

## الفصل الأول

### مقدمة عامة عن المشتقات المالية وإدارة المخاطر

#### Overview of Financial Derivatives and Risk Management



#### الأهداف التعليمية:

عند الانتهاء من دراسة هذا الفصل، فإنه يتوقع من الطالب أو الدارس له من أن يكون قادراً

على:

1. التمييز ما بين الأنواع المختلفة للمشتقات المالية، والتي تضم كل من العقود الآجلة، وعقود الخيارات، وعقود المستقبلية، وعقود المبادلات أو عقود المقايضات.
2. تحديد المفاهيم الأساسية المرتبطة بالمشتقات المالية مثل التوجه نحو المخاطرة، والبيع القصير، واتفاقيات إعادة الشراء.
3. فهم العلاقة القائمة ما بين ما بين العائد والمخاطرة، وكفاءة الأسواق المالية.
4. استيعاب مفهوم القيمة العادلة أو القيمة السوقية في مجال المشتقات المالية.
5. شرح العلاقة القائمة ما بين الأسواق الفورية وأسواق المشتقات من خلال آليات المراجعة، والتخزين، والتوصيل.
6. بيان الدور المهم الذي تلعبه أسواق المشتقات المالية في الحد والتقليل من المخاطر.
7. فهم الخصائص والمزايا الرئيسية لأسواق المشتقات المالية.
8. تحديد الانتقادات الموجهة إلى المشتقات المالية.



## المقدمة

### أنواع المخاطر الرئيسية:

تواجه مختلف المشاريع أو المؤسسات مهما كانت طبيعة عملها أو نشاطها حالة من عدم التأكد، أو اللاحقين بشأن العوائد المتحققة في المستقبل، إذ أن حالة عدم التأكد تؤدي إلى انحراف في الأرقام الفعلية للعوائد أو التدفقات النقدية الفعلية عن ما هو مخطط أو متوقع لها، أي بمعنى أنه يتم إتخاذ العديد من القرارات في ظل وجود عدداً من المخاطر، وهناك نوعين من المخاطر هما:

#### 1. مخاطر الأعمال Business Risks:

إن هذا النوع من المخاطر يكون ذات ارتباط وصلة بالطبيعة الأساسية للمشروع أو النشاط التجاري، وينشأ هذا النوع من المخاطر من خلال مصادر متعددة من بينها: عدم التأكد بشأن المبيعات الفعلية المتحققة في المستقبل، أو تكلفة المدخلات التي تتعلق بعناصر الإنتاج، والتي تنشأ عن الصعوبة في توفيرها أو ارتفاع تكلفتها في السوق، مخاطر الإدارة، مخاطر الدورات التجارية الخاصة، مخاطر الرفع المالي، مخاطر الرفع التشغيلي. ويطلق على هذا النوع من المخاطر بالمخاطر غير لنظامية (Risk Unsystematic) أو بالمخاطر الخاصة، لأنها تتعلق بشركة أو قطاع معين دون غيره، أو بأصول مالية معينة دون غيرها من الأصول، ويتم مواجهة أو تجنب مخاطر الأعمال عن طريق عمليات التنوع (Risk Diversifiable)، وتقاس من خلال معامل التباين.

#### 2. المخاطر المالية Financial Risk:

إن هذا النوع من المخاطر ينشأ عن عدم التأكد بالنسبة للظروف الاقتصادية العامة، والتي يكون مصدرها كل من معدلات التضخم (مخاطر القوة الشرائية)، والتقلبات في معدلات اسعار الفائدة، والخسائر الناجمة عن التغيرات في اسعار صرف العملات، والتقلب في أسعار الاصول المالية كالاسهم، بالإضافة إلى التقلب في اسعار السلع المختلفة. ويطلق على هذا النوع من المخاطر بالمخاطر النظامية (Risk Systematic) أو مخاطر السوق، ولا يمكن مواجهة أو تجنب هذا النوع من المخاطر عن طريق عمليات التنوع (Nondiversifiable Risk) ولكن يمكن تعديلها، ويتم قياسها من خلال معامل معامل بيتا.

إن عدم التأكد بشأن معدلات أسعار الفائدة في الأسواق، والتي تواجه تقلب كبير يمكن أن يحد من قدرة شركة ما في الحصول على التمويل اللازم لها بتكلفة معقولة ومنتدنية، والتي تستطيع من خلاله توفير منتجاتها وخدماتها. فالشركات التي تعتمد على المواد الخام في الصناعة، يمكن أن تواجه صعوبة في



الحصول على المدخلات الإنتاجية اللازمة لها بسعر مقبول يمكنها من تحقيق ربحاً مقبولاً. ومديرو محافظ الأوراق المالية يتعاملون يومياً مع أسواق مالية لا يمكن التنبؤ بأدائها بشكل كبير، وأمام ذلك تكون التغيرات وحركة الأسواق المالية في بعض الاوقات غير منطقية أو غير عقلانية.

فالنظام المالي يحتوي على العديد من أنواع المخاطر، ولكنه يوفر أدوات مالية قادرة على التعامل مع الاصناف المختلفة من المخاطر، والعمل على الحد والتقليل من حدة هذه المخاطر، وأهم هذه الأدوات هي المشتقات المالية **Financial Derivatives**. والمشتقات المالية تتضمن عقود مالية يتم اشتقاق عائدها من عائد أدوات أخرى. أما الآداة المالية **Financial Instrument** فهي تتضمن الأوراق المالية، والعقود المالية، وبالتالي فإن أداء المشتقات يكون مرتبطاً بأداء الأدوات المالية الأخرى.

وتستخدم المشتقات كأحد الأساليب المهمة والضرورية في مجال إدارة المخاطر المالية، إذ من خلالها تستطيع الشركات والأفراد أن تحول أي مخاطرة غير مرغوبة إلى أطراف أخرى، والتي إما أن يكون لديهم مخاطر تكافئ ذلك أو يريدون تحمل هذه المخاطرة. وإن عملية التحويل للمخاطر من قبل الافراد والشركات يكون مقابل تكلفة. ولكن يحقق كل من الافراد والشركات فوائد كبيرة تتعلق بالحد والتقليل من المخاطر التي يواجهونها.

### أسواق المشتقات المالية **Financial Derivatives Markets**:

يعود تاريخ نشأت المشتقات المالية لقرون ماضية، ولكن حصل هناك نمواً كبيراً في أسواق المشتقات المالية في السنوات الأخيرة، وهي الآن تستخدم على نطاق واسع عن طريق الشركات المساهمة العامة، والمؤسسات المالية، والمستثمرين المحترفين، والأفراد. وهناك أنواع معينة من المشتقات يتم تداولها بنشاط في الأسواق العامة، بشكل يتشابه مع تداولات الأسهم في الاسواق المالية. ومع ذلك، فإن معظم المشتقات يتم خلقها في صفقات خاصة داخل الأسواق غير المنظمة **Over-The-Counter** ويتم تداول المشتقات في الأسواق المنظمة البورصات.

والمشتقات يمكن أن تقوم على "أصول حقيقية **Real Assets**"، والتي هي أصول مادية تتضمن السلع الزراعية، والمعادن، ومصادر الطاقة. ورغم أن القليل من هذه الأصول ستظهر من وقت لآخر في هذا الكتاب، فإن تركيزنا سيوجه نحو المشتقات على "الأصول المالية **Financial Assets**"، التي هي الأسهم، والسندات، والقروض، والعملات الورقية. في هذا الكتاب، سنتعرف على خصائص المؤسسات والأسواق التي يتم فيها تداول هذه الأدوات، والطريقة التي تحدد بها أسعار المشتقات، والاستراتيجيات التي تستخدم بها. وقريباً من نهاية الكتاب، سنغطي الطريقة التي بها تستخدم المشتقات لإدارة المخاطر في شركة ما.



## أسواق المشتقات والأدوات Derivative Markets And Instruments:

قبل الحديث عن أسواق المشتقات لابد لنا من تحديد بعض المفاهيم والمصطلحات المهمة في هذا المجال، والتي تضم ما يلي:

1. المشتقات **Derivatives**: هي أدوات مالية مشتقة خارج الميزانية، بمعنى أنه ليس لها قيمة في ذاتها وانها تستمد قيمتها من الأصول محل التعاقد، وكل المشتقات المالية تقوم على الأداء العشوائي لشيء ما (أصل ما). وهذا هو سبب أن الكلمة "مشتق" هي المصطلح الملائم، فالمشتق "يشترك من أداء شيء آخر (أصل آخر)، والذي يشار إليه باسم "الأصل الذي يقوم عليه المشتق" ومع ذلك فإن مصطلح الأصل الذي يقوم عليه المشتق غير واضح على نحو تام. وهذا الأصل ممكن من الممكن أن يكون على شكل أصول مالية كالأسهم والسندات أو عملات اجنبية، أو قد على شكل عنصراً عشوائياً آخر مثل الطقس، والذي يعتبر ليس من ضمن الأصول، أو قد يكون مشتقاً آخر، مثل عقد مستقبلات أو عقد خيار.

2. الأصل **Asset**: يعتبر بند ملكية ذو قيمة مالية موجبة.

3. الإلتزام **Liability**: يعتبر بند ملكية ذو قيمة مالية سالبة.

4. الآداة **Instrument**: يستخدم لوصف كلاً من الأصول والالتزامات، فالأداة هي مصطلح أكثر عمومية، وغير واضح بما يكفي لاشتمال الأصل أو الإلتزام، والذي يمثل أساس عقود المشتقات.

5. العقد **Contract**: هو اتفاق قانوني ملزم وواجب النفاذ ما بين طرفين هما البائع والمشتري.

6. الورقة المالية **Security**: هي أداة قابلة للتداول تمثل مطالبة على مجموعة من الأصول.

7. الأصل الذي تقوم عليه المشتقات أو الأصول التي تمثل موضوع العقد **Underlying Asset**:

تتطلب عمليات الشراء والبيع أن يتم توصيل الأصل الأساسي فوراً أو بدون فترة قصيرة. والدفع يتم عادةً على الفور، إن اتفاقيات السداد المؤجل يتم استخدامها في بعض الأحيان. وبسبب هذه الخصائص، فإنه هذه الأسواق يطلق عليها اسم "أسواق المال السائل **Cash Markets**". أو "الأسواق الفورية أو الآنية **Spot Markets**". فالبيع يحدث، والثمن يدفع، والسلعة أو الورقة المالية يتم توصيلها. وفي مواقف أخرى، يتم توصيل السلعة أو الورقة المالية في تاريخ لاحق.

## أسواق المشتقات Derivatives Markets

تكون أسواق المشتقات للأدوات التعاقدية التي يتحدد أداؤها من خلال الطريقة التي تؤدي بها أداة أخرى أو أصل آخر. ومثل كل العقود، تكون المشتقات اتفاقيات بين طرفين هما: المشتري والبائع، يقوم كل طرف من خلال الاتفاقية بفعل شيء من أجل الطرف الآخر. هذه العقود لا تكون مجانية، وإنما لها ثمن، فالمشتري يحاول الشراء بأقل الأسعار قدر ما يستطيع، أما البائع يحاول البيع بأعلى الأسعار قدر ما يستطيع.



وبالرغم من وجود عدداً كبيراً من عقود المشتقات تحدث بصورة سرية، في السوق غير الرسمي، ولكن لا يزال هناك عدد كبير من عقود المشتقات التي تحدث من خلال التداولات العامة.

## أنواع عقود المشتقات المالية Types Of Financial Derivatives:

تضم عقود المشتقات المالية عدداً من الأنواع المختلفة هي:

### عقود الخيارات Options Contracts:

الخيار Option هو عقد يتم ما بين طرفين هما المشتري والبائع، والذي من خلاله يتم إعطاء المشتري الحق، بشراء أو بيع أصلاً ما في تاريخ لاحق بسعر يتم الاتفاق عليه اليوم. ولكن ليس هناك إلزام على المشتري.

ويقوم مشتري عقد الخيار بدفع مبلغاً من المال للبائع، يسمى السعر أو العلاوة Premium. وبائع عقد الخيار يكون مستعداً للبيع أو الشراء طبقاً لشروط العقد، وقت ما يشاء المشتري. وأي عقد خيار لشراء أصلاً ما يسمى نداء Call؛ وأي عقد خيار لبيع أصلاً ما يسمى عرض أو طرح Put. ورغم أن عقود الخيار يتم تداولها في الأسواق النظامية، فإن قدرتها ضخماً من عمليات تداول الخيارات يتم إجراؤه بصورة سرية ما بين الطرفين، حيث يتفقان أن التعاقد مع بعضهما البعض قد يكون مفضلاً عن أي صفقة مكشوفة (مقيدة) وعلنية في البورصة. وهذا النوع من الأسواق، والذي يسمى بالسوق غير النظامي Over-The-Counter أو غير الرسمي، وهذا السوق كان في الحقيقة أول نوع من أسواق الخيارات. وقد عمل على تكوين سوق نظامي لتداول الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1973 وخفض الفائدة في أسواق الخيار غير النظامية؛ ومع ذلك، عاد السوق غير النظامي إلى الحياة، وهو الآن كبير جداً، ويستخدم على نطاق واسع عن طريق كل من الشركات المساهمة والمؤسسات المالية.

وأمام ذلك هناك نوعين من الخيارات هما:

#### أ. خيار الشراء Call Option:

يعطي المشتري لخيار الشراء الحق وليس الإلزام بشراء الأصل محل العقد إذا ما رغب محرم الخيار خلال فترة تنتهي في تاريخ محدد وبسعر محدد مسبقاً عند التعاقد، وعلى محرم الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق من خلال بيع الأصل محل العقد عندما يطلب مشتري خيار الشراء ذلك ومقابل العلاوة أو المكافأة التي حصل عليها مقدماً عند عملية التعاقد.

#### ب. خيار البيع Put Option:

يعطي مشتري خيار البيع الحق وليس الإلزام في بيع الأصل محل العقد إذا ما رغب إلى بائع الخيار (محرر الخيار) خلال فترة تنتهي في تاريخ محدد وبسعر محدد عند التعاقد، وعلى محرم الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب المشتري لخيار البيع، وذلك مقابل العلاوة أو المكافأة التي حصل عليها من مشتري خيار البيع مقدماً عند عملية التعاقد.



### والخيارات التي سيتم التركيز عليها هي:

1. عقود الخيارات التي يتم تداولها في البورصات النظامية، ولكن مبادئ تسعير واستخدام الخيارات هي نفسها بشكل كبير، بغض النظر عن المكان الذي يتم فيه تداول هذه الخيارات. فالعديد من عقود الخيارات الأكثر أهمية تقوم على أساس شراء أو بيع أصول مالية، مثل الأسهم والسندات.
2. عقود خيار تتم على العقود المستقبلية، والمعادن، والعملات الأجنبية، والعديد من الأنواع الأخرى للاتفاقيات المالية، مثل خطوط الدين الائتماني، وضمانات القروض، والتأمين، وهي أشكال من عقود الخيار. فوق ذلك، فإن السهم العادي نفسه هو عقد خيار على أصول الشركة.

### العقود الآجلة Forward Contracts :

يعتبر العقد الآجل هو تعاقد ما بين طرفين هما: المشتري والبائع، ويقوم على أساس التعاقد على شراء أو بيع أصلاً عند تاريخ لاحق بسعر يتم الاتفاق عليه اليوم. والعقد الآجل يبدو شبيهاً بعقد الخيار، ولكن عقد الخيار يحمل الحق، وليس الالتزام، في التقدم بالصفقة، وإذا كان سعر السلعة المعنية يتغير، قد يقرر حامل عقد الخيار الامتناع عن الشراء أو البيع عند السعر المحدد. على الجانب الآخر، بينما في العقود الآجلة يحمل الطرفان التزاماً بشراء أو بيع السلعة في النهاية.

ورغم أن أسواق العقود الآجلة، كانت موجودة منذ زمن طويل، ولكنها أقل شيوعاً. وبالعكس أسواق الخيارات، بسبب أنها لا تمتلك مرافق مادية للتداول؛ ليس هناك مبنى أو كيان تجاري رسمي منظم كسوق. ف يتم تداولها على نحو تام في السوق غير النظامي، والذي يتم من خلال الاتصالات المباشرة بين المؤسسات المالية الرئيسية.

وأسواق العقود الآجلة لأسعار الصرف الأجنبية كانت موجودة منذ سنين طويلة. ومع النمو السريع لأسواق المشتقات، شهدنا انفجاراً في نمو أسواق العقود الآجلة للأدوات الأخرى. والآن أصبح من السهل دخول عقود آجلة لمؤشر سهم أو بترول، بنفس سهولة تداول العملات الأجنبية.

### عقود المستقبلات Future Contracts :

تتضمن عقود المستقبلات التعاقد ما بين طرفين هما: المشتري والبائع، وتستند هذه العقود على شراء أو بيع أصلاً معين عند وقت في المستقبل بسعر يتم الاتفاق عليه اليوم أو محدد مسبقاً عند التعاقد، على أن يتم تسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق في المستقبل.

إن هذا النوع من العقود يتم تداوله في بورصة المستقبلات ويكون عرضة لإجراء تسويات يومية. وعقود المستقبلات تطورت من خلال العقود الآجلة، وهناك تشابه كبير بينهما من حيث الخصائص. في



البورصة النظامية، تسمى "أسواق المستقبلية Futures Markets". على سبيل المثال، يكون باستطاعة المشتري في سوق المستقبلية، والذي يكون ملتزم بشراء السلعة في تاريخ لاحق من بيع العقد في أسواق المستقبلية، والذي يتخلص من الالتزام بشراء السلعة، وبائع العقود المستقبلية، الذي يكون ملتزم ببيع السلعة في تاريخ لاحق، يستطيع شراء عقد مقابل من خلال أسواق المستقبلية، والذي من خلاله يستطيع التخلص من التزامه في بيع السلعة.

وأيضاً هناك اختلاف جوهري ما بين عقود المستقبلية والعقود الآجلة، فأحد المتطلبات الأساسية في العقود المستقبلية أن يتم إجراء تسوية يومية، وتستند التسوية اليومية على قيام المستثمرين الذين يحققون خسائر بدفع الخسائر كل يوم إلى المستثمرين الذين يحققون أرباحاً. وتتميز أسعار عقود المستقبلية بالتذبذب من يوم لآخر، ويحاول مشترى وبائع العقود أن يحققوا أرباحاً من خلال هذه التغيرات في الأسعار، أو تقليل مخاطر المتاجرة في السلع التي تقوم عليها هذه العقود.

وعقود الخيار على المستقبلية، والتي تسمى أحياناً "خيارات السلعة Commodity Options" أو "خيارات المستقبلية Futures Options"، فهي تركيبة هامة من أسواق المستقبلية وأسواق الخيارات. وعقد الخيار على المستقبلية يعطي المشتري الحق في شراء أو بيع عقد مستقبلية ما عند تاريخ لاحق بسعر يتم الاتفاق عليه اليوم. وعقود الخيار على المستقبلية يتم تداولها في بورصات المستقبلية وهي حالة نادرة يكون فيها العقد المشتق والأداة التي يتم اشتقاقه عليها يتم تداولها جنباً إلى جنب في سوق مفتوح. ورغم أن المستقبلية مشابهة جداً لعقود الخيارات في الأصول القائمة عليها، فهناك عدد قليل من الاختلافات الهامة بينهما.

### عقود المبادلات أو المقايضات Swaps Contracts :

عقد المبادلة Swap يتضمن تعاقداً، يتفق ويوافق فيه الطرفان على تبادل التدفقات النقدية. على سبيل المثال، أحد الأطراف يستقبل حالياً نقداً سائلاً من أحد الاستثمارات ولكنه يفضل نوعاً آخر من الاستثمار تكون فيه التدفقات النقدية غير منتظمة، ويقوم هذا الطرف بالاتصال مع وسيط مبادلة، وشركة تعمل في السوق غير النظامي، والتي تأخذ الجانب المقابل من العملية. ونتيجة لذلك، تقوم الشركة والوسيط بتبادل تيارات من التدفقات النقدية غير المنتظمة. واعتماداً على ما يحدث لاحقاً للأسعار أو أسعار الفائدة، قد يحصل أحد الأطراف على أرباحاً على حساب تكلفة الطرف الآخر. ويمكن أن تختار شركة ربط الأقساط التي تدفعها في عقد المبادلة بسعر السلعة، و يسمى في هذه الحالة عقد مبادلة السلعة. ويمكن لشركة أن تشتري عقد خيار لتدخل إلى عقد المبادلة، وهو يسمى في هذه الحالة خيار المبادلة Swaption، ويمكن النظر إلى عقود المبادلة كتوليفة من العقود الآجلة، وخيارات المبادلة.



وعقود مبادلة سعر الفائدة **Interest Rate** تشكل أكثر من 60 % من قيمة سوق المشتقات غير النظامي. ولكن عقود مبادلة سعر الفائدة هي فقط نوع واحد من أنواع كثيرة للعقود التي تجمع بين عناصر العقود الآجلة، وعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، على سبيل المثال، شركة تقترض مالياً بمعدل فائدة متغير، وبالتالي فهي تكون عرضة لأسعار الفائدة المتزايدة. ومع ذلك فهي تستطيع خفض المخاطرة عن طريق شراء تغطية أو حماية لمواجهة التغيرات الحاصلة في معدلات أسعار الفائدة، والتي هي في الأساس عقد خيار يعود بثمنه متى تجاوزت أسعار الفائدة عن حد معين ما. ويمكن أن تختار شركة ما شراء عقد خيار، والذي يعتمد أداؤه ليس على كيفية أداء أصل واحد، ولكن يعتمد أداؤه على أفضل أو أسوأ أداء لأصلين (أو حتى أكثر من أصلين)؛ ويطلق على ذلك بعقد الخيار البديل.

### Alternative Option.

وبعض من أنواع العقود هذه يشار إليها بأنها "هجينه Hybrids" لأنها تجمع عناصر من عدة أنواع أخرى من العقود. وكلها هي مؤشرات على براعة المشاركين في الأسواق المالية اليوم، والذين يقومون على الدوام بخلق منتجات جديدة ومفيدة لتلبية الاحتياجات المتنوعة للمستثمرين. إن هذه العملية تعمل على خلق منتجات مالية جديدة يشار إليها باسم "الهندسة المالية Financial Engineering". وهذه الأدوات الهجينة تمثل آثار التقدم، والتطور في النظام المالي. وهي أمثلة للتغيير والتجديد والإبداع، التي قادت إلى تحسن الفرص في مجال إدارة المخاطر.

## أهداف الإستثمار في المشتقات Purpose Of Investment In Derivatives:

هناك هدفين رئيسيين للاستثمار في المشتقات هما:

### 1. المضاربة Speculation:

يتضمن هذا الهدف جني أرباحاً مرتفعة من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي، وذلك عن طريق المراهنة على التغيرات والتحركات في الأسعار المستقبلية للأوراق المالية التي تضمن تحقيق ارباحاً مرتفعة، إذ أن هناك فرق بين هدف المستثمر أو المضارب في مجال استخدام السوق الفوري وبين هدفه باستخدام السوق الآجل. إذ يتطلب عند شراء أوراقاً مالية من السوق الفوري الإلتزام بدفعات نقدية مبدئية مساوية للقيمة الكلية للأوراق المالية، بينما التوجه نحو شراء أوراقاً مالية من خلال التعامل بالسوق الآجل سوف لا يتطلب من المضارب أية دفعة نقدية، الأمر الذي يحقله درجة عالية من مزايا الرفع المالي مقارنةً مع الأسواق الفورية.



## 2. التحوط Hedging:

يتضمن هذا الهدف هو عملية التحوط مقابل احتمالات التذبذب في أسعار الأوراق المالية التي قد تنشأ نتيجة التقلبات في اسعار الفائدة أو أسعار الصرف، إذ يستخدم المستثمرون المشتقات المالية عندما يكونون في وضع يواجهون فيه مخاطر مرتبطة بسعر أصل معين من اجل الحد والتقليل من تلك المخاطر، ولكن هناك مخاطر عالية قد تنشأ من جراء الاستثمار في أدوات المشتقات تكون عادةً نتيجة لحالات عدم التأكد في اسعار الآوراق المالية، بسبب انها عقوداً مالية يتم العمل على تنفيذها في المستقبل وليس في الحاضر.

## تفضيلات المخاطرة Risk Preferences:

ينقسم المستثمرون حسب تفضيلاتهم الاستثمارية إلى ثلاثة أمطاط هي:

### 1. المستثمر المحافظ Conseravtive Investor:

إن هذا النوع من المستثمرين يكون حساساً تجاه عنصر المخاطرة، أي بمعنى أنه أنه يعطي عامل الأمان الأولوية دون غيره، وويندرج تحت هذه الفئة من المستثمرين كل من الاشخاص كبار السن، وذوي الدخل المحدود.

### 2. المستثمر المضارب Speculator Investor:

إن هذا النوع من المستثمرين تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية، لأنه يكون على استعداد لخوض مجالات استثمارية خطيرة مقابل حصوله على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار، أي بمعنى أنه يعطي الآولية لعامل الربحية دون غيره. ويندرج تحت هذه الفئة من المستثمرين كل من الاشخاص صغار السن، أو بين المستثمرين الكبار الذين يمتلكون محافظ استثمارية كبيرة.

### 3. المستثمر المتوازن Balanced Investor:

إن هذا النوع من المستثمرين يتصف بكونه عقلائي أو رشيد، لأنه يوجه اهتمامه لكل من عنصري العائد والمخاطرة على نحو متوازن، وبالتالي تكون حساسيته تجاه مستويات المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة ملائمة، والتي تراعي تنويع محافظ الاستثمار ضمن كيفية تعمل على تعظيم العائد، وتدني مستويات المخاطرة، ويندرج تحت هذه الفئة الغالبية العظمى من المستثمرين.



### مثال:

افترض أنك كنت تواجه نتيجتين متساويتين في الاحتمال. إذا حدثت النتيجة الأولى، تحصل على مبلغ (5) دينار، وإذا حدثت النتيجة الثانية فإنك سوف تحصل على مبلغ (2) دينار، ومن خلال أساسيات الإحصاء، تكون النتيجة المتوقعة لهذه الاحتمالات هي: 5 دنانير (0.5) + 2 دينار (0.5) = 3.5 دنانير، وهو يمثل المبلغ المتوقع الذي يمكنك أن تحصل عليه في المتوسط بعد ممارسة اللعبة عدة مرات. وهناك سؤال لا بد من القيام بطرحه في هذا السياق هو، ما هو المبلغ الذي ستكون مستعداً لدفعه لخوض هذه المخاطرة؟ إذا قلت أنه 3.5 دنانير فأنت عند هذه الحالة لا تدرك مستويات المخاطرة المتأصلة في هذا الموقف. أنت ببساطة تقول أن هذا الموقف سيحقق لي تجارة عادلة حيث انه سيعطيني مبلغ 3.5 دينار مقابل فرصة للحصول على ربح بمبلغ 3.5 دينار في المتوسط. أنت في هذه الحالة سيتم تسميتك بأنك «محايد للمخاطرة **Neutral Risk**»، بمعنى أنك لا تبالي بالمخاطرة. ومع ذلك، فإن معظم الأفراد لن يجدوا هذه تجارة عادلة. إذ أن هم يدركون أن مبلغ 3.5 دينار التي تدفعها هي قيمة مؤكدة، بينما مبلغ 3.5 دينار التي تتوقع استقبالها يتم تحقيقها باحتمال متوسط فقط، في الحقيقة، إذا لعبت مرتين، فإنك تخسر مبلغ 1.5 دينار مرة، وبعد ذلك تستعيدها، ومن المحتمل أنك ستشعر بصورة أسوأ مما لو لم تكن قد لعبت اللعبة، على الإطلاق.

وأمام ذلك يتبين لنا بأن معظم الأفراد يتصفون بأنهم متجنبون للمخاطر **Risk Aversion**. وبالتالي فإنهم سيدفعون مبلغ أقل من 3,5 دينار لخوض هذه المخاطرة. ولأي مدى يقل المبلغ عن ذلك يعتمد على درجات كراهية أو تجنب المخاطرة من قبل الافراد. وبافتراض أنك ستدفع مبلغ 3,25 دنانير، وعلى ذلك يمثل الفرق ما بين مبلغ 3,50 دنانير و مبلغ 3,25 دنانير هو "علاوة المخاطرة أو المكافأة، **Risk Premium**" وهذا يمثل العائد الإضافي الذي تتوقع ربحه في المتوسط لتبرير خوض المخاطرة.

وبالرغم من أن معظم الناس هم بالفعل متجنبون للمخاطرة، ولكن في أسواق المشتقات نستطيع تقدير القيمة الفعلية للمشتقات، إذا كان أن أصحاب السوق المحددين للأسعار هم محايدين للمخاطرة. ويتضح من ذلك أنه في أي سوق هناك من هم المتجنبين للمخاطرة أو الكارهين للمخاطرة، ونحصل على نفس التقديرات التي نحصل عليها في عالم محايد للمخاطرة. وتعد هذه النقطة من النقاط المهمة في تفسير وفهم أسواق المشتقات المالية.



## البيع القصير (المكشوف) Short Selling :

إذا بدأنا بالفعل في أحد المسارات الاستثمارية، من المحتمل أنك قد تعرضت لعملية البيع على المكشوف (البيع القصير). فالبيع القصير هو صفقة ضرورية ترتبط بتكوين أسواق المشتقات، فالتكاليف المرتبطة بالبيع القصير تمتلك تأثيراً مباشراً على تسعير المشتقات.

### آلية البيع القصير (المكشوف):

تتضمن الصفقات النموذجية في أسواق الأسهم، قيام أحد الأطراف بعملية شراء سهم من طرف آخر. ومن الممكن أن يكون الطرف الذي يقوم ببيع هذا السهم إلى الطرف الآخر، لا يمتلك هذا السهم فعلاً. إن هذا الطرف قد يتجه نحو إقتراض هذا السهم من أحد الوسطاء. وعند هذه الحالة يطلق على هذا الشخص بالبائع على المكشوف أو البيع القصير. وهو يتجه نحو القيام بالبيع على المكشوف (البيع القصير) لأنه يتوقع بأن سعر السهم سوف يتجه نحو الهبوط، والذي عنده سيقوم البائع على المكشوف بإعادة شراء السهم عند سعر أقل، محصلاً ربحاً ويعيد للوسيط أسهمه. ويحتمل أنك سمعت التعبير ”لا تباع نفسك على المكشوف“ **Don't Sell Yourself Short**، والذي يعني ببساطة ألا تظهر نفسك على أنك أقل موهبة أو أقل صواباً من شخص آخر. وبالمثل، أي بائع على المكشوف يرى السهم على أنه يستحق أقل من سعر السوق لهذا السهم، أي بمعنى أن هذا السهم مقيماً بأعلى من سعره.

والتوجه نحو عمليات البيع على المكشوف (البيع القصير) يخلق إلتزام، لأن البائع على المكشوف ملتزم ومظطر بأن يقوم في يوم ما بإعادة شراء السهم، وإعادته للوسيط الذي تم من خلاله الحصول على هذا السهم.

وهناك أوجه اختلاف كبيره ما بين القرض العادي وعمليات البيع على المكشوف (البيع القصير)، إذ أن القرض العادي يستطيع من خلاله المقترض أو المدين من التحديد الفعلي للمبلغ الذي يجب عليه أن يعيده إلى المقرض أو الجهة الدائنة في نهاية مدة القرض، بينما عمليات البيع على المكشوف لا يستطيع البائع من تحديد المبلغ الذي يجب عليه دفعه لإعادة شراء الاسهم. وأمام ذلك تعتبر عمليات البيع المكشوف أكثر خطورة بالمقارنة مع القروض العادية. وبالتالي تعد عمليات البيع على المكشوف استراتيجية استثمارية شديدة الجراً، لكونها على درجة عالية من الخطورة.

### فوائد وعيوب البيع على المكشوف (البيع القصير):

يمكن للبيع على المكشوف أن يكون مفيداً جداً في أن مخاطرة اتخاذ مركز قصير (مكشوف) يمكن أن تفيد في تعويض مخاطرة المراكز الطويلة (المغطاة) **Long Positions**. وبدلاً من ذلك، يمكن لاتخاذ مركز قصير (مكشوف) في أحد المشتقات أن يثبت بأنه ذات فعالية أكثر. فالبيع على المكشوف (البيع القصير) للأسهم العادية يمكن أن يكون معقداً ومكلفاً جداً بالنسبة لشراء الأسهم، بينما اتخاذ مركز قصير (مكشوف)