عن تفضيلات المستثمرين، سيختار الأخير أحد أزواج المخاطرة و العوائد الموجودة على اليمين.

خلاصة الفصل :

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تحوي ضمن أصولها و أدواتها الاستثمارية تشكيلة تتميز بالتنوع و التميز، و من أهم الإستراتيجيات المستخدمة في هذا الإطار إستراتيجية التنوع المحلي بين مؤشرات تسوق مالي واحد ، أو استراتيجية التنوع الدولي بين أسواق مالية متواجدة في دول مختلفة.

إذ يعتبر أفضل استثمار مقترح هو ذلك الإستثمار الذي يكون معامل الارتباط بين العوائد المتوقعة ارتباط سالب، و هذا باستخدام الأدوات الإحصائية كالتباين و معامل الارتباط، و كذا استخدام البرمجة التربيعية في تدنية المخاطرة عند أعلى عائد ممكن، مقابل نسبة شارب مرتفعة.

# خاتمة عامة

يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية لأن هدف أي مستثمر هو تكوين محفظة استثمارية كفؤة، بالشكل الذي يقلل من المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر فيما لو كان الاستثمار موجهاً إلى ورقة مالية معينة. و لكي يتمكن المستثمر من تكوينها فهذا يتطلب إمكانيات و خبرة في هذا المجال و دراسات علمية من اجل تكوينها. و كذلك تحديد المخاطر المتوقعة التي يتعرض لها المستثمر و ما هي المتغيرات و الظروف التي تواجهه عند تكوين هذه المحفظة، و ما هي الإجراءات التي يتخذها عند اختيار استثمار معين. و قد تم التوصل من خلال بحثنا هذا إلى جملة من النتائج و هي أن بناء و تكوين أي محفظة استثمارية يمثل مجموعة من القواعد و المبادئ و المحددات. تتلخص أهداف المحفظة الاستثمارية في تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطرة ، زيادة حجم استثمارات المحفظة، استمرار تدفق الدخل، و التنوع . حيث تلعب الهندسة المالية دوراً استراتيجياً في كل مرحلة من مراحل تكوينها انطلاقاً من النتائج التي تم التوصل إليها.

#### نتائج الدراسة:

- ✓ تلتزم الهندسة المالية الإسلامية بضابط الشرع في تطوير المنتجات المالية على عكس الهندسة المالية التقليدية التي تطلق العنان لعمليات الابتكار المالي و الاستفادة من جل الظروف المحيطة، في حين العكس نجده بالنسبة للهندسة المالية التقليدية في توظيفها لباقي المنتجات المالية و المشتقات.
- ✓ تحقق صناديق الاستثمار العديد من المزايا بالنسبة للقطاع المصرفي تساهم في تحقيق أرباح عن طريق تدوير محافظ الأوراق المالية بالبنوك بيعة و شراء، و توظيف فائض السيولة لدى البنوك في صناديق الاستثمار.
- ✓ تمثل حساسيات بناء المحفظة المالية للتداول في السوق السعودي العنصر الأساسي المميز لكفاءة و فعالية هذه الأخيرة في الحفاظ على تداول سليم دون مخاطر.

✓ يعتبر تنويع بناء المحفظة الاستثمارية من خلال أوراق مالية مختلفة من أهم مميزات الحفاظ على توازن هذه الأخيرة مما يؤدي إلى إمكانية التحكم في المخاطر وإدارتها و بالتالي يكون وقعها على المستثمر أقل تأثيراً وعلى السوق كذلك

✓ تساهم الهندسة المالية بأدواتها التقليدية و الإسلامية في إحداث التوازن المثالي من خلال بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تعود بالفائدة على المستثمر و السوق على حد سواء.

✓ يتعرض السوق المالي السعودي إلى العديد من المخاطر المالية أهمها مخاطر الائتمان، وذلك نتيجة لعمليات التوسع والتسهيلات الواسعة التي ترافق أنشطته المختلفة.

إضافة إلى ما سبق ذكره توصلنا إلى نتائج تطبيقية خلصت بها الدراسة المعتمدة في البحث يمكن ذكرها على النحو التالي:

✓ يتعرض السوق المالي السعودي إلى العديد من المخاطر المالية أهمها مخاطر الائتمان، وذلك نتيجة لعمليات التوسع والتسهيلات الواسعة التي ترافق أنشطته المختلفة من فروع الدولية الواسعة، لمختلف عملائه وزبائنه.

#### التوصيات:

- يجب على المستثمر أن يوازن بين أدواته الاستثمارية المختارة من حيث العائد والمخاطرة وفق أسس سليمة وبموجب قواعد صحيحة.
- لحصول المستثمرين على نتائج إيجابية وعند إجراء مقارنة بين محفظتين أو أكثر من الأفضل النظر إلى كل من العائد والمخاطرة لتلك المحافظ بدلا التركيز على جانب واحد.

- ضرورة اعتماد المستثمرين المتعاملين في سوق السعودية للأوراق المالية على النموذج الأوسع استخداماً "في تبسيط بناء المحفظة المثلى لماركويترز إلا وهو نموذج المؤشر الواحد واتباع أفضل الأساليب في تقدير وتعديل معلماته.
- عقد الدورات والندوات لطرح ومناقشة الأسس الفلسفية والرياضية لإجراءات بناء المحفظة الخطرة المثلى بظل كل من النموذجين (ماركويترز والمؤشر الواحد) لإطلاعهم بشكل عملي على حجم وطبيعة التبسيط الحاصل في عملية البناء.
- إدخال شركات الاستشارة والوساطة المالية العاملة في السوق السعودي للأوراق المالية ببرامج تدريبية لمناقشة أهمية اعتماد الإدارة الحديثة للمحافظ الاستثمارية التي تستند لمداخل التحليل العلمي للأوراق المالية والتي تفضي إلى الكشف المبكر عن حالات التسعير الخاطئ في السوق وتصحيحها بأسرع وقت ممكن لما لذلك من اثر بالغ في رفع مستوى الثقافة الاستثمارية للمتعاملين والنهوض بكفاية السوق بالتبعية.
- تشكيل لجنة فنية من عدد من الأعضاء العاملين في السوق لتتولى مهمة تقدير وتعديل تقديرات معلمات النموذج لجميع الأسهم المدرجة في السوق ونشرها دورياً "بكتيب خاص أو على موقع السوق على الانترنت ليتسنى للمستثمرين الاطلاع عليها واعتمادها كأساس لبناء محافظهم المثلى.
- 
- ضرورة إعداد دراسة خاصة على سوق المال السعودي للأوراق المالية لغرض الاختبار التجريبي لدقة الأساليب المستخدمة في تعديل قيم البيتة التاريخية.

# المصادر و المراجع

المراجع:

الكتب:

- 1) خلفان محمد عيسى، إدارة الاستثمار و المحافظ المالية، المنهل للنشر و التوزيع 2016 الاسكندرية، 2016.
- 2) د فاطمة عبد القادر حسنين. المشتقات المالية والازمات المالية. دار حميترا للنشر والتوزيع. الأردن. 2017.
- 3) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 .
- 4) دريد كمال شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع عمان، 2010.
- 5) دريد محمد أحمد، الاستثمار. قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات، دار امجد للنشر و التوزيع عمان-الأردن، 2016.
- 6) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار الوسائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2005.
- 7) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن 1998.
- 8) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان 2016.
- 9) شيخة محمد غياث، الاستثمار (المبادئ - الأدوات - المخاطر والتقييم)، الطبعة الأولى، دار ترسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2021 .
- 10) عبد الكريم أحمد قندوز . المشتقات المالية - مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ,عمان, 2013
- 11) قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة، 2009.
- 12) حسني علي خربوش و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الزهوان للنشر و التوزيع، الأردن، 1999.
- 13) محسن أحمد الحضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، يترك للنشر والتوزيع، القاهرة الطبعة الثانية، 1999.
- محفوظ جبار . مريميت عديلة , الهندسة المالية و التحوط من المخاطر في الصاعدة , دراسة حالة السوق الكويتي للخيارات, العدد , 10 سنة 2010 .
- 14) محفوظ جبار، مريميت عديلة، الهندسة المالية و التحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة- دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10 ان سنة 2010.

- (15) محمد شكري الجليل العدوي، الشراء بالهامش في الأسواق المالية المعاصرة- دراسة فقهية مقارنة، المجلد الثاني، العدد34، حولية كلية، الدراسات الإسلامية و العربية للبنات بالإسكندرية، مصر، 2018.
- (16) مريم هاني.بناء محفظة استثمارية مثلى -دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (2008-2011). جامعة قاصدي مرباح. ورقلة. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة عدد خاص بفعاليات اليوم الدراسي حول أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية يوم 06-2016-12 .
- (17) منير إبراهيم الهندي،الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات،جزء1،توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية.
- (18) مهدي حنا نقولا، إدارة المخاطر الائتمانية، دار الراية، عمان الأردن، 2010.
- (19) موسى بن منصور، إدارة المحافظ المالية، دار الباحث، برج بوعريبيج-الجزائر، 2022.
- (20) مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر و التوزيع عمان،2012. .
- (21) النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر 1999.
- (22) نور الدين بومدين، محاضرات في الهندسة المالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، السنة الجامعية 2021/2020.
- (23) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان -الأردن، 2009.
- (24) وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع،عمان،2009.
- (25) يوسف إيمان، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف .

1. بوشامي عبد القادر، أطروحة دكتوراه:تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق المالي السعودي 2018/2014، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر. الوادي، السنة الجامعية، 2022/2021.
2. بوعكاز نوال،حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية،رسالة ماجستير تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة،جامعة سطيف ،السنة الجامعية:2010-2011.
3. بوعكاز نوال،حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجستير تخصص دراسات مالية و محاسبية معمقة،جامعة سطيف، 2011/2010.
4. تيغزة سهام، لسلوك مبارك، الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير صناديق الاستثمار الإسلامية – صندوق الراجحي للأسهم السعودية نموذجا، مجلة الإبداع، المجلد 11، العدد، 2021.
5. جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي الجبوري،الهندسة المالية وأدواتها المشتقة (مفاهيم نظريو و تطبيقية )،الطبعة الأولى ، الدار المنهجية للنشر، عمان 2019 .
6. حسين جواد كاظم، استخدام نظريتي الخيارات المالية و المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر الاستثمارية، كلية الإدارة و الاقتصاد،
7. الحسين عبد القادر، الجوزي جميلة، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية. مدخل تحليلي للفترة 2013/2009، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 1، 2017.
8. حشاشي سليمة، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية،- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم في العلوم الاقتصادية ،، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة فرحات ، سطيف ، 2017-2018 .
9. حماد طارق عبد العال ، إدارة المخاطر ( أفراد، إدارات، شركات، مصارف) ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، ، 2007.
10. حمد غياث شيخة، الأدوات، المبادئ و التقييم، 2022.
11. رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر –باتنة، 2015/2014.
12. سمية كرم،أطروحة دكتوراه: إدارة المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية – دراسة حالة عينة من البنوك الإسلامية، جامعة البشير الابراهيمى، برج بوعرييج، السنة الجامعية:2024/2023.

13. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، ط1، مصر، 2005.
14. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر عمان، الأردن، سنة 2010
15. شريط صالح الدين، دور الصناديق الاستثمارية في سوق الأوراق المالية -دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر،- رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، قسم العلوم التسيير، جامعة الجزائر وعلوم التجارة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والت، 3، 2011-2012.
16. صايفي. ع، محاضرات في تسيير المحافظ المالية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2018.
17. صبيحة قاسم هاشم، مصطفى منير اسماعيل، بناء محافظ الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية- توقيت السوق مقابل الاختيار الكفاء، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 19، العدد 72.
18. عاطف عبد المنعم وآخرون، تقييم وإدارة الخطر، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث القاهرة 2008.
19. عبد الكريم قندوز، البيع على المكشوف و الشراء بالهامش، صندوق النقد العربي، 2022.
20. عبدلي لطيفة، دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسات الاقتصادية. دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بسعيدة، رسالة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة تلمسان، 2012/2011.

#### المجالات :

1. أحمد بن هلال الشيخ، البيع على المكشوف و تطبيقاته في تداول الأسهم و تطبيقاته في تداول العزيز، السعودية، 2020.
2. بلعابد منال، غفوري ليلي، تحليل أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط: دراسة تطبيقية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 16، العدد 1، سنة 2022.
3. بن عبد الله رشيدة رشا، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة الاقتصاد و القانون، العدد 01/ جوان 2018،
4. بن عيسى بن علي، عثمانى مرابط حبيب، دور الهندسة المالية في تسيير المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية المتقدمة، المجلد 5، العدد 2، أكتوبر 2021.

5. تبيل بوفليج، عبو ربيعة، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية-دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 2017.
  6. حسان طاهر شريف، محمد توقر وت، رضوان أنساعد، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، المجلد 15، العدد 20 مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا.
  7. زهير بن دعاس، نزيهان رقوب، تحليل استراتيجيات التحوط عن طريق الخيارات المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 7، العدد 2، جوان 2016
  8. سعيد مجيب الجنابي، أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصاد، العراق، المجلد 9، العدد 1، 2019.
  9. سعدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة: المدير، العدد 6، جوان 2018
  10. سليمان عادل، غزير محمد مولود، المحفظة المالية الاستثمارية بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي-دراسة مقارنة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 49، 2017.
  11. عامر كمال. إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية والأسواق المالية و تحسين أدائها . مجلة الاقتصاد الجديد العدد 17 المجلد 2 سنة 2017.
  12. عبد الصمد سعودي، بلخضر مسعودة، أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية دراسة التجربة الكويتية لعقود الخيار فرصة مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة العدد 2 سنة 2017.
  13. عبو هدى، عبو ربيعة، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مجلة العلوم المالية والحاسبية، العدد 14 ، جامعة الشلف، الجزائر، 2017.
  14. عدنان الهندي، الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية سنة 1996.
  15. عيساوي سهام، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة: أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 15، جوان 2014.
  16. فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية , 1999.
  17. لعزوز بن علي. (2010). استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث.
- لعصامي أمينة، توظيف المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي. دراسة تحليلية للعقود المستقبلية، الأفاق للدراسات الاقتصادية، المجلد 2، العدد 6، سنة 2021.

- 18.لعصامي أمينة، توظيف المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي. دراسة تحليلية للعقود المستقبلية، الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد6، المجلد2.
- 19.لفتاحة سعاد، إدارة المخاطر الاستثمارية في شركات التأمين وفق نظام الملائة 2 – دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين (SSA)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات التأمين، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة فرحات عباس – سطيف، 1-، 2014-2015.
- 20.مباركي شيماء، دور إدارة المخاطر في تحسين الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة تبسة، 2020/2019.
- 21.محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2014.
- 22.مروان بوتاعة، صالح لهتيهت، دور الهندسة المالية في ادارة مخاطر رفع رأس المالفي الشركات المسعرة- دراسة حالة شركة رونو المدرجة في بوضة باريس ضمن مؤشر cac40، مذكرة ماستر تخصص:ادارة مالية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة جيجل، 2020/2019.
- 23.معروف جيلالي، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، قسم العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي نور بشير ، البيض، السنة الجامعية 2021/2020.
- 24.نوار مصطفى عبد السلام أبو العلا، أثر فعالية إدارة المخاطر على ربح السهم لتنشيط سوق المال" دراسة ميدانية" ، رسالة ماجستير، كلية التجارة ن جامعة عين شمس، مصر، 2016.
- 25.نور الدين بومدين، صناعة الهندسة المالية و أثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، الجزائر، 2015/2014.

#### المواقع الالكترونية:

1. مطلس وردة،قادري زينب، تكوين محفظة الاستثمار المثلى للأسهم العادية،.دراسة تحليلية للسوق السعودي للأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة ماستر، في العلوم الاقتصادية، بزار حليمة، المشتقات المالية، مقال منشور في الموقع التالي:

www.unive-emir.dz تاريخ الاطلاع في: 2024/03/27 على الساعة 15 سا.

2. http://www.eco.nahrainuniv.edu.iq تاريخ الاطلاع 2024/03/29 على 15 :30

سا.

3. الموقع الإلكتروني <http://www.argaam.com> ، تاريخ الاطلاع يوم : 2024/03/29 ، على الساعة 15:25 سا
4. <http://fastercapital.com> ، تاريخ الاطلاع : 2024/03/29 على الساعة:18:35 سا
5. <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar> . تاريخ الاطلاع 2024/04/22 على الساعة 23 سا .
6. [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa) . تاريخ الاطلاع: 2024/3/23 على الساعة 18 سا -تخصص: اقتصاد نقدي و بنكي،معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ، ميلة، 2019/2018.
7. [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa) اطلع عليه يوم 2024/04/03 على الساعة: 21:15 سا :

المقالات:

- 1- *Christine Brentani, portfolio management in practice: Essential capital market, Butterworth-Heinemann Elsevier Ltd, 1 edition, Oxford, United Kingdom, 2004.*
- 2- *Jules SADEFO KAMDEM, Methodes Analytiques pour le risque des Portefeuilles Financiers, these de doctorat.*
- 3- *Kamel Eddine bouatouta, l ingénierie financier ou l application de l art de l ingénieur a l univers de finance, Edition GRAND-Alger livres, Alger, 2006.*
- 4- *Pickett Spencer, The Essential Handbook of the Internal Auditing wiley & Sons Ltd England 2005.*