



محتويات الوحدة

الصفحة	الموضوع
130	المقدمة
130	تمهيد
131	أهداف الوحدة
132	1. المنفعة الحدية
134	2. مفهوم تعادل السوق
136	3. إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة (Interest rates risk management)
138	4. الحماية (الضمان أو الاحتياط) من مخاطر أسعار الفائدة المستقبلية
139	1.4 الحماية من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة (سعر الفائدة الأدنى)
141	2.4 الحماية من أسعار الفائدة المرتفعة والمنخفضة (كولار Collar)
142	5. نظام السعر في الأسواق المالية (The pricing system in the financial markets)
143	6. الإبداع في سوق السندات (Innovation in the bond market)
145	الخلاصة

146	لمحة مسبقة عن الوحدة التالية
147	إجابات التدريبات
148	مسرد المصطلحات
149	المصادر والمراجع

المقدمة

تمهيد

عزيزي الدارس، مرحباً بك في الوحدة الخامسة من هذا المقرر، والتي تتناول سعر التعادل للأصول المالية.

عزيزي الدارس، في الاقتصاد عموماً فإن الأصول المالية تساوي الالتزامات المالية في ذلك الاقتصاد. وتبعاً لذلك فإن أسعار السوق يجب أن تتحرك دوماً لإحداث التوازن في السوق، بحيث لا يكون هنالك زيادة في العرض أو الطلب، وفي حالة المنشأة، فإن التعادل يعني أن المنفعة المتحققة من الزيادة الحدية في النقود تساوي تماماً المنفعة المتحققة من الزيادة الحدية في باقي الأصول.

من هذا المنطلق ستدرس في الوحدة الموضوعات التالية:

- ماهية المنفعة الحدية.
 - مفهوم تعادل السوق.
 - إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
 - الحماية من مخاطر أسعار الفائدة المستقبلية.
 - نظام السعر في الأسواق المالية.
 - الإبداع في سوق السندات.
- عزيزي الدارس، تجد في الوحدة العديد من أسئلة التقويم الذاتي، والتدريبات، والأنشطة، والأشكال التخطيطية، وجميعها بغرض فهم موضوعاتها.

ونتمنى أن تجدها وحدة مفيدة وشيقة.

أهداف الوحدة



عزيزي الدارس، بعد فراغك من دراسة هذه الوحدة ينبغي أن تكون قادراً على أن:

- تشرح مفهوم المنفعة الحدية للمنشأة.
- تعرف كيف يحدث توازن السوق.
- تحدد طرق إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
- تعطي أمثلة على كيفية الحماية من مخاطر أسعار الفائدة المستقبلية.
- تبين دور أسعار الفائدة في تحديد الأسعار في الأسواق المالية.
- تشرح الإصدارات الحديثة في سوق السندات وتبين مخاطرها.

1. المنفعة الحدية

إنَّ مقدارَ النِّقْدِ، والأصولَ المالية، والأصولَ المملوكة المملوكة للمنشأة، والالتزامات المالية الناشئة عنها، والاستهلاك لأي وحدة اقتصادية (أفراداً كان أم منشأة) يتحدد دوماً بناءً على تعظيم المنفعة، ويتحكم فيه حجم صافي الثروة والدخل.

ويمكن التعبير عن المنفعة الحدية في مثل هذه الأحوال، بمقدار التغير في المنفعة الكلية التي تنتج عن الزيادة الحدية في حجم الأصول المملوكة للمنشأة، وفي حالة التعادل، فإن المنفعة المتحققة من الزيادة الحدية في النقود تساوي تماماً المنفعة المتحققة من الزيادة الحدية في باقي الأصول. وفي غياب حالة التعادل هذه، فإن المنشأة تستطيع زيادة منفعتها من خلال التحول من الأصول ذات المنفعة الحدية الأقل، إلى تلك الأصول ذات المنفعة الحدية الأعلى نسبياً، ليعود التعادل ويتحقق مرة أخرى من خلال هذه التحولات.

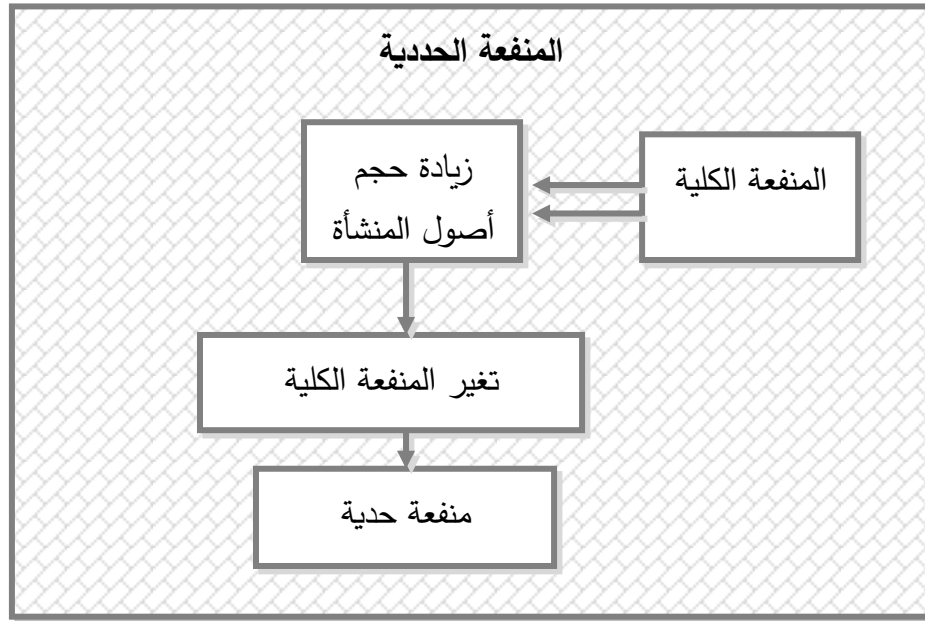
وينطبق هذا التحليل وبالقدر نفسه، على العلاقة بين الاستهلاك والادخار. ذلك أن تعادل المنفعة الحدية بين عاملي الصرف الآني (الاستهلاك) والصرف على الأصول، سيفضي إلى حالة تعادل وقتية ما تنفك أن تزول مع الحراك الاقتصادي في البيئة التي تعمل فيها المنشأة، فتميل الكفة إما إلى جانب زيادة الصرف الجاري أو زيادة الإنفاق على الأصول (الاستثمار) لزيادة المنفعة الحدية لأحدهما على حساب الآخر.

أما الالتزامات المالية، فتمثل منفعة حدية سالبة بالنسبة للمنشأة، وهي تدخل في مثل هذه الالتزامات المالية، من خلال إصدار أوراق الدين، أو الحصول على القروض. ولكن الوحدات الاقتصادية لا تصدر أوراق الدين سعياً وراء ذلك الدين في حد ذاته، وإنما طلباً له بحسابه وسيلة لتملك الأصول. فإذا ما بقيت المنفعة الحدية الموجبة الناتجة عن إضافة أية أصول لأصول المنشأة حدياً تفوق المنفعة الحدية السالبة المرتبطة بالمبلغ المطلوب اقتراضه للحصول على تلك الأصول، فإن المنشأة ستستمر في إصدار أوراق الدين. وعند

نقطة التوازن، فإن المنفعة الحدية السالبة لوحدة واحدة من وحدات النقد المقترضة، من خلال مختلف أوراق الدين ستكون متساوية، وإلى جانب ذلك، فإن نسبة المنفعة الحدية إلى السعر لأي ورقة دين ستكون مساوية لنسبة المنفعة الحدية إلى السعر لأي أصل من الأصول المملوكة للمنشأة (هذا طبعاً مع ملاحظة اختلاف العلامة سلباً وإيجاباً).

فبالنسبة للمنشأة التي تسعى لتفادي الأخطار، يتوقع أن يزداد المعدل السالب لنسبة المنفعة الحدية إلى السعر بتسارع أكبر بعد نقطة معينة، ليس فقط بسبب تفضيلات المنشأة، وإنما أيضاً بسبب الزيادة المحتملة في سعر الفائدة المترتبة عن قيام المنشأة بإصدار المزيد من أوراق الدين حدياً. ومع تناقص المعدل الموجب لنسبة المنفعة الحدية إلى السعر مع حيازة المزيد من الأصول حدياً، والزيادة في المعدل السالب لنسبة المنفعة الحدية إلى السعر مع تلك الزيادة الحدية في حيازة الأصول، والزيادة في المعدل السالب لنسبة المنفعة الحدية إلى السعر الناجمة عن إصدار المزيد من أوراق الدين، تنشأ حالة توازن عند مستوى معين من الاستدانة والاستثمار في الأصول لأي منشأة اقتصادية.

شكل (1)



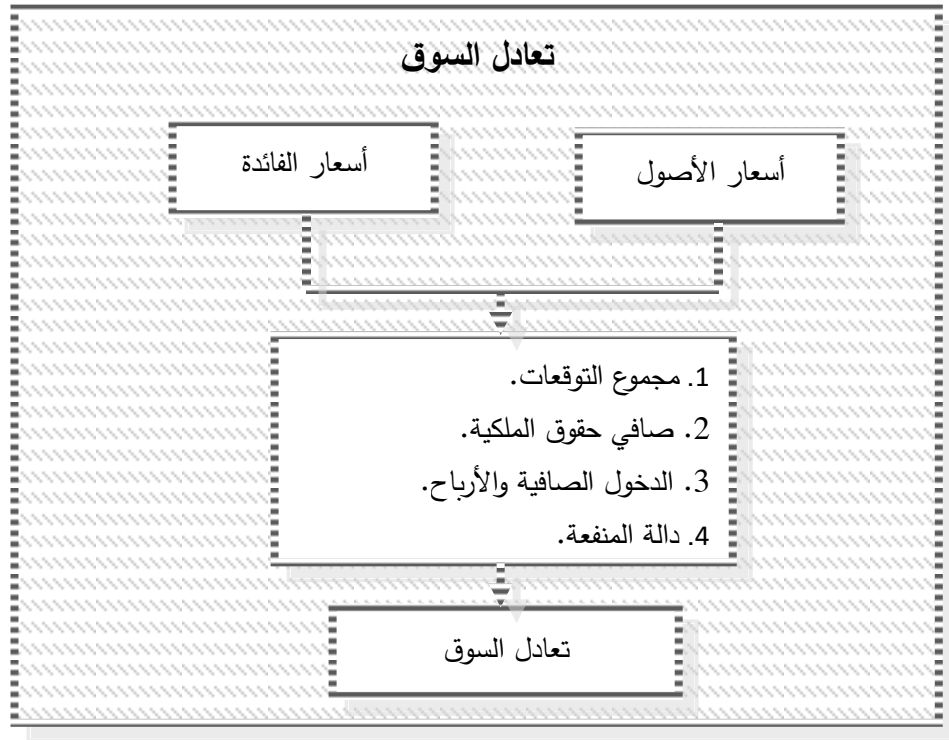
2. مفهوم تعادل السوق

إن تصرفات المنشآت والوحدات الاقتصادية المختلفة، وهي تسعى لتعظيم منافعها الحدية، هي العنصر الفاعل في تحديد أسعار الأصول المادية (الحقيقية) والمالية (الورقية) في أي اقتصاد. فمن خلال تصرفاتها الفردية الأنانية، توفر هذه الوحدات الاقتصادية الظروف المواتية لتحديد الأسعار في الأسواق، بما فيها أسعار الفائدة في الاقتصاد. يحدث هذا التوازن في أسعار الأصول المالية، وأسعار الفائدة، نتيجة لتوليفة معقدة مركبة من:

- مجموعة التوقعات.
- صافي حقوق الملكية.
- الدخل الصافية، والأرباح.
- دالة المنفعة.

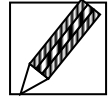
الخاصة بكل وحدة من الوحدات الاقتصادية التي يتكون منها الاقتصاد. ويتأثر هذا الوضع من وقتٍ لآخر بالأفضلية المتعلقة بالمنفعة التي تتحقق للوحدات الاقتصادية من خلال النقد، والأصول الحقيقية، والأصول المالية، والالتزامات المالية. فعند زيادة المنفعة الحدية المتحققة للوحدات الاقتصادية من خلال تملك الأصول الحقيقية، فإن ذلك سيفضي بالضرورة - مع بقاء الأشياء الأخرى ثابتة - إلى زيادة في معدل الطلب على الأصول الحقيقية، وبالتالي زيادة في أسعار تلك الأصول. وسيؤدي ذلك الأمر في الوقت نفسه إلى انخفاض معدل الطلب على الأصول المالية، مع زيادة في معدل عرض أوراق الدين (الالتزامات المالية).

شكل (2)



تدريب (1)

ادرس مفهوم تبادل السوق جيداً، ومن ثم استنتج بإيجاز متى يعود التوازن إلى السوق في الأحوال المذكورة.



3. إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة (Interest Rates Risk Management)

خلال عقد الستينات، من القرن العشرين، شهد العالم بداية الاتجاه التصاعدي للأسعار في الأسواق العالمية، حيث ارتفع معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية ابتداءً وتبعها الاقتصادات الأخرى. ويبدو أن أحد أسباب ذلك الارتفاع، هو تيسير شروط الإقراض من المؤسسات العامة (بمعنى المؤسسات ذات الملكية العامة والمسئولية المحدودة وليس المؤسسات المملوكة للدولة كما هو المفهوم عندنا). ومن بعد ذلك، حدث ارتفاع شديد في أسعار الفائدة نتيجة للسياسات النقدية التي اتخذتها الحكومة الأمريكية آنذاك، كما أن التراجع عن اتفاقية بريتن وودز في النصف الثاني من العقد السادس (عقد السبعينات)، وما صاحب ذلك من تقلبات شديدة في الأسواق المالية الدولية، أدى إلى زيادة المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما اضطّر المتعاملين في الأسواق المالية الدولية إلى استحداث طرق جديدة لتأمين وضمان نشاطاتهم المالية المستقبلية من المخاطر المحتملة من خلال ما أُصطلح على تسميتها بآلية التحوط المالي (Financial Hedging).

وهكذا نشأت أسواق ومعاملات مالية جديدة يتم التعامل فيها على أساس عقود تبرم فوراً وتنفذ في المستقبل ويطلق عليها اسم عقود المستقبلات (Financial Futures). ومع بداية عقد السبعينات، من القرن العشرين، أصبحت هذه الأسواق ذات أهمية بالنسبة للمتعاملين في النقد الأجنبي، ولحقت بها أسواق الأوراق المالية في العام 1975م. وصارت تتم على هذا الأساس عمليات بيع العملات الدولية والأوراق المالية (الأسهم والسندات، وشهادات الإيداع وغيرها) طبقاً لنظام محدد (Standard) من حيث الكمية المعروضة، ويتم الاتفاق على سعر محدد يُدفع في موعدٍ مستقبلي محدد، ويوثق كل ذلك في اتفاقية

مصدقة (Financial Futures Contract). وحفاظاً على مصالح الأطراف المتعاملة في السوق المالية، تقوم مؤسسة خاصة يطلق عليها اسم دار المقاصة (Clearing House) - والتي من واجباتها القيام بجميع الأعمال المتعلقة بالاتفاقات بين الأطراف المتعاقدة - لتكون هي الضامن للجميع في هذا السوق، وذلك مقابل مبلغ محدد يدفع مسبقاً ويطلق عليه اسم هامش الحماية مقابل توفير الضمان لصيانة العقود والعهود (Maintenance Margin)، أو مقابل مبلغ أساسي محدد يُطلق عليه اسم الهامش المبدئي أو الأساسي (Initial Margin).

أسئلة تقويم ذاتي



أكمل الجمل الآتية مع الشرح:

1. تمثل الالتزامات المالية منفعة حدية بالنسبة للمنشأة.
2. تسعى أسعار السوق لإحداث في السوق.
3. التحوط المالي هو

نشاط



هل تجد صعوبة في فهم موضوع: "مفهوم تعادل السوق"، عليه سواء أكانت إجابتك بنعم أم لا، كون حلقة نقاش مع عدد من الزملاء لدراسته ومناقشته.

4. الحماية (الضمان أو الاحتياط) من مخاطر أسعار

الفائدة المستقبلية

إن الأساس الذي يقوم عليه السوق المالي لأغراض التحوط (Hedging) هو المقامرة أو اللعب على الفرق في الأسعار بين سعر الدفع النقدي الحاضر و سعر السوق في المستقبل علماً بأن مستوى الأسعار في الأسواق المستقبلية - بسبب مكافأة المخاطرة (Risk Reward)، وكذلك بسبب نفقة الفرصة البديلة (Opportunity Cost) - غالباً ما تكون أعلى من الأسعار في الأسواق الحاضرة أو الآنية.

إذاً كان تطور الأسعار الحاضرة موازياً تماماً لأسعار المستقبل، فإن باستطاعة الممول الأصل موازنة وضعه الحالي، وذلك بواسطة إبرام عقود في الأسواق المستقبلية (Risk Compensation) لكي يحقق تعويضاً للمخاطر المحتملة، أما إذا كان مسار أسعار الحاضر يختلف عن مسار أسعار المستقبل، فإن بمقدور الضامن (Hedger) تحقيق أرباح أو ربما عليه أن يتحمل الخسائر.

هكذا يتضح أن دوافع القيام بهذا النشاط المالي المستقبلي هو الاحتياط والحذر من المخاطر المحتملة في المستقبل، وذلك بإبرام عقود وتحويل المخاطر إلى شخص آخر (Hedger)، وهذا الشخص يقبل المخاطر لأنه يتوقع ربحاً، أو يقوم بضمان نفسه أيضاً، وتحميل شخص ثالث بالمخاطرة.

مثال:

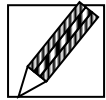
عقد مشتري عقد الغطاء الكاب اتفاقاً مع بائع عقد الغطاء الكاب، يحدد فيه سعر الفائدة 8%، فإذا ارتفع سعر الفائدة في السوق إلى 10%، فإن على البائع أن يدفع للمشتري الفرق بين أسعار الفائدة، وهو 2%.

يُحصل البائع عقد الغطاء (الكاب) عند توقيع العقد على مكافأة مالية لمرة واحدة فقط. وتتحدد هذه المكافأة بالعوامل التالية:

- أسعار الفائدة الحقيقية في الأسواق المالية.
- أسعار الفلور (الحد الأدنى) المتفق عليه.
- التقلبات المتوقعة للأسعار.
- سعر الفائدة في سوق لندن المالي (ليبور).

تدريب (2)

في رأيك، ما هي دوافع قيام الممول الأصلي بموازنة وضعه الحالي من خلال إبرام عقود في الأسواق المستقبلية؟



1.4 الحماية من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة (سعر الفائدة الأدنى)

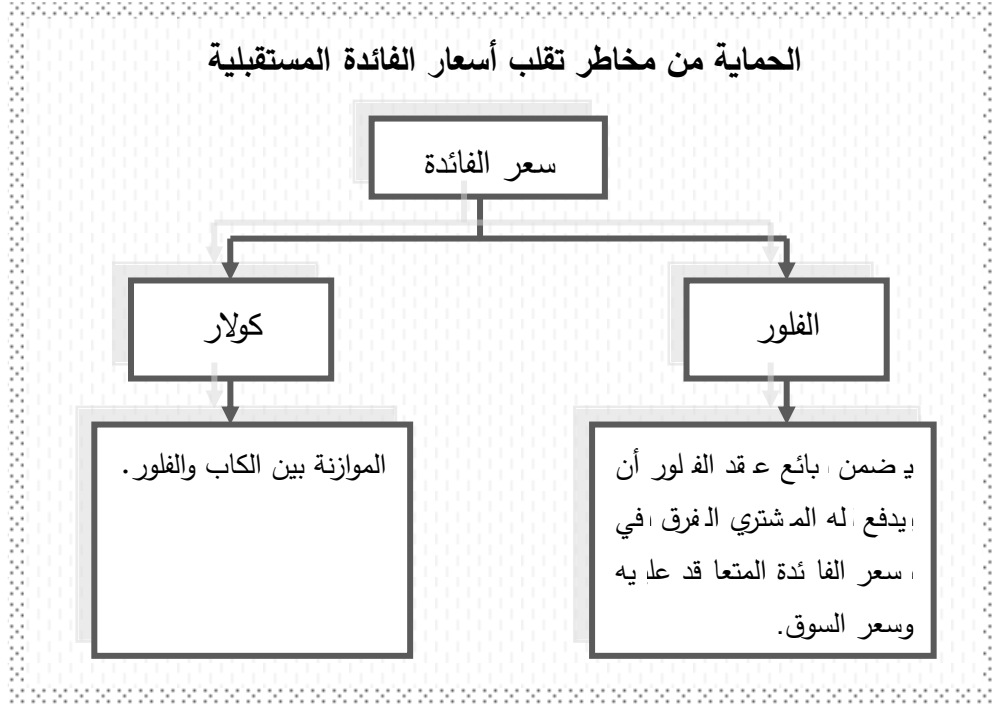
يُعتبر الفلور (Floor) أو الحد الأدنى أحد أدوات عمليات الضمان والاحتياط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية المستقبلية (Financial Future)، وبحسب مثل هذا الاتفاق يضمن البائع عقد الفلور للمشتري (مانح القرض) بأن يدفع له الفرق بين سعر الفائدة المتعاقد عليه وسعر الفائدة المنخفض في الأسواق المالية.

مثال:

مشتري عقد فلور يتعاقد مع بائع عقد فلور على أساس أن الفلور (سعر الفائدة) يساوي 6% فإذا ما انخفض سعر الفائدة الحقيقي في السوق المالي إلى 4.5%، فإن على البائع أن يدفع للمشتري، تعويضاً مقداره 1.5%.

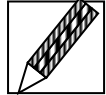
وبهذه الطريقة يستطيع مانح القرض (المشتري) تحديد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة عند قيامه بمنح قرضاً على أساس أسعار الفائدة المتقلبة.

شكل (3)



تدريب (3)

يحصل بائع عقد الفلور عند توقيع الاتفاق على مكافأة مالية لمرة واحدة، وتحدد هذه المكافأة بعدد من العوامل، وضح؟



نشاط

تواصل مع مشرفك الأكاديمي عبر الوسيلة المتاحة لك، واسأله أن يشرح لك بالأرقام كيفية الحماية من المخاطر المستقبلية لسعر الفائدة.



2.4 الحماية من أسعار الفائدة المرتفعة والمنخفضة (كولار Collar)

يعتبر الكولار إحدى أدوات أعمال الضمان التمويلية، ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، وهو يتكون من توحيد أو عملية ربط كلا النظامين السابقين (كاب و فلور) في عملية واحدة وفي الوقت نفسه تقريباً.

مثال:

مشتري عقد غطاء (الكاب) ببيع مقابل شراء للغطاء (الكاب) عقداً لأسعار الفائدة المنخفضة (فلور)، كي يتمكن من دفع قيمة مكافأة الغطاء (الكاب) المنصوص عليها ولو جزئياً.

إذا ارتفع مستوى سعر الفائدة بصورة كبيرة، فإن شراء الغطاء (الكاب) سيكون غالي الثمن نسبياً، بينما مكافأة بيع الفلور ستكون منخفضة، فإذا ما استطاع المشتري إعادة هيكلة وتنظيم الفترات الزمنية المتعاقد عليها بالنسبة للنظامين K، فإن بمقدوره موازنة المكافأة ولو جزئياً.

مثال:

سعر الفائدة الحقيقي في سوق لندن (ليبور) 5.5%، ومن المتوقع أن يزداد سعر الفائدة خلال 24 شهراً إلى نسبة 9.0%. وقيمة القرض المتفق عليه 50 مليون دولار. ونسبة الغطاء (الكاب) المتعاقد عليها 7.5% والمكافأة نسبتها 2% من قيمة القرض. فترة القرض سنتان، أما الفلور، فقد حدد سعر بنسبة 6% والمكافأة بنسبة 0.3% لمدة سنتين، أو بنسبة 1.2% لمدة أربع سنوات لمبلغ (50) مليون دولار.

وهكذا، فإن بإمكان مشتري الكاب الآن أن يمول مكافأة الكاب ومقدارها مليون دولار (2%) $\times$ 50 مليون دولار = 1 مليون) بواسطة بيع عقد فلور للفترة الزمنية نفسها. ويحصل على مكافأة مقدارها (0.15) مليون دولار (0.3% $\times$ 50 مليون دولار = 0.15 مليون دولار).

كما أن بإمكانه بيع عقد فلور لفترة زمنية أطول، ويحصل على (0.6) مليون دولار (1.2% $\times$ 50 مليون) بهدف تمويل عملية شراء عقد الكاب).

أسئلة تقويم ذاتي

وضح بالأمثلة كيفية الحماية من المخاطر المالية الآتية:



أ. انخفاض أسعار الفائدة.

ب. تقلبات أسعار الفائدة.

5. نظام السعر في الأسواق المالية: (The Pricing

System in the Financial Markets)

تلعب أسعار الفائدة إذاً دوراً رئيسياً في تحديد الأسعار في الأسواق المالية. وسواء أكان الأمر متعلقاً بأسعار أوراق الدين (السندات)، أم أوراق الملكية (الأشهم)، فإن دور وأثر أسعار الفائدة يبدو واضحاً لا يخفى على العيان. وتتجاوز آثار أسعار الفائدة حدود الأسواق المالية، لتمتد إلى أسواق السلع والخدمات، فحينما أصرت الولايات المتحدة على الإبقاء على أسعار الفائدة على الودائع لأجل عند حدودها المرتفعة، والتي سادت مع مطلع العام 1980م وحتى عام 1985م، كان الإصرار على الاحتفاظ بتلك الأسعار مرتفعة، يتم تحت شعار محاربة التضخم والحد من أخطاره. وبالرغم مما قد يؤدي إليه ذلك الارتفاع في أسعار الفائدة من الحد من النمو الاقتصادي، بجانب الاضطراب في اتجاهات

الاستثمار، مضت الحكومة الأمريكية في تلك السياسة إلى نهاياتها، مما تسبب في كثير من الإرباك في اقتصاديات البلدان النامية.

6. الإبداع في سوق السندات: (Innovation in the Bond Market)

شهد سوق السندات إبداعات في عقد الثمانينات من القرن الماضي لتوسيع دائرة الخيارات أمام المستثمرين والمدخرين، وذلك من خلال إصدارات بسمات غير اعتيادية تتسم بالمرونة، منها على سبيل المثال؛ السندات ذات الكوبون الميعوم (Floating- Rate)، وفيها يُربط معدل الكوبون مع معدلات أخرى سائدة في السوق (معدل حوالات الخزينة مضافاً إليه مثلاً 4% سنوياً). و بالتالي فإن أي تغير في معدلات السوق سوف يؤدي إلى تغيير معدل الكوبون. وتتحدد مخاطر هذه الإصدارات باحتمالات تغير المركز المالي للجهة المصدرة، كما شهد سوق السندات إصدارات من النوع ذي الكوبون الصفري (Zero- Coupon)، أي تلك التي تباع بخضم عن القيمة الاسمية. وقد استخدمت هذه الإصدارات في تمويل الشركات التي هي على حافة الإفلاس أو من ذوات الدرجة الائتمانية الدنيا (D)، وكذلك استخدمت أحياناً لتمويل عمليات الاندماج وشراء الشركات ذات الرفع المالي الكبير، في حين أن هناك إصدارات ارتبطت دفعاتها النقدية بالكوارث الطبيعية التي قد تحدث مستقبلاً، وتسمى هذه بسندات الإخفاق أو الإحن (Catastrophe Bond). فمثلاً أصدرت إحدى الشركات اليابانية سندات ترتبط دفعاتها النقدية بحدوث الزلازل في اليابان، كما أصدرت إحدى الشركات في سويسرا سندات ارتبطت دفعاتها النقدية بالعواصف الثلجية. وجميع هذه البدائل والخيارات هي محاولات تبذلها الجهات المصدرة الأوراق المالية ذات الفائدة لتحفيز المدخرين للتخلي عن أموالهم وإتاحتها للشركات الطامعة في الحصول على تلك الموارد المالية لاستخدامها في تمويل استثماراتها المختلفة.

أسئلة تقويم ذاتي



1. وضح؛ كيف تلعب أسعار الفائدة دورا رئيسا في تحديد الأسعار في الأسواق المالية؟
2. اشرح السندات ذات الكوبون المعوم، مبينا المخاطر التي تتعرض لها.

الخلاصة

عزيزي الدارس، نرحب بك مرة أخرى في نهاية الوحدة الخامسة من هذا المقرر، والتي درست فيها عن سعر التعادل للأصول المالية، ونحن هنا معاً بصدد تلخيص ماورد فيها من معلومات.

بدأت الوحدة بشرح مفهوم المنفعة الحدية وعرفت بها بأنها: (مقدار الإشباع الإضافي الذي يحصل عليه المستهلك نتيجة استهلاك وحدة إضافية من السلعة). وأنه يمكن التعبير عنها في حالة المنشآت بأنها مقدار التغير في المنفعة الكلية التي تنتج عن الزيادة الحدية في حجم الأصول المملوكة للمنشأة.

بعد ذلك أوضحت مفهوم تعادل السوق بالنسبة للمنشآت والوحدات الاقتصادية المختلفة، وهي تسعى لتنظيم منافعها الحدية بأنه: (حجم المبيعات الذي يتعادل عند الإيراد الكلي مع التكاليف الكلية). أي أنه عند هذه النقطة فإن المنشأة لا تحقق ربح أو خسارة وبالتالي فإن أي مستوى إنتاج يقل عند نقطة التعادل تحقق المنشأة معه خسارة تزداد بزيادة البعد عن هذه النقطة. كما أن التوازن في أسعار الأصول المالية وأسعار الفائدة يحدث نتيجة لتوليفة مركبة تتكون من: مجموع التوقعات، صافي حقوق الملكية، الدخول الصافية والأرباح، ودالة المنفعة، الخاصة بكل منشأة أو وحدة اقتصادية.

انتقلت الوحدة وتحدثت عن إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة، وذكرت أنه في منتصف عقد السبعينات من القرن الماضي حدثت تقلبات كبيرة في الأسواق المالية الدولية أدى إلى زيادة المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما اضطر المتعاملين في هذه الأسواق إلى ابتكار طرق لتأمين نشاطهم المالي في المستقبل من المخاطر المحتملة حيث نشأت أسواق ومعاملات مالية يتم التعامل فيها على أساس العقود التي تنتفذ في المستقبل. ومن أشهر هذه العقود عقد الفلور، وعقد الكاب، وعقد كولار.

لمحة مسبقة عن الوحدة التالية

عزيزي الدارس، مرحباً بك وأنت في خواتيم هذه الوحدة وعلى بعد صفحات من الوحدة التالية من هذا المقرر، ونخبرك بأنك ستدرس فيها عن: محددات سعر الفائدة في الاقتصاد، حيث تبدأ بتعريفك بالعوامل الاقتصادية التي تلعب دوراً مهماً في تحديد الأسعار، ثم تنتقل بك إلى دراسة النظريات الخاصة بنشوء سعر الفائدة، وأخيراً تشرح لك العوامل المحددة لسعر الفائدة.

ونرجو أن تجدها وحدة مفيدة لك،،،

إجابات التدريبات

تدريب (1)

حتى يعود التوازن إلى السوق في الأحوال المذكورة، فإنه لابد لأسعار الأوراق المالية أن تنخفض، ولابد لأسعار الفائدة بأن ترتفع.

تدريب (2)

الأرباح الناتجة من التقلبات المستقبلية لأسعار الفائدة، وأسعار الصرف هي التي تدفع المتعاملين لإبرام عقود في الأسواق المستقبلية، خاصة إذا كانت توقعاتهم حول تطور الأسواق المالية في المستقبل إيجابية جداً.

تدريب (3)

1. أسعار الفائدة الحقيقية في السوق.
2. مستوى الكاب (الغطاء) أي كلما ارتفع الغطاء تقلصت المكافأة.
3. الفترة الزمنية المتفق عليها.
4. التقلبات المتوقعة للأسعار.

مسرد المصطلحات

➤ المنفعة الحدية

هي مقدار الإشباع الإضافي الذي يحصل عليه المستهلك نتيجة استهلاك وحدة إضافية من السلعة، أي أنها عبارة عن التغير الحاصل في المنفعة الكلية نتيجة استهلاك وحدة واحدة إضافية من السلعة.

➤ نقطة التعادل

وهي حجم المبيعات الذي يتعادل عنده الإيراد الكلي مع التكاليف الكلية، أي أنه عند هذه النقطة، فإن المنشأة لا تحقق ربح أو خسارة، وبالتالي فإن أي مستوى إنتاج يقل عن نقطة التعادل تحقق المنشأة معه خسارة تزداد بزيادة البعد عن هذه النقطة.

➤ السوق

هو الوسيلة أو الطريقة التي يلتقي بواسطتها البائعون مع المشتريين لتحديد كمية ونوعية وسعر سلعة معينة يتم تبادلها بينهم.

➤ توازن السوق

هو عبارة عن ثبات وعدم قابلية ثمن السلعة والكميات المتبادلة منها للتغيير، إلا في حالة تغير ظروف العرض أو الطلب.

المصادر والمراجع

المراجع العربية:

1. عبد الستار الصباح وسعود العامري (2007م)، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، ط⁽³⁾، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
2. عبد الغفار حذفي و رسمية قرياقص (2005م)، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
3. عبد المعطي أرشيد وحسني علي خريوش (1995م)، أساسيات الإدارة المالية ط¹، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
4. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي (2009م)، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
5. عدنان هاشم السامرائي (1997م)، الإدارة المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
6. محمد عطية مطر (1999م)، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط⁽²⁾، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
7. محمد علي إبراهيم العامري (2010م)، الإدارة المالية المتقدمة ط¹، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
8. منير إبراهيم هندي (2004م)، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.
9. منير إبراهيم هندي (2004م)، الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات: الجزء الأول؛ التوريث، الإسكندرية: منشأة المعارف، 2001م.
10. منير إبراهيم هندي (2005م)، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ط¹، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

11. ميثم صاحب عجام (2001م)، **نظرية التمويل**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

المراجع الأجنبية:

1. Archer, S.H and D' Ambrosio, C.A. (1972), **Business Finance: Theory and Management**, 2nd Ed., The Macmillan Company, New York, U.S.A

2. Brigham, E. and Gapensiki, L. (1987), **Intermediate Financial Management**, 3rd Ed., the Dryden Press.

3. Fama, E. (1980), **Agency Problems and the Theory of the Firm**, Journal of Political Economy, 88 (April), pp 288–307.

4. Harrington, Diana R. (1987), **Modern Portfolio Theory: The Capital Assets Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory: A User's Guide**, 2nd Ed., Prentice–Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, USA

5. Harvey, D.A. and Mclaney, E. (1983), **Finance**, Mitchell Beasley Publishers, London, U. K.

6. Jensen, M. and W. Meckling (1976), **Theory of the Firm: Behavior, Agency Cost and Ownership Managerial Structure**, Journal of Financial Economics, 3 (Oct.), pp 305–360.

Moir, Lance (1999), **Managing Corporate Liquidity**, Glen .7
lake Publishing Company, Ltd., Wood head Publishing Ltd.
Chicago, USA.

Navarro, P., Journal of Business, 61(Jan. 1988), **Why Do** .8
Corporations Give to Charity, pp 65–93.

Van Horne, J. C. (1990), **Financial Analysis of Capital** .9
Market Rates Prentice. Hall. Inc Engle wall Cliffs. New
jersey, USA

Van Horne, James C. (1968), **Financial Management and** .10
Policy, Prentice Hall, Inc, Englewood Cliffs, , New Jersey,
USA



محتويات الوحدة

الصفحة	الموضوع
475	المقدمة
475	تمهيد
476	أهداف الوحدة
477	1. تعريف مخاطر الاستثمار
478	2. أنواع مخاطر الاستثمار
478	1.2 المخاطر المنتظمة
480	2.2 المخاطر غير المنتظمة
482	3.2 المخاطر الكلية
483	3. إدارة المخاطر
483	1.3 تعريف إدارة المخاطر
484	2.3 أنشطة إدارة المخاطر
485	3.3 إستراتيجيات إدارة المخاطر
488	4. إدارة وقياس المخاطر
488	1.4 خطوات إدارة المخاطر
490	2.4 قياس المخاطر الكلية
493	الخلاصة
494	لمحة مسبقة عن الوحدة التالية
495	إجابات التدريبات
496	مسرد المصطلحات
497	المصادر والمراجع

المقدمة

تمهيد

عزيزي الدارس، مرحباً بك في دراسة الوحدة الثالثة عشرة من هذا المقرر، والتي تأتي بعنوان: **مخاطر الاستثمار**، وذلك بعد أن عرفت الكثير عن مفهوم الاستثمار في الإسلام ومقومات قرار الاستثمار في الوحدات السابقة، وتبرز أهمية هذه الوحدة من أن الاستعداد لتحمل المخاطر شرط ضروري للسلامة الشرعية في أي عملية استثمارية.

عزيزي الدارس، تشمل دراستنا لهذه الوحدة موضوعات: تعريف وأنواع مخاطر الاستثمار، ثم إدارة المخاطر، وأخيراً كيفية قياس المخاطر.

عزيزي الدارس، تحتوي الوحدة على عدد من أسئلة التقويم الذاتي والتدريبات والأنشطة، والأشكال التوضيحية، ونرجو منك الاهتمام بإجابتها، لأنها مفيدة لك في استيعاب محتوى الوحدة.

وفقك الله وسدد خطاك.

أهداف الوحدة



عزيزي الدارس، بعد فراغك من دراسة هذه الوحدة ينبغي أن تكون قادراً على أن:

- تعرف مبدأ المخاطرة في الاقتصاد وفي الاستثمار.
- تذكر أنواع مخاطر الاستثمار.
- تتبع إستراتيجيات إدارة المخاطر.
- تطبق خطوات إدارة المخاطر.
- تستخدم طرق قياس المخاطر الكلية.

1. تعريف مخاطر الاستثمار

إن مبدأ المخاطر في الاستثمار يقيم تلازماً منطقياً أساسه العدل بين العمل والجزاء وبين الحقوق والالتزامات وبين المغامر والمغارم. فاستحقاق الربح في أي عملية استثمارية إنما منشؤه العمل، وأن المخاطر هي نماء ذا قيمة اقتصادية، وأن المخاطر ترتبط باستعداد المستثمر لتدمل نتائج الاستثمار ربحاً أو خسارة، ولولا هذا الاستعداد لتدمل عبء المخاطر لما قام الاستثمار من الأصل، وبالتالي لما نشأ الربح.

للمخاطرة في المجال الاقتصادي عدة تعريفات منها:

- المخاطر: هي توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه.
- المخاطر: هي احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع.
- المخاطر: هي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد، أو من حجمه، أو من زمنه، أو من انتظامه، أو من جميع هذه الأمور مجتمعة.
- المخاطر: حالة عدم التأكد الذي يمكن قياس درجته.
- المخاطر: احتمالية الخسارة من قبل المستثمر.

يلاحظ أن هذه التعريفات متقاربة في معانيها، حيث إن المخاطر في المجال الاقتصادي تدور حول نقطة رئيسية وهو الاحتمالية، وعدم التأكد من حصول العائد المخطط له. ففي مجال الإدارة المالية تعني المخاطر "الاختلاف في التدفقات النقدية

الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة"، أما في مجال العمل فتعرف المخاطر بأنها احتمالية تعرض المنظمة إلى خسارة عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار.

2. أنواع مخاطر الاستثمار

تقسم المخاطر إلى ثلاثة أنواع: المخاطرة المنتظمة، المخاطر غير المنتظمة، والمخاطر الكلية.

1.2 المخاطر المنتظمة

يطلق على المخاطرة المنتظمة تسميات متعددة منها، مخاطر السوق، والمخاطر التي لا يمكن تجنبها، والمخاطرة غير القابلة للتوقع.

وترجع مصادر المخاطرة المنتظمة إلى الآتي:

أولاً: مخاطر القوة الشرائية:

وهي المخاطر التي تواجه المستثمرين في الموجودات المالية والناجمة عن حالة عدم التأكد حول أثر التضخم في العوائد التي تحققها هذه الموجودات، ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت.

ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، وذلك على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً لظروف التضخم، فترتفع هي الأخرى، مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها.

ثانياً: مخاطر معدل الفائدة:

وهي عبارة عن المخاطر الناتجة عن التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة بشكل قد يؤدي إلى حدوث خسائر ملموسة للمصرف، خاصة عندما لا تتناسق هذه التقلبات مع آجال إعادة تسعير كل من الالتزامات والأصول. ويتوقف حجم هذا النوع من المخاطر على مدى اختلاف أسعار الفائدة عن التوقعات التي بنيت على أساسها الفجوة، ومدى قدرة المصرف على تصحيح أوضاعه في الوقت المناسب. وتنشأ هذه المخاطر كنتيجة لاحتمال وقوع بعض الأحداث المحلية أو العالمية العامة، كإجراء تغييرات مهمة في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها، أو الدول أخرى ترتبط معها بعلاقة وثيقة، أو نشوب حرب، أو حدوث تغييرات في تفضيلات المستهلكين، وهناك نوعان من مخاطر معدل الفائدة مرتبطان بالاستثمار في الأوراق المالية، وهما:

(أ) مخاطر السعر

وهي مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد الثابت عند ارتفاع معدلات الفائدة، مثل الأوراق المالية طويلة الأجل التي تعتبر أكثر عرضة لمخاطر السعر في حالة ارتفاع معدلات الفائدة.

(ب) مخاطر إعادة الاستثمار

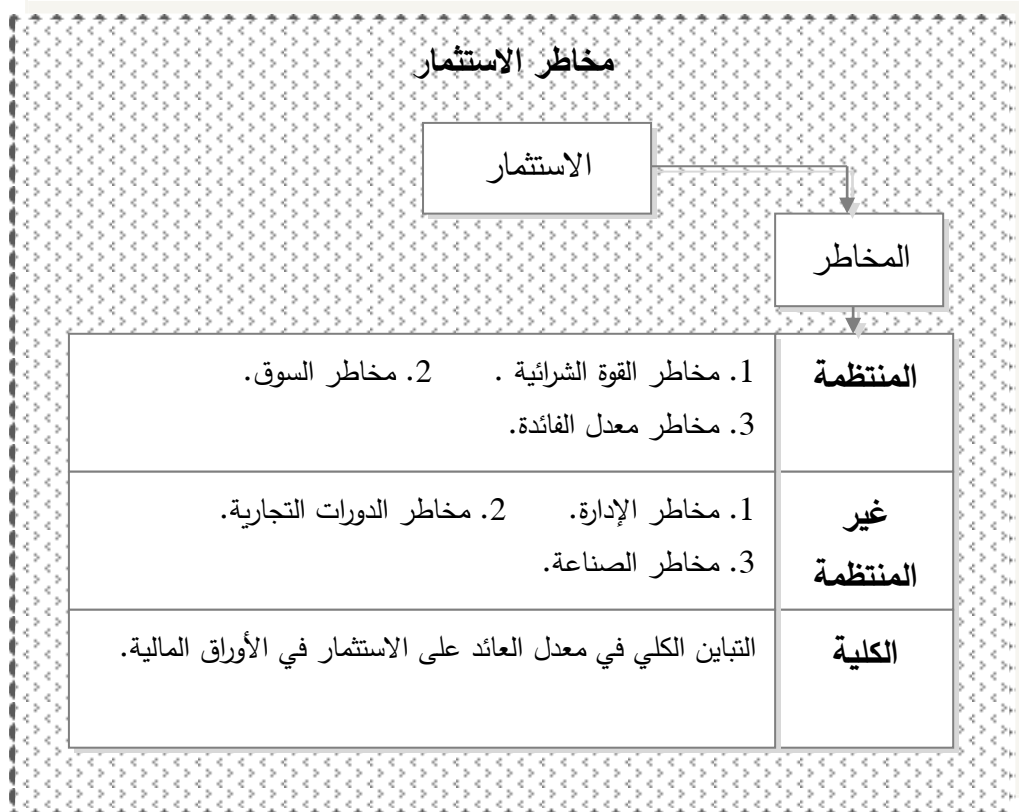
وهي المخاطر الناجمة عن عدم إمكانية استثمار الأوراق المالية بمعدلات العائد نفسها ومثال ذلك، الأوراق المالية قصيرة الأجل، لأنه في حالة انخفاض معدل الفائدة يكون من الصعب إعادة استثمارها بمعدل العائد السابق نفسه.

ثالثاً: مخاطرة السوق

وهي تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين، وأن أكبر مثال

على المخاطر السوقية هو: وقت الكساد الكبير الذي حدث في الولايات المتحدة في الثلاثينات من القرن الماضي، الذي تسبب في حالة الذعر التي أصابت سوق الأوراق المالية في انخفاض أسعار الأسهم إلى أقل من قيمتها الاقتصادية الحقيقية.

شكل (1)



2.2 المخاطر غير المنتظمة

يطلق على المخاطر غير المنتظمة تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها، والمخاطرة الخاصة، والمخاطرة القابلة للتنوع. وتعرف المخاطر غير المنتظمة بأنها: "ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة أو خاصة بالشركة أو بالصناعة"، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق، أي أن معامل ارتباطها مع المحفظة يساوي

صفرًا وتتأثر درجة المخاطر غير المنتظمة (غير السوقية) لشركة معينة بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة، أو بحدوث تغيير أساس في الإدارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع، وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأس مالها موزع على أصول مختلفة، لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدة.

وترجع مصادر المخاطر غير المنتظمة إلى الأسباب الآتية:

أولاً: مخاطر الإدارة:

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة، والتي تؤدي إلى اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار، على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة، لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد، حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي. ومن الأخطاء الإدارية الشائعة، سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال.

ثانياً: مخاطر الصناعة:

وهي مخاطر تتجم عن ظروف خاصة بالصناعة، كصعوبة توفير المواد الأولية اللازمة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وكذلك الأمر التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية. وهناك أيضاً التأثيرات المتمثلة بالتغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلاً عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة.

ثالثاً: مخاطر الدورات التجارية:

ويقصد بها الدورات التجارية التي يقتصر تأثيرها على منشأة معينة أو صناعة معينة، وتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالي، لذا يصعب التنبؤ.

3.2 المخاطر الكلية

وتعرف بأنها: "التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية أو أيهما أنها تمثل حاصل جمع المخاطرة المنتظمة لاستثمار آخر وغير المنتظمة للورقة المالية، ويمكن التمييز بين المخاطرة غير المنتظمة والمخاطر المنتظمة.

أسئلة تقويم ذاتي



ضع دائرة حول حرف الإجابة الصحيحة:

1. المخاطر التي تواجه المستثمرين في الموجودات المالية هي مخاطر:

أ. معدل الفائدة. ب. القوة الشرائية. ج. السوق.

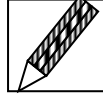
2. هي المخاطر الناتجة عن عدم إمكانية استثمار الأوراق المالية بنفس معدلات العائد:

أ. معدل الفائدة. ب. إعادة الاستثمار. ج. القوة الشرائية.

3. من المخاطر غير المنتظمة:

أ. المخاطر الكلية. ب. مخاطر السعر. ج. مخاطر معدل الفائدة.

تدريب (1)



أشار علماء الاقتصاد إلى نوع آخر من المخاطر العادية، والتي تنتج عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام، ناقش هذا النوع من المخاطر من واقع خبراتك العلمية.

نشاط



قم بتلخيص مخاطر الاستثمار المنتظمة وغير المنتظمة وشرحها لبعض المستثمرين والتجار في الحي الذي تسكن فيه.

3. إدارة المخاطر

1.3 تعريف إدارة المخاطر

إن إدارة المخاطر هي العمليات التي تتضمن تعريف المخاطر التي تواجه الشركة، وتحديد الأثر المالي الذي يمكن أن يحدثه كل خطر بالنسبة للشركة، ثم اتخاذ قرارات مدروسة لتجنب تلك المخاطر، أو تخفيضها، أو تحويلها، أو قبولها كما هي.

ويشير البعض إلى أن إدارة المخاطر أصبحت تمثل مجالاً متخصصاً يتضمن المقاييس والإجراءات التي تربط بين كل من العائد والخطر المرتبط به. ويؤكد أن الخطر في حد ذاته لا يمكن تخفيضه بالعمليات الحسابية، وأن المعلومات وبعد النظر تمثل عناصر جوهرية ذات أهمية بالغة في عملية إدارة المخاطر. وتعرف إدارة المخاطر المالية

على أنها "استخدام أساليب التحليل المالي، وكذلك الأدوات المالية المختلفة، من أجل السيطرة على مخاطر معينة وتخفيض آثارها غير المرغوبة على الشركة." ويمكن تسمية هذه العملية إدارة الخسائر المحتملة.

فقد تم تناول مفهوم إدارة المخاطر من خلال مناقشة جوانب الشبه وجوانب الاختلاف فيما بين إدارة الخطر وبين المفهوم العام للإدارة. ومن خلال المناقشة قرر أن إدارة المنشأة وإدارة المخاطر المالية بالمنشأة متلازمان، وأنه يصعب تحقق الفعالية في أحدهما دون أن تمارس الأخرى بشكل فعال؛ لأنهما يجب أن يعملوا معاً وبشكل متوازي ومتكامل لإنجاز أهداف المنشأة.

وفي هذا الإطار يمكن تعريف إدارة المخاطر على أنها "مجموعة الأنشطة الخاصة بالتخطيط والتنظيم والقيادة والرقابة لموارد المنظمة من أجل تخفيض الآثار المحتملة للمخاطر التي تتعرض لها تلك الموارد".

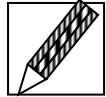
2.3 أنشطة إدارة المخاطر

يمكن إدارة المخاطر بشكل منظم وفعال بالاعتماد على الأنشطة التالية:

- أ. تحديد الخسائر المحتملة من الخطر موضع الاهتمام.
- ب. تقويم الأساليب البديلة للتعامل مع الخطر.
- ج. تطبيق الأساليب المناسبة لمعالجة الخطر.
- د. متابعة وتقويم نتائج الأساليب التي تم الاعتماد عليها في إدارة الخطر.
- هـ. تطوير وتعديل أداء وممارسات إدارة المخاطر للتوصل إلى نتائج أفضل.

تدريب (2)

في رأيك هل إدارة الخطر تعني التخلص من الخطر؟ وما النتيجة المباشرة لذلك؟



3.3 إستراتيجيات إدارة المخاطر

يمكن تحديد ثلاثة إستراتيجيات رئيسية لإدارة المخاطر المالية، وهي:

أولاً: إستراتيجية ترك الموقف مفتوح:

ويقصد بذلك الاحتفاظ بمستوى الخطر على ما هو عليه، ويمكن أن تعتمد الشركة على هذه الإستراتيجية حينما يكون مستوى الخطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، وتندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسة قبول الخطر.

ثانياً: إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة:

ويقصد بذلك تحديد مستويات الخطر التي يمكن تحملها بالشركة، والتي لا ترغب الشركة في تحمل أكثر منها. ثم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتخفيض المخاطر حتى هذا المستوى المقبول. ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تخفيض الخطر، مثل: التنويع في خطوط منتجات الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة التشغيلية تبعاً لظروف الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة المالية (هيكل التمويل)، واستخدام الأدوات المالية المشتقة للحماية ضد مخاطر الأسعار.

ثالثاً: إستراتيجية تغطية كل الخطر:

ويقصد بذلك تحييد مصدر الخطر بالنسبة للشركة، أي تخفيض الخطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر، مثل: التغطية الكاملة أو التأمين ضد الخطر باستخدام أدوات الهندسة المالية، تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث

بواسطة عقود التأمين، والتجنب التام للأنشطة التي ينشأ عنها الخطر. وقد تستخدم عمليات إعادة الهيكلة - بشكل خاص - لأجل إنقاذ المنشأة من حالة فشل مالي تمر بها، إلا أنها أصبحت إحدى الاستراتيجيات المالية الرئيسية للمنشآت المختلفة منذ الثمانينات، وحتى الآن. ويمكن تقسيم عمليات إعادة الهيكلة المالية للمنشآت إلى مجموعتين:

(أ) إعادة هيكلة الأصول :

وتسمى أيضاً هندسة الأصول، وهي تتضمن الأساليب المالية التي تغير من هيكل أصول الشركة لأجل تحقيق الاستخدام الأعلى قيمة (الأكفاً) لموارد المنشأة، أو لتوفير الضرائب، أو للتخلص من التدفق النقدي الزائد (غير المطلوب للفرص الاستثمارية) بدفعه إلى المساهمين.

(ب) إعادة هيكلة التمويل:

وتركز هذه الإستراتيجية على تغيير هيكل الملكية بالشركة، وذلك من أجل إدارة المخاطر المالية - وبخاصة لتخفيض خطر الإفلاس، أو مشكلة وتكاليف الوكالة المرتبطة بخصائص هيكل الخصوم ورأس المال الخاص بالشركة. ويمكن تنفيذ إستراتيجية إعادة هيكلة التمويل للمنشأة بطريقة أو أكثر من الطرق التالية:

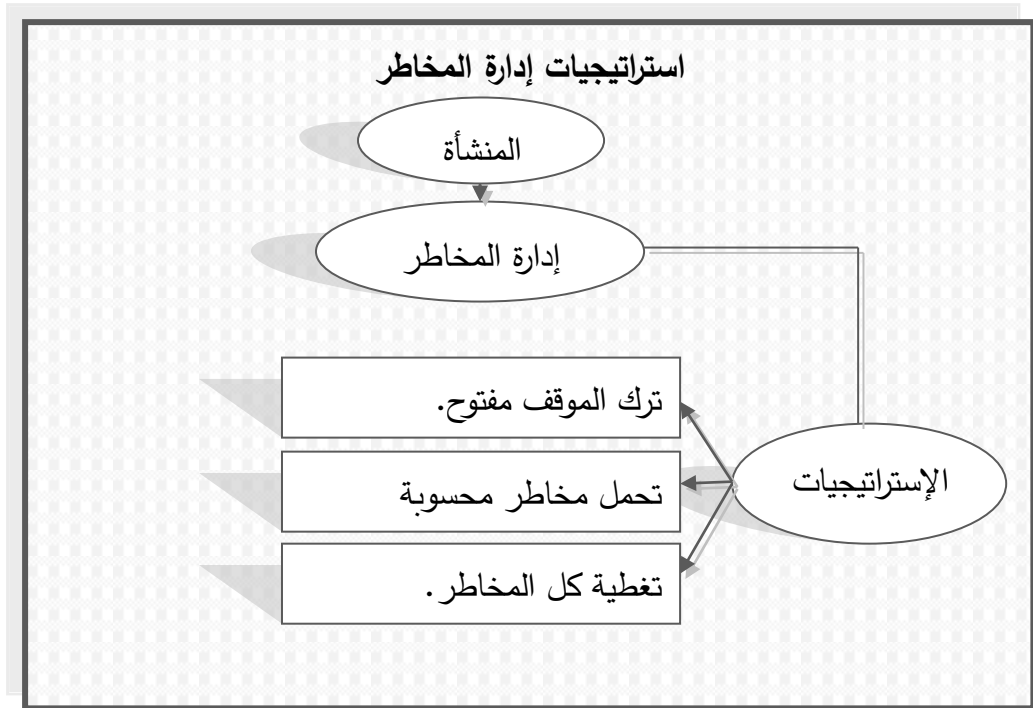
1. طرح شكل جديد من التمويل الأقل خطورة على المنشأة (مثل: السندات القابلة للتحويل، أو السندات القابلة للاستدعاء، أو الأسهم الممتازة بدلاً من السندات العادية).
2. استبدال الأوراق المالية الحالية بأوراق مالية ذات خصائص مختلفة.
3. إعادة شراء الأسهم نقداً "من السوق المفتوح".

وبمراجعة أدوات إعادة الهيكلة يمكن القول أنها جميعاً تقع ضمن إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة، حيث إنها تسعى إلى تخفيض مستوى المخاطر المالية (كما هو الحال

عند إعادة الهيكلة المالية)، أو تسعى إلى تكوين محفظة استثمارات ذات كفاءة، بحيث يتناسب عائدها مع المخاطر الخاصة بها (كما هو الحال عند إعادة هيكلة الأصول). وأياً كانت الأدوات المستخدمة، فإن الهدف النهائي لعمليات إعادة الهيكلة للمنشأة يتمثل في تعظيم القيمة السوقية للشركة، وهو ما يتوافق مع الإطار العام لنظرية التمويل ومدخل خلق القيمة.

وعلى ضوء نظرية التمويل، ينبغي إدراك أن إدارة المخاطر المالية بالشركة باعتبارها تسعى إلى تغيير شكل العلاقة بين العائد والخطر بهدف تعظيم القيمة - ترتبط بجميع القرارات والممارسات المالية التي تتم، كما أنها ترتبط بجميع البنود التي تشملها الميزانية وسواء أكان في جانب الأصول (هيكل الاستثمار)، أم في جانب الخصوم ورأس المال (هيكل التمويل).

شكل (2)

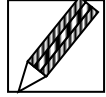


أسئلة تقويم ذاتي



1. عرف إدارة المخاطر.
2. كيف يمكن إدارة المخاطر بكفاءة؟
3. اذكر بالشرح الموجز الإستراتيجيات المستخدمة لإدارة المخاطر المالية.

تدريب (3)



يمكن تحديد تسعة أساليب مالية تستطيع الشركات المختلفة استخدامها في إدارة الخطر المالي وذلك بما يتسق مع نظرية التمويل والإدارة المالية، عليه استنتج هذه الأساليب بدون شرح.

4. إدارة وقياس المخاطر

1.4 خطوات إدارة المخاطر

أولاً: تحديد المخاطر:

تعتبر الخطوة الأولى في إدارة المخاطر هي تحديدها، حيث إن كل منتج أو خدمة يقدمها المصرف تتطوي على مخاطر عدة، مثلاً في حال منح قرض، فإنه ينجم عنه أربعة مخاطر، وهي مخاطر الائتمان، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر السيولة، والمخاطر التشغيلية. وعليه فإن تحديد المخاطر يجب أن تكون عملية مستمرة من أجل فهم وإدراك المخاطر على مستوى كل عملية أو نشاط من أنشطة المصرف.

ثانياً: قياس المخاطر:

يتم بعد تحديد المخاطر التي قد يتعرض لها المصرف قياس مستوى هذه المخاطر، بحيث يجب الأخذ بالاعتبار عند القياس أن كل نوع من المخاطر له ثلاثة أبعاد، وهي حجم الخطر ومدته واحتمالية حدوثه، ولذلك فإن القياس الصحيح للمخاطر والذي يتم في الوقت المناسب يعتبر أمراً بالغ الأهمية في عملية إدارة المخاطر.

ثالثاً: ضبط / تخفيض المخاطر:

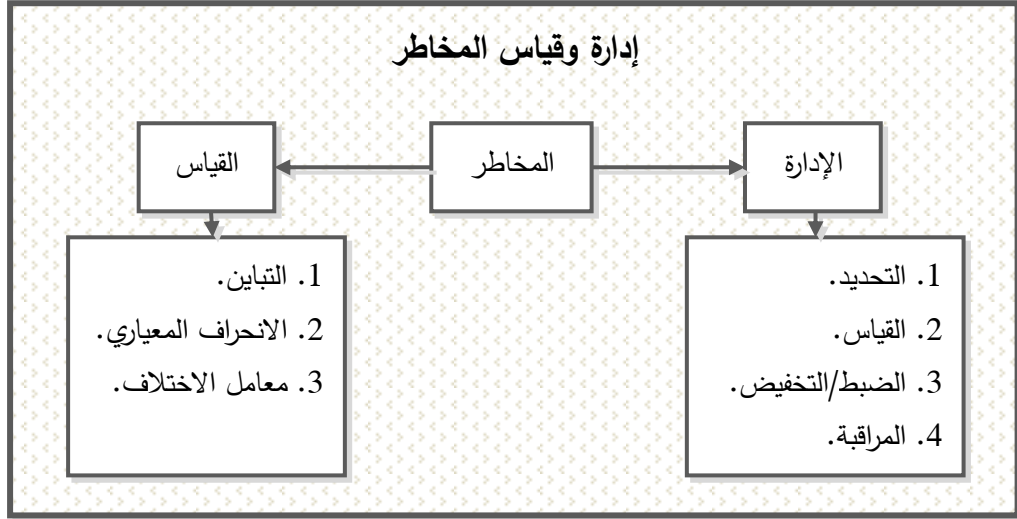
بعد تحديد المخاطر وقياسها يتم وضع المعايير المناسبة لضبط هذه المخاطر، بمعنى آخر تجنب أو تخفيض الخسائر المحتملة التي يتعرض لها المصرف لدى ممارسته أنشطته المختلفة، ويتحقق ذلك من خلال ثلاث طرق أساسية:

- أ. تجنب الدخول في أسواق أو منتجات معينة.
- ب. وضع قيود على بعض الأنشطة كسقف الائت مان والتداول والم تاجرة وتحد يد الصلاحيات للمستويات الإدارية المختلفة.
- ج. إلغاء تأثير المخاطر من خلال أسلوب التأمين مقابلها وأسلوب الإسناد الخارجي.

رابعاً: مراقبة المخاطر:

تعتبر هذه الخطوة جوهرية في إدارة المخاطر، وكونها تبقى إدارة المصرف قادرة على السيطرة على المخاطر التي يواجهها المصرف، حيث يجب أن يتوفر نظام معلومات قادر على تحديد وقياس المخاطر بدقة، وبالوقت نفسه قادر على مراقبة التغييرات المهمة في وضع المخاطر لدى المصرف.

شكل (3)



نشاط

مستخدماً شبكة (الإنترنت) ابحث عن بحث بعنوان: "دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية"، وادرسه جيداً، وقارن بما درست في هذا المقرر.



2.4 قياس المخاطر الكلية

لقياس المخاطرة نستعمل من علم الإحصاء، مثل الانحراف المعياري الذي يعتبر مقياساً يقيس مدى تشتت القيم حول وسطها الحسابي، يعرف بالانحراف المعياري وكلمة كان الانحراف المعياري أكبر كانت إمكانية تحقق قيم بعيدة عن القيمة المتوقعة أكبر، وبالتالي تكون المخاطرة أكبر.

تشمل طرق قياس المخاطر الكلية الآتي:

أولاً: التباين:

$$\sigma^2 = \sum_{s=1}^n \text{ح س (م س - ق م)}^2$$

حيث أن:

- ح س: وزن الاحتمال (س)
- م س: العائد المتوقع في ظل الاحتمال (س)
- ق م: القيمة المتوقعة للعائد (ن)

وبناء على المثال السابق ذكره يمكن حساب التباين كالتالي:

$$\sigma^2 = 2(0.135 - 0.20)(-0.20) + 2(0.135 - 0.15)(0.30) + 2(0.135 - 0.40)(-0.25) + 2(0.135 - 0.30)(0.10) = 0.0305$$

ثانياً: الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

أي حساب الجذر التربيعي للتباين.

ملاحظة: كلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.

نشاط

مستخدماً أرقاماً افتراضية وضح لأحد الزملاء كيف تقيس المخاطر الكلية عن طريق:



1. التباين.

2. الانحراف المعياري.

ثالثاً: معامل الاختلاف:

يمكن أن تظهر بعض المشكلات عند استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر، ويحسب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري (σ) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) وذلك حسب المعادلة التالية:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\sigma}{\text{ق (م)}}$$

حيث أن معامل الاختلاف يزودنا بجمع المخاطر لكل جذيه من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية وبذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل استثمار كأساس في تقدير حجم المخاطر الذي ينطوي عليه كل منهم.

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، أي في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، كما أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردي في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمار تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة.

أسئلة تقويم ذاتي

1. ما الأدوات التي تستخدم لقياس مخاطر الاستثمار.
2. كيف يمكن حساب معامل الاختلاف؟



الخلاصة

عزيزي الدارس، نرحب بك مرة أخرى في نهاية هذه الوحدة، وفي هذا الجزء نوجز معاً أهم المعلومات الرئيسة التي تناولتها في موضوعها: مخاطر الاستثمار.

بداية عرفت الوحدة المخاطر في مجال الاستثمار في مجالين هما: في مجال الإدارة المالية بأنها "الاختلاف في التدفقات النقدية الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة" وفي مجال العمل بأنها "احتمالية تعرض المنشأة إلى خسارة عدم تحقق العائد المتوقع للاستثمار.

بعد ذلك أوضحت الوحدة مخاطر الاستثمار وقسمتها إلى ثلاثة أنواع، هي:

أولاً: المخاطر المنتظرة، وهذه تشمل مخاطر القوة الشرائية، ومخاطر السوق، ومخاطر معدل الفائدة.

ثانياً: المخاطر غير المنتظرة وهذه تتمثل في المخاطر الإدارية، مخاطر الصناعة، مخاطر الدورات التجارية.

ثالثاً: المخاطر الكلية، وهذه تعني التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

انتقلت بعد ذلك الوحدة للحديث عن إدارة المخاطر، وعرفت إدارة الخطر على أنها: "إدارة الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها والتي قد يترتب عليها خسائر محتملة الحدوث إذا لم يتم التعامل معها بشكل مناسب". كما أوضحت الوحدة أن عملية إدارة المخاطر تتضمن ثلاث مراحل أساسية، هي: تعريف الخطر، قياس الخطر، وإدارة الخطر.

كما أن إدارة الخطر يمكن أن تتبع أحد ثلاث إستراتيجيات هي: الاحتفاظ بالخطر، أو تخفيض الخطر، أو تحويل الخطر.

في الجزء الأخير عرفتنا الوحدة بخطوات إدارة الخطر وكيفية قياس الخطر، وتتمثل خطوات إدارة الخطر في:

أولاً: تحديد الخطر.

ثانياً: قياس الخطر.

ثالثاً: ضبط وتخفيض الخطر.

رابعاً: مراقبة الخطر. أما فيما يتعلق بكيفية قياس الخطر فهناك ثلاث طرق رياضية لحسابه، وهي: التباين، الانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف.

لمحة مسبقة عن الوحدة التالية

عزيزي الدارس، نرحب بك وأنت قد أنهيت دراسة الوحدة السابقة وعلى أعتاب دراسة الوحدة التالية، ونخبرك بأنها «ستتناول موضوع أدوات الاستثمار في الإسلام، والتي منها المراجحة والمشاركة والمضاربة».

أيضاً توضح لك الوحدة كيفية تقويم هذه الأدوات الاستثمارية بجانب أهم المخاطر التي تتعرض لها.

ونأمل أن تكون وحدة مفيدة وشيقة،،،

إجابات التدريبات

تدريب (1)

المخاطر العادية هي المخاطر الناتجة من عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، لذلك فإن أسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بالطريقة نفسها ولكن بدرجات متفاوتة، وتكون درجة المخاطر المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الحديد والصلب وصناعة المطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية مثل شركات الطيران. وأن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطرة المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وأسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام، وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.

تدريب (2)

إدارة الخطر لا تعني التخلص منه لأن التخلص من الخطر يعني في الوقت نفسه التخلص من العائد المتوقع.

تدريب (3)

1. زيادة كفاءة الاستخدام للأموال.
2. تقليل نسبة المديونية.
3. الاعتماد على مصادر تمويل أقل خطورة على الشركة.
4. الاستثمار في أصول أكثر سيولة.
5. تقليل نسبة التوزيعات من الأرباح.
6. تقليل حجم الالتزامات النقدية الثابتة.
7. تحقيق التوازن المالي بين هيكل التمويل وهيكل الأصول.
8. تحقيق التوازن النقدي (التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة).
9. تنويع الاستثمارات.

مسرد المصطلحات

➤ شهية المخاطرة (Risk appetite)

يقصد بهذا المصطلح رغبة المستثمرين أين كانوا مضاربين أو مستثمرين في الدخول في استثمارات عالية المخاطر في الظروف الطبيعية حيث تكون الفرصة مواتية لاقتناص الفرص عندما تكون الأسواق المالية في أوضاع مستقرة، حيث ترتفع شهية المخاطرة و تحقيق عوائد عالية و العكس صحيح في أوقات جني الأرباح في الأسواق أو التصحيح أو الأزمات، تتخفض شهية المخاطرة و يبحث المستثمرين عن الأسهم ذات العوائد المنخفضة والمخاطر المنخفضة للمحافظة على رأس المال. معامل بيتا أحد المعايير التي توضح لنا درجة المخاطر في السهم، وفي الوقت نفسه درجة العوائد و إذا، ما أراد المستثمر البحث عن المخاطر أو، ما يعرف بارتفاع شهية المخاطرة، أحد الطرق المناسبة البحث عن معامل بيتا مرتفع واستخدامه كوسيلة لتحديد المخاطر والعوائد.

➤ المخاطر المالية Financial risk

هو مصطلح لأية مخاطر مرتبطة بأي شكل من أشكال التمويل. المخاطر ممكن أن تأخذ شكلاً سلبياً، وهو الفرق بين العوائد الحقيقية و العوائد المتوقعة (عندما تكون العوائد الحقيقية أقل)، أو عدم التأكد من العائد.

➤ الأصول الاستثمارية Investment Assests

يقصد به الاستثمار بشكل عام حياة الموجودات المادية أو المالية، ونميز في هذا الصدد بين مفهومين للاستثمار، مفهوم الاستثمار بالمعنى الاقتصادي أو الحقيقي أو العيني ومفهوم الاستثمار بالمعنى المالي أو المادي.

المصادر والمراجع

1. البراوي، راشد، (1987م)، الموسوعة الاقتصادية، ط2، القاهرة: مكتبة النهضة.
2. السامرائي، سعيد عبود، (1980م)، القاموس الاقتصادي الحديث، ط1، بغداد: مطبعة المعارف.
3. آل شبيب، دريد كامل، (2004م)، مبادئ الإدارة العامة، ط1، عمان: دار المناهج.
4. النجفي، حسن، (1977م)، القاموس الاقتصادي، ط1، بغداد: مطبعة الإدارة المحلية.
5. الهواري، سيد، (1985م) الإدارة المالية – الجزء الأول: الاستثمار والتمويل طويل الأجل، ط: بدون، مصر: دار الجيل للطباعة.
6. طنبب وعبيدات، محمد شفيق ومحمد إبراهيم، (1997م)، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، عمان: دار المستقبل.

