

## الفصل السادس مخاطر الاستثمار والتمويل

### مفهوم وأهمية الاستثمار:

أولاً: مفهوم الاستثمار : مفهوم الاستثمار في اللغة:

إن كلمة استثمار علي وزن استفعال، فهي مأخوذة من ثمر، ورد في اللغة العربية، ان الثمر هو العمل الذي تخرجه الشجرة<sup>(١)</sup>، وأثمر الشجر يعني ظهر الثمر، والشجر المثمر هو الذي فيه ثمر، الثمر هي النسل والولد<sup>(٢)</sup>، فالثمر ما ينتجه الشجر، والولد ما ينتجه الوالد، وان ثمر الرجل ماله بمعنى نمة وكثرة، وثمار المال ما ينتجه في أوقات دورية، والثمر يقصد به بلوغ<sup>(٣)</sup>.

### مفهوم الاستثمار في الفكر الاقتصادي:

الاستثمار هو شراء أو تكوين أصول إنتاجيه كالمباني والمعدات وتجهيزات المصانع والآلات والمركبات. وعرف الاستثمار بأنه شراء كل من شأنه أن يؤدي إلي زيادة حقيقية في السلع والأدوات الإنتاجية، فالاستثمار تيار من الإنفاق علي الجديد من السلع الرأسمالية الثابتة مثل المصانع والآلات المواد الإنتاجية وإضافة المخزون السلعي مثل المواد الأولية والسلع الوسيطة والسلع النهائية خلال فتره زمنية معينه<sup>(٤)</sup>. وعرف الاستثمار بأنه معدل التراكم الرأسمالي، أي انه إضافة إلى الأصول الإنتاجية.

### مفهوم الاستثمار في الفكر المحاسبي:

هو أصل تحتفظ به المنشأة لتنمية ثروتها من خلال ما يتولد عنه من إيرادات من خلال التزايد في القيمة الرأسمالية لهذا الأصل، أو من اجل حصول المنشأة المستثمرة علي منافع أخري وفيما عدا الاستثمارات العقارية<sup>(٥)</sup>.

(١) أحمد بن محمد علي المقري، كتاب المصباح المنير، ج ١ - ٢، (بيروت: دار القلم، دت)، ص ١٦٥.

(٢) أين منور، لسان العرب، ج ٤، (بيروت: دار صابر، ١٩٨٨م)، ص ١٠٧.

(٣) الطاهر أحمد الزاوي، ترتيب القاموس المحيط علي طريقة المصباح المنير أساس البلاغة، المجلد الأول، ط ٢، (بيروت: دار الفكر، ١٩٧٠م)، ص ٤١٧.

(٤) عبد الرحمن يسري أحمد، النظرية الاقتصادية الكلية "مدخل حديث"، الدار الجامعية، ٢٠٠٠م، ص ١٠٤.

(٥) لجنة المعايير المحاسبية الدولية، المعايير المحاسبية الدولية، (عمان: المجمع العربي للمحاسبين، ١٩٩٩م)، ص ٤٩٣.

إن الاستثمار ينطوي علي زيادة المنفعة أو زيادة الموارد وذلك لأن توظيف مبلغ ما في عمل معين أو استخدام مبلغ ما في نشاط ما يعني تشغيل لليد العاملة وأن مشروع ما سيتم، كما أن هذا سوف يحرك الطلب علي بعض المواد التي سيتم استخدامها في إنتاج السلعة المطلوبة أو تقديم الخدمة المعينة.

١. إن الاستثمار في الفكر الاقتصادي يعني شراء وإحلال الأصول الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج والإنفاق سواء كان في شكل أصول رأسمالية أو مخزون سلعي.

٢. أن الاستثمار في الفكر المحاسبي يعني الاحتفاظ بالأصول من خلال ما يتولد عنها من إيرادات أو العائد عن بيع الأصول الرأسمالية وذلك من الفرق بين (شراء الأصل وعند البيع) الربح الرأسمالي.

#### ثانياً: أهمية الاستثمار :

وتتمثل أهمية الاستثمار في الآتي<sup>(١)</sup>:

١. مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثروة الوطنية وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعاً من الإضافة إلي الموارد المتاحة إلي تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن المواد المتاحة.
٢. مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجيا الحديثة والمتطورة وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.
٣. مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والحصول وبعض أشكال التخلف.
٤. مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أو يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة حديقة أو غيره.
٥. مساهمة الاستثمار في توفير القطع الأجنبي الذي كان سيتم إخرجه من البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع والخدمات محلياً وهذا سوف يساهم في دعم ميزان المدفوعات.

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ١٠-١١.

٦. مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع وهذا أمر يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع والخدمات الأساسية والكمالية كما يساهم في استخدام الموارد المحلية كما المواد الخام والموارد الطبيعية<sup>(١)</sup>.

٧. وأيضاً مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب علي المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الحكومة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضات المصلحة العامة.

٨. مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدول من خلال التوجه إلي إنشاء المشروعات التي تحقق هذه السياسة.

٩. مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها<sup>(٢)</sup>.

وتتبع أهمية الاستثمار في الاقتصاد القومي من حقيقة أنه يقوم بدور فعال وأساسي علي مستويات ثلاثة فعلي المستوى القومي تأتي أهمية هذا المتغير الاقتصادي من أنه أحد أهم المتغيرات الاقتصادية علي الأخلاق في العملية التنموية وعلي مستوى قطاع الأعمال يعتبر الاستثمار هو المؤشر الحقيقي لنشاطات هذا القطاع والعامل الحاسم هو انتعاش أو انحسار النشاطات في قطاع الأعمال. أما علي مستوى القطاعات الاقتصادية فإن الاستثمار يقوم بدور فعال في تطوير قطاعات اقتصادية معينة والتي تؤثر علي إنعاش أو ظهور قطاعات أخرى تمد أثرها إلي بقية القطاعات الأخرى.

لذلك يعتبر الاستثمار من أهم العوامل التي تؤثر علي نمو إجمالي الناتج القومي وعلي التنمية الاقتصادية علي وجه العموم وأن اختلفت أطر الاستثمارات علي نطاق الاقتصاد الاقتصادي القومي وعلي نطاق المشروعات المختلفة من حيث الشمول والأهداف والدوافع والأثر المباشر وعلي كلا المستويين لا تختلف كثيراً.

(١) المرجع السابق، ص ١١.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ١١.

وغنى عن البيان أن توجيه المصادر الاستثمارية نحو المجالات المختلفة تعني ربط هذه الموارد في هذه المجالات المختارة لمدة قد تطول أو تقصر اعتماداً على طبيعة نوعية هذه المشروعات الاستثمارية<sup>(١)</sup>.

### أهداف ومقومات الاستثمار: أولاً: أهداف الاستثمار:

إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرون في القطاع الخاص، وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص.

ففي الاستثمار العام، يمكن ذكر بعض الأهداف منها الآتي<sup>(٢)</sup>:

١. تقديم خدمة معينة للجمهور.
٢. تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.
٣. مكافحة البطالة.
٤. محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
٥. تحسين وضع ميزان المدفوعات.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص فهي<sup>(٣)</sup>:

#### ١/ المحافظة على رأس المال المستثمر:

إن ثمة مقولة يتداولها عامة الناس تقول بأن (صاحب المال جبان) بمعنى أن صاحب المال يخاف على أمواله، فهو يريد أن تبقى أمواله بدون نقصان. فلا شك في أن كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى؛ فهو يسعى إلى عدم تبيد ثروته ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقاً لذلك.

إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن مثلاً ١٠٠٠ ويريد أن يستثمره في مشروع ما فإنه يتأثر قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يضيع بل

(١) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قريباوض، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٩٠.

(٢) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قريباوض، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠٠.

(٣) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قريباوض، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠٠.

سيعود إليه دون نقصان ولذلك تراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها علي هذا المبلغ ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع<sup>(١)</sup>.

## ٢ / تحقيق أقصى عائد ممكن:

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو... الخ. ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر. أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر<sup>(٢)</sup>.

## ٣ / تعظيم القيمة السوقية للأسهم:

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم علي أداء المنشآت والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح هذه المنشأة في السوق ونجاح الإدارة القائمة علي هذه المنشأة<sup>(٣)</sup>.

يقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع؛ فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباح هذه المنشأة. ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور علي ذلك، يتهاافت العديد من المستثمرين علي شراء أسهم هذه المنشأة. وهذا يعني من جهة أخرى زيادة الطلب علي هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً علي تنبؤاتهم المستقبلية<sup>(٤)</sup>.

(١) المرجع السابق، ص ٣٠٠.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ١٠-١١.

(٣) المرجع السابق، ص ١١.

(٤) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ١٣.

## ٤ / تحقيق السيولة: Liquidity

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم. والسيولة هي قدرة المشروع علي الدفع أو قدرته علي سداد التزاماته المترتبة عليه في أي وقت.

وأيضاً قدرته علي تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية، يتم التمييز ما بين:

أ. الأصول السائلة من الدرجة الأولى، مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.

ب. الأصول السائلة من الدرجة الثانية، مثل الأوراق المالية، والذمم المدينة، الأوراق التجارية<sup>(١)</sup>.

ج. الأصول السائلة من الدرجة الثالثة، مثل المخزون والبضاعة في الطريق. ومن هنا يمكن أن يشير إلي أن السيولة النقدية تمثل هدفاً قصيراً الأجل للمستثمر وفي القوت نفسه قيماً علي تحقيق الهدف الإستراتيجي.

إن الهدف من الاستثمار هو هدف مبدئي وهو نمو رأس المال مقاساً من خلال حجم الأصول أما عن الأهداف الأخرى فتمثل في تعظيم الدخل والعمل علي استقرار الدخل الحالي، أو الاستثمار الكثير في أدوات سوق النقد، وحديثاً فعد بين العديد من الشركات هدفها في الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات أخرى إلي شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءً علي طلباتهم. حيث توجد شركات أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقصد نشاطها علي ذلك فقط حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل علي الإيراد الخاص بالأسهم<sup>(٢)</sup>.

(١) المرجع السابق، ص ١٤.

(٢) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قزباقض، مرجع سبق ذكره، ص ٣٢٠.

إنه مضمون إدخال الأموال واستثمارها في المشروعات المختلفة يقوم أساساً علي الفائدة أو المردود الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً عند التضحية بجزء من الاستهلاك في الوقت الحاضر وبعبارة أخرى فإن التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي سيؤدي إلي زيادة في الاستهلاك المستقبلي ولا شك أن عملية الاستهلاك عملية طويلة.

ولكن يعرف المستثمرين أن الاحتفاظ بالنقود لها تكلفة ناجمة عن فرصة بديلة ضائعة فالاحتفاظ بالنقود دون استثمارها يؤدي إلي فقدان أصحابها لعائد كان يمكن الحصول عليه إذا استثمرت هذه الأموال لذلك لا يميل المستثمرين بأن من ميادين الاستثمار المختلفة من أموال صعبة ويجتهدون نحو هذه الميادين لاستثمار أموالهم رغم هذه الظروف لعملهم بأن فرص الحصول علي مردود مجزي من مجهودهم الاستثمارية أكبر إذا ما تم علاج المشروعات الاستثمارية بحرص وإيجابية بناءً علي طرق التحليل العلمي في دراسة واختبار المشروعات<sup>(١)</sup>.

وهناك أهداف أخرى منها الآتي:

١. تعظيم ثروة الملاك<sup>(٢)</sup>:

إن الهدف الأساسي من الاستثمار في منشأة الأعمال هو تعظيم ثروة الملاك والذي يمكن ترجمته من خلال تعظيم أسعار الأسهم العادية للشركة أما هدف تعظيم ثروة الملاك في الفكر الإسلامي فيتمثل في تعظيم ثروة الملاك في ضوء الضوابط الإسلامية الواردة في الأحكام القطعية للشريعة الإسلامية.

٢. تعظيم ثورة الاقتصاد<sup>(٣)</sup>:

إن تعظيم الثروة يزيد من ثروة الأمة لكل حيث يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد إلي تراعى الثروة بالنسبة للاقتصاد لكل، وبالتالي يتحقق الهدف من الاستثمار المتصل في تعظيم ثروة الاقتصاد.

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ١٥.

(٢) سيد هواري وسعيد توفيق، الإدارة المالية قرارات الأجل الطويل وقيمة المنشأة (القاهرة)، مكتبة عين شمس، ١٩٩٨م، ص ٤١.

(٣) علي عباس، الإدارة المالية، عمان: مؤسسة زاهر للنشر، ١٩٩٤م ص ٣٢.

### ٣. توفير فرص العمل:

أن أشد ما يقلق حكومات دول العالم اليوم هو توفير فرص العمل، فالبطالة يمكن أن تتسبب في الكثير من المشاكل، وبما أن الدولة لا تستطيع توفير فرص عمل كافية ضمن مؤسساتها أو أجهزتها فإن الاستثمار يمكن أن يسد هذا النقص.

### ٤. تحقيق النمو الاقتصادي:

لكي يتحقق النمو الاقتصادي في أي مجتمع لابد أن تتوافر ثلاثة مقومات أساسية هي تراكم رأس المال مشتملاً علي كل من الاستثمارات الجديدة من الأرض والمعدات المالية والموارد البشرية.

### ٥. التكيف مع المعايير الدولية:

معايير المحاسبة الدولية ومعايير الشفافية والفساد ومعايير الدين وقد تكون في مرحلة ما هدفاً من أهداف الاستثمار حتى بشتى المستأنف الدخول الأسواق العالمية، ولقد وضعت معايير جوزف ونماذج لبعض المنتجات والخدمات وأصبحت المنشآت الحكومية والخاصة في معظم دول العالم علي معرفة بأهمية تطبيق نماذج الجودة الشاملة.

### ثانياً: مقومات الاستثمار:

تتمثل مقومات الاستثمار في الآتي<sup>(١)</sup>:

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تتطوي علي تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني والآلات، أم أصول متداولة كالنقدية والبضائع والأوراق المالية كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول علي نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر.

ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي رأي قرار باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإن علي المستثمر:

(١) محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل للنشر، ٢٠٠٤م ص ٣٧.

١. أن يضع جميع البدائل المتاحة.
٢. أن يقوم بدراسة هذه البدائل وتحليلها.
٣. أن يقارن بين هذه البدائل من خلال دراسته لها.
٤. أن يختار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.
٥. أن يضع البديل الأمثل موضع التطبيق.

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار حيالها وتتوقف نوعية القرار الذي يتخذه في هذه المواقف وطبيعته، على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من جهة.

### أنواع الاستثمار:

تتمثل أنواع الاستثمار في الآتي<sup>(١)</sup>:

#### أولاً: الاستثمار المباشر:

الاستثمار المباشر يباشره المستثمر بنفسه ويمتلك المستثمر جزء أو كل الاستثمارات في المشروع بالإضافة إلى حقه في إدارة المشروع والرقابة عليه، كما عرف الاستثمار المباشر بأنه معبر توطيد للأموال والإدخارات المتاحة في اقتصاد ما، من قبل الأشخاص والمشروعات التي تنتمي لهذا الاقتصاد، في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسعار سندات أو أوراق تجارية.

#### ثانياً: الاستثمار غير المباشر<sup>(٢)</sup>:

الاستثمار غير المباشر فيتم من خلال الاستثمار في الأوراق المالية كأسهم والسندات ولا يكون للمستثمر الحق في إدارة المشروع.

أ. استثمار أصول مالية واستثمار أصول حقيقية من حيث طبيعة الأصول،

الاستثمار نوعان الأول استثمار أصول مالية، قد ورد

Financial Assests are those represented by apiece of paper where as real assets can be seen tonched

ب. أما الثاني فهو استثمار أصول حقيقية وهي امتلاك أصل مادي علي

أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل.<sup>(٣)</sup>

(١) عبد القادر صالح محمود، حركة رأس المال العالمي والدول النامية، الخرطوم، بنك السودان، مجلة المصرف، العدد الثامن والثلاثون، ديسمبر، ٢٠٠٥م، ص ٨.

(٢) منير إبراهيم هندي، الاستثمار في الأوراق المالية الإسكندرية، مشكاة المصارف ١٩٩٩، ص ٥.

(٣) investment 5th edition (uk: the cib publishing), jane cow dell

ج) استثمارات مكمله واستثمارات بديله واستثمارات متعارضة:  
هنالك أنواع أخرى للاستثمار حتى يتطور العلاقة بينها استثمارات مكمله وذلك عندما يكون تنفيذ المشروع الاستثماري سوف يترتب عليه زيادة في المنافع المتوقعة من المشروع الآخر عن طريق تجارة إيرادات أو تخفيض تكاليف، أما الاستثمارات البديله فإنها عكس المكمله وبالتالي تنفيذ أحد الاستثمارات سوف يترتب عليه تقصى في المنافع المتوقعة من الاستثمار الآخر والاستثمارات المتعارضة عندما يكون قبول أحد الاستثمارات سوف يترتب عليه انعدام المنافع المتوقعة من الاستثمار الآخر أو استحالة تنفيذه.<sup>(١)</sup>

د) الاستثمار من حيث طبيعة النشاط والتوزيع الجغرافي:  
تتنوع الفرص الاستثمارية في مجالات الاستثمار المخلفة كالاستثمارات العقارية والاستثمارات السياحية والاستثمارات الصناعية والاستثمارات الزراعية في جمهورية السودان، يصدر بنك السودان سنوية سياسات تنظيم أعمال المصارف خاصة في توجيه وتوزيع الاستثمار علي القطاعات الاقتصادية أما من حيث التوزيع الجغرافي للاستثمارات هناك استثمارات محلية وهي الأصول والاستثمارات التي ينشئها أو يتولاها المستثمرين في بلد المستثمر واستثمارات خارجية وهي التي تقوم علي رؤوس الأموال المهاجرة من البلد المستثمر علي البلدان المضيفة للاستثمار.<sup>(٢)</sup>  
فهناك أنواع أخرى للاستثمار منها ما يلي:

- الاستثمار الكلي أو الإجمالي.
- الاستثمار الصايف.
- الاستثمار الإحلالي.

#### الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن كل ما ينفق في زيادة الأصول التي تستخدم في عمليات الإنتاج في المجتمع والتي تساعد علي زيادة إجمالي الناتج القومي ويعني ذلك

(١) عبد الحميد محمود إدارة المخاطر الاستثمارية الطبعة ٥، ٢٠٠٠م الإسكندرية، نشأة المعارف ص ١٧.

(٢) أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، ٢٠٠٥م، ص ٩-١٠.

أن الاستثمار الإجمالي يتضمن كل من الاستثمار الصافي والاستثمار الإجمالي<sup>(١)</sup>.

### الاستثمار الصافي:

أما الاستثمار الصافي هو عبارة عن الإنفاق لاستحداث أصول جديدة في المجتمع تستخدم في عمليات الإنتاج، وبالتالي فإن استثمار الصافي هو عبارة عن جهود لزيادة حجم الأصول الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد القومي باستحداث أصول جديدة لم تكن متوفرة من قبل.

وتشهد الدول النامية التي تبذل جهوداً حقيقية في تنمية نفسها والتي تمتلك المقدرات التمويلية الواسعة كالدول المصدرة للبترول علي سبيل المثال، توسعاً كبيراً في استثماراتها الصافية مقارنة مع استثماراتها الإحلالية، ولا شك أن حجم الأصول الإنتاجية في المجتمع لا يمكن أن يزيد إلا بزيادة حجم الاستثمار الصافي<sup>(٢)</sup>.

### الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن الإنفاق للحصول علي أصول يعتبر استبدالها أمراً ضرورياً حتى تستمر في إنتاجها، وكلما زاد حجم الاستثمار الصافي في المجتمع كلما أصبح دور الاستثمار المستقبلي كبيراً لأن عملية التآكل الرأسمالي يجعل للأصول الثابتة أجلاً محددة ينبغي استبدالها عند انقضاء آجالها.

وبالرغم من أن الاستثمار الإحلال لا يزيد حجم الاستثمار الإجمالي في المجتمع إلا أنه عامل مهم جداً في زيادة إجمالي الناتج القومي وفي التنمية الاقتصادية علي وجه العموم<sup>(٣)</sup>.

من حيث الاستثمار في المشروع فمعلوم أنه عبارة عن كل ما يصرف علي المروع لتغطية الجوانب الإنفاقية المختلفة التي تهي للمشروع الخروج إلي حيز الوجود والوقوف علي قدميه ليبدأ في تقويم المنتجات السلعية أو الخدمية المتوقعة منه ويضمن الاستثمار في المشروع ثلاثة جوانب إنفاقية أساسية:

(١) محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٠م)، ص ١٩.  
(٢) رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، (عمان: دار المسيرة للطباعة والنشر، ١٩٩٧م)، ص ٣٣.  
(٣) رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠٠.

١. الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة ويوصف بأنه رأس المال الثابت المحسوس.

٢. الاستثمار في الأصول الثابتة غير الملموسة "المحسوسة" ويطلق عليه رأس المال الثابت غير المحسوس أيضاً.

٣. رأس المال المتداول.

ويشمل الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة أو رأس المال الثابت المحسوس كما يطلق عليه الأرض والمباني والماكينات والمعدات المختلفة والمعامل والسيارات والأثاثات والمعدات المكتبية وما إلى ذلك أما رأس المال الثابت غير المحسوس فيتضمن الأصول غير المحسوسة كبراءات الاختراع وتراخيص الإنتاج واستخدامات التقنية الإنتاجية، كما يتضمن المصروفات الأولية على المشروع كالإنفاق على الدراسات الأولية ومسموحات الأسواق ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية، في حين أن رأس المال العامل يشتمل المواد الخام والسلع الجاهزة ونصف المصنعة، والمخزون والمدينون، والنقدية في الصندوق وحسابات البنك<sup>(١)</sup>.

### مفهوم التمويل

يعتبر التمويل النشاط الرئيسي الذي يركز عليه الاستثمار في الشركات والمؤسسات ويتمثل في كيفية الحصول على الموارد المالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها على الاستخدامات المختلفة.

### ويعرف التمويل بعدة تعريفات هي:

أن التمويل هو عن أو علم أو نظام معالجة القضايا المالية في الدولة أو الشركة وتديبر الأموال والقروض وتنظيم إدارتها<sup>(٢)</sup>.

بمعنى أنه أحد العلوم والفنون في النظرية الاقتصادية لأنه يركز على وصف وتحليل أساليب التمويل المختلفة وتنظيم استخدامها داخل الشركة.

كما ويعني (تديبر الأموال والاهتمام بوجود النقدية في خزائن المنشآت)<sup>(٣)</sup>

بمعنى توفير مصادر الأموال والحصول على الأموال لتغطية مخزون النقدية في

(١) محمد عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، ص ٤٧.

(٢) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (السودان: المكتبة الوطنية، ٢٠٠٦م)، ص ٢٣.

(٣) المرجع السابق ذكره، ص ٢٣.

المؤسسات وضمن الوفاء بالتزامات الشركة المستحقة للغير ويبدأ ذلك علي تركيز التعريف علي الاحتياطات المالية للمنشأة سواءً كانت زراعية أو صناعية أو خدمية أو للأفراد.

كما يعرف بأنه (الحصول علي الأموال ثم إدارتها)<sup>(١)</sup>. ويعني ذلك البحث في كيفية علي المال واستعماله في أوجه الاستخدام الأمثل له. وانه يعني كذلك (تزويد المستثمر بالأموال اللازمة للقيام بالاستثمار<sup>(٢)</sup>)، بمعنى إمداد المستثمرين الذين يوجد لديهم مشروعات أجهزة ولكنها مفتقدة لرأس المال اللازم لقيامها لذلك يتم تمويلها بكل ما تحتاج إليه من مستلزمات. وكما تم تعريفه بأنه (هو احد مجالات المعرفة ويتكون من مجموعه من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول علي الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات<sup>(٣)</sup>).

كما عرف بصور عامة بأنه (عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها أو استخدامه لضمان استمرار عملية إعادة الإنتاج علي مستوى الاقتصاد الوطني ومستوي المنشأة الإنتاجية أو الخدمية<sup>(٤)</sup>). بمعنى إعداد المخصصات التي يتم بها مواجهة الأحداث المشكوك في حدوثها والتي تكون عندما يراد استخدامها وإعادة توزيعها علي مستويات الاستخدام داخل المنشآت في كل الأقسام الإدارية فيها وذلك لتجعلها قادرة علي الاستمرار وتحقيق أهدافها التي ترمي إليها. وكذلك يعرف بأنه (هو تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية واستخداماتها في تكوين القيم المادية والحفاظ علي استمراريتها)<sup>(٥)</sup>.

(١) المرجع السابق ذكره، ص ٢٤.

(٢) فردوبستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م)، ص ٢٠٦.

(٣) الصديق طلحة محمد رحمة، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢.

(٤) الموقع الإلكتروني: [www.arab.ency.com](http://www.arab.ency.com) ٢٠١١/٢/٢١.

(٥) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢.

بمعنى توفير المال اللازم سواء كان نقداً أو في صورة أصول (ثابتة أو متداولة) يمكن تحويلها إلى سيولة بصورة سريعة واستخدام هذا المال في إعداد المركز المالي للمنشآت واستمرار تغذيته المالية.

وعرف أيضاً بأنه المفهوم الواسع (هو جميع المعاملات والصفقات المالية التي تؤدي إلى تغيرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية)<sup>(١)</sup>. بمعنى كل ما تقوم به المنشأة من التزامات تعاقدية من شأنها تغيير في زيادة الأصول أو النقدية الموجودة في المنشأة وكذلك تغيير في الطبقة المألكة لها وتظهر هذه الالتزامات في الميزانية للشركة.

### أهمية التمويل:

أهمية التمويل تأتي أهمية قرارات التمويل من الحاجة إلى الأموال وتتعاظم كلما تعاظمت الحاجة ليه، ويعد قرار التمويل من أهم وظائف الإدارة المالية من حيث حجم ونوع ومدى التمويل المناسب لكل نوع من أنواع الموجودات من أجل تحقيق أهداف المنشأة، إذن قرار التمويل يعد من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة لأنه لا يمكن أن يتخذ قرار استثماري قبل أن يعرف كيفية توفير التمويل اللازم له وقبل اتخاذ القرار التمويل لأبد للإدارة الحالية من التأكد من الأحوال المطلوبة يمكن توفيرها في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة وخلال فترة زمنية مناسبة ويمكن استثمارها في أكثر المجالات فائدة ولا بد من التأكد أن جوهر قرار التمويل تدور حول تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المتاحة المقترضة والمملوكة أما اختيار حصص من مصادر التمويل المقترضة ومصادر التمويل المملوكة لتمويل الاستثمارات تشكل محور القرار المالي<sup>(٢)</sup>.

إن أهمية التمويل تتبع من مدى الحاجة إليه دون الوفاء بمتطلبات الفرد والجماعة، وتحقيق العرض المستهدف منه، وكلما اتسع نطاق التفاضل به وكثر اللجوء إلى كل ما دل ذلك على عمق المصلحة فيه.

(١) الموقع الإلكتروني: [www.arab.ency.com](http://www.arab.ency.com) ٢٠١١/٢/٢١.

(٢) د/ سيد الهوارى، أساسيات الإدارة المالية، ج١، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م)، ص٢٠.

## أهمية التمويل للعملاء:

يعتبر التمويل مصدراً لتبديد الوفورات التمويلية التي يحتاجون لها حسب نوع التمويل من حيث الزمن، فالتمويل قصير الأجل يستخدم لسد الفجوات التمويلية التي يحتاج لها العملات لفترات محددة بدلاً من اللجوء إلي زيادة رأسمالهم وإدخال شركاء جدد، التمويل متوسط يستخدم لتمويل نسبة الأصول الثابتة طويلة يستخدم لتمويل اقتناء الأصول الثابتة.

## أهمية التمويل للاقتصاد القومي:

يساهم التمويل في مقابلة الاحتياجات والحقيق لمختلف نواحي النشاط الاقتصادي بما يعمل علي دفع عجلة التنمية، وسياسات الدولة الرامية إلي الرفاء الاقتصادي والاجتماعي، ويساهم في خلق فرص عمل لحل مشكلة البطالة وزيادة معدل النمو للدخل القومي<sup>(١)</sup>.

## أهداف التمويل:

### تتمثل أهداف التمويل في الآتي<sup>(٢)</sup>:

أن الهدف الأساسي التي تهدف إليه كل مؤسسة اقتصادية هو تحقيق أكبر عائد يقوم بتغطية متطلبات الشركات والمؤسسات وتغطية مستلزماتها والتزاماتها وهناك أهداف أخرى تتمثل في<sup>(٣)</sup>:

- ١- استخدام الموارد التي تم الحصول عليها الاستخدام الأمثل بشكل يؤدي إلي زيادة فعاليات عمليات وإنجازات المؤسسة إلي الحد الأقصى وذلك بالتوصل إلي قرارات استثمارية سليمة وعمليات فعالة مع وجود مصادر أموال مختلفة يمكن الحصول منها علي الأموال واختيار أفضلها.
- ٢- تحقيق أقصى ثروة للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار الشركة في الأسواق المالية.

(١) محمد مكاوي، التمويل المصرفي الإسلامي "المبادئ، الأساليب، الضوابط التطوير"، جامعة المنصورة، ٢٠٠٤م، ص ١٢.

(٢) فردويستون ويوجين براجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م)، ص ص ٢٧-٢٩.

(٣) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥.

- ٣- تحقيق أقصى ربح مقابل تحقيق أقصى ثروة وذلك بزيادة الربح الإجمالي للشركة وزيادة ربحية السهم.
- ٤- توسيع وتضخيم الشركة وتحقيق القيمة القصوى للشركة من ناحية إجمالية.
- ٥- تحقيق رفاهية ومنفعة المجتمع.
- ٦- تحقيق وتقييم الخدمات والمقدرة علي إبقاء واستمرارية الشركة مع الرضي الشخصي والعام.
- ٧- تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف أي التمويل والذي يؤدي استخدامه أي تحقيق إيراد إضافي، والذي يكون بالشروط التي تتناسب مع احتياجات الشركة المرتقبة وحسب حالة الشركة في الوقت الحاضر وفي المستقبل.
- ٨- تحقيق أقصى قيمة حالية للمنشأة ولأصحابها أي تعظيم الربح في الأجل الطويل.
- ٩- تحديد نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال إلي الشركة واستخدامها فيما يحقق الأهداف طويلة الأجل وذلك: بجمع كل المعلومات اللازمة عن طريقة الاستثمار والتمويل المتاحة وتحليل مزود بالمقاييس العلمية التي تساعد في تحقيق الهدف العام والأهداف العامة للشركة بأفضل طريقة ممكنة من استخدام أمثل للأموال<sup>(١)</sup>.
- ١٠- القدرة علي اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الربط بين سياسات الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للإمكانات التمويلية المتاحة في المؤسسات الإنتاجية والخدمية.
- ١١- تحقيق الوالعة المثلي لضمان استمرارية المؤسسات وقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها وتحقيق أفضل ربحية اقتصادية ممكنة.

### أنواع التمويل:

تتمثل أنواع التمويل في الآتي:

أولاً حسب آجال التمويل<sup>(٢)</sup>:

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٩.

(٢) إبراهيم صاحب المجام، نظرية التمويل الدولي، ٢٠٠٢م، ص ٣١.

١. **التمويل قصير الأجل:** وهو التمويل الذي لا يزيد مدته عن عام، ويتم بغرض تمويل النشاط الجاري للعملاء سواء كانت تجارياً أو صناعياً أو خدمياً، ويعمل على تمويل احتياجات دورة رأس المال العامل سواء من خلال تمويل شراء الخامات، تمويل فترة التخزين، أو تمويل فترة البيع الآجل يسد هذا التمويل خلال عام من المنح، يمكن تمديدها أو زيادتها إذا أثبت كفاءة أداة المشروع ويتم السداد من عائد النشاط الجاري للمشروع والإيرادات المتداولة في البيع والتحصيل<sup>(١)</sup>.

٢. **التمويل متوسط الأجل:** وهو التمويل الذي تزيد مدته عن سنة وتتراوح عادة من ثلاث سنوات إلى خمس سنوات، يستخدم هذا التمويل من غير الأغراض التي تستخدم فيها التمويل قصير الأجل، والغرض من هذا التمويل هو تمويل شبة الأصول الثابتة أو لمواجهة مصروفات رأسمالية، ويتم سداد هذا التمويل من فائض التدفقات النقدية بعد سداد كافة الالتزامات التي تبين التدفق النقدي المتوقع.

٣. **التمويل طويل الأجل:** وهو التمويل الذي تزيد مدته عن خمس سنوات ويعني باحتياجات المشروعات الكبيرة التي يستغرق تنفيذها زمناً طويلاً بالقياس إلى التمويل قصير ومتوسط الأجل، ويستخدم هذا التمويل في اقتناء الأصول الثابتة من الآلات ومعدات، أو إنشاء البنية التحتية للمشروعات من مرافق وخلافه ويحتل أهمية خاصة بما يساهم في عمليات تنمية حيوية ويلعب دوراً أساسياً في تمويل المشروع.

#### ثانياً: حسب الضمان:

١. **التمويل المضمون:** وهو التمويل الممنوح مقابل تقديم ضمانات ملموسة (عقارية، سيارات، تأمينية نقدية) أو بضاعة الكفالة الشخصية للغير، ويهدف الحصول على ضمانات إلى تخفيف مخاطر التعثر والتقليل من مخاطره وعدم السداد.

(١) د/ محمد حسن صفوان، أساسيات العمل المصرفي، دار وائل للنشر، ٢٠٠١م، ص ٢٦.

٢. التمويل الغير مضمون: وهو منح التمويل بغرض بدون الحصول علي أي ضمانات سوء الكفالة الشخصية المقترض نفسه.

#### ثالثاً: حسب القطاعات الاقتصادية:

ويقصد به أنواع القطاعات الاقتصادية المطلوبة يمنح التمويل له، فإذا كان التمويل الممنوح لغرض تمويل الاستثمار زراعي يكون من ضمن القطاع الزراعي، أي تصنف حسب الغرض من منح الائتمان (زراعي، صناعي، إسكان.... الخ).

#### رابعاً: التمويل حسب المصدر:

١. التمويل المباشر: وهو التمويل الذي يتم بدون وساطة المشروعات المالية ومن أمثلته شراء بضاعة علي الحاسب.

٢. غير مباشر: وهو التمويل الذي تنقل وسيط به، وهو المؤسسة المالية والذي يقوم بمنح التمويل للعميل بغرض تمويل عملية استثمارية أو تمويل شراء سلع استهلاكية أو تمويل عقاري..... الخ.

#### خامساً: التمويل حسب الاستعمال:

التمويل الإنتاجي: هو التمويل الذي يمنح لأغراض زيادة الإنتاج من خلال شراء وتحسين الموجودات الثابتة وبصفة عامة فإن الائتمان الإنتاجي يمنح لأغراض تمويل رأس المال العامل.

وهنالك أنواع أخرى للتمويل منها ما يلي:

#### أولاً: التمويل الخاص والذاتي:

ويشتمل علي مساهمة صاحب أو أصحاب المشروع في التمويل في حين يفهم من التمويل الذاتي استخدام جزء من إيرادات المشروع في عملية التمويل وفق قرارات إدارة المشروع.

ومن أهم مصادر التمويل الداخلي (أموال الملكية) وهي طويلة الأجل وتعتبر في الشركات عبارة عن الأسهم العادية الممتازة والأرباح المحتجزة.

#### ١ / الأسهم العادية:

وهي عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول علي الأموال الدائمة "رأس المال" ويحمل كل منها قيمة اسمية تمثل جزء من رأس المال، أي

أن رأس المال يقسم إلي عدد من الأسهم تمنح حاملها حق ملكية الشركة وتحمله المخاطر حسب نسبة مساهمته وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحامل السهم العادي المطالبة بحقوقه في التصفية لا بعد تسوية كافة المطالبات الأخرى كحقوق المقرضين وحقوق حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة كما يحق لحامل السهم العادي الحصول علي الأرباح إذا ما حققت الشركة أرباحاً وفي حالة تحقيق خسائر لا يحق له الحصول علي عائد أو لم يتخذ قرار بتوزيع الأرباح وبحقوله حضور الجمعية العمومية والاشتراك في قراراتها والإستراتيجية ولسهم العادي عدة قيم بخلاف القيمة الاسمية ومنها<sup>(١)</sup>:

أ) **القيمة الدفترية:** وهي قيمة موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات في ذلك الوقت أو حاصل قيمة حقوق المساهمين علي عدد الأسهم العادية.

ب) **القيمة السوقية:** السعر الذي يتم به تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

ت) **القيمة التصفوية:** هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

وتعتبر الأسهم العادية أقل خطورة وأكثر مرونة من المصادر الأخرى وال تحمل عبئاً للشركة ولا ضغوطاً علي سيولتها وأنسب المصادر في حالة وجود قيود كما يعاب عليها زيادة قاعدة المالكين للشركة وزيادة توزيع الأرباح وزيادة تكلفة التمويل.

## ٢ / الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية ومن مصادر التمويل طويل الأجل وتقوم بين الأسهم العادية والقروض وهي أيضاً من أموال الملكية أي لا يحدد تاريخ لردّها وللاسهم الممتازة الحق في الحصول علي الأرباح الموزعة كما ليس لها الحق في التصويت أو التمثيل في مجلس الإدارة كما يوجد سقف محدد

(١) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، (د ن: ٢٠٠٤م)، ص ٣١.

للحصول علي الأرباح المحددة وتتنقسم الأسهم الممتازة حسب حقيبتها للأرباح الموزعة إلي:

الأسهم الممتازة ذات الأرباح الموزعة تراكمياً فتنتقل من السنة إلي السنة التالية وكذلك الأسهم الممتازة غير التراكمية وهي عكس النوع الأول كما هناك الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح المتبقية من حملة الأسهم العادية والأرباح عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

كما يتميز التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بعدة مزايا هي<sup>(١)</sup>:

إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم لا يؤدي إلي إفلاس الشركة كذلك عدم النص علي مشاركة الأسهم الممتازة في الأرباح يزيد من صحة السهم العادي.

كما لا تؤثر الأسهم الممتازة علي إدارة الشركة كما يمكن استبدال الأسهم بوسائل تمويل أخرى أقل تكلفة وإصدار الأسهم الممتازة قد يزيد من تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة لها ولكن يعاب علي الأسهم الممتازة إذا تركزت العوائد قد يؤدي ذلك إلي تعرض الشركة لبعض الصعوبات المالية كما يمكن أن يكون التمويل عن طريق الأسهم الممتازة أ علي تكلفة من الوسائل الأخرى.

**ثانياً: التمويل الخارجي:**

**١ / القروض:**

هي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقترض يتم بموجبه حصول المقترض علي مبلغ من المال يلتزم برده لمقرض في موعد معين تحددها شروط الاتفاق ويتوقع المقرض استرداد قيمة أسهمهم طالما أن المشروع مستمر في العمل وذلك عند حلول أجل السداد المتفق عليه ويحصل كذلك المقرض علي فوائد ثابتة كما لهم الأولوية في الحصول علي هذه الفوائد حتى لو لم تحقق الشركة أرباح ولهم أحقية المشاركة في الجمعية العمومية نظراً للخطر الذي يتعرض له أصحاب القروض.

(١) عبد الغفار عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص ٣٣.

## أنواع القروض:

١. الائتمان التجاري: هو الائتمان الذي يمنحه البائع للمشتري علي شكل بضاعة يقوم المشتري بإعادة بيعها لسداد قيمتها للبائع لاحقاً وعادة ما يكون هذا الائتمان قصير الأجل في شكل حساب جاري، ويتأثر الائتمان التجاري بالمركز المالي للبائع بالمرونة والسهولة في منحه وهو المصدر الوحيد للتمويل في المؤسسات صغيرة الحجم ويتميز بالاستمرارية في تجديده.

٢. الائتمان المصرفي: هو القرض الذي تحصل عليه المنشأة من أحد المصارف التجارية بهدف سد احتياجاتها الآنية والطارئة وهي ما قروض طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ومن أمثاله الحساب الجاري المدين والاعتمادات بضمان البضائع.

٣. الأوراق التجارية: هي أداء للتمويل قصير الأجل وهي السندات الأذنية والسندات لأمر وليست الكمبيالات والشيكات وشهادات الإيداع وتتميز بانخفاض تكلفتها وسهولة إجراءاتها واتساع قاعدة تسويقها ويعاب عليها تعرضها للتأثير السريع بالظروف الاقتصادية.

## ٢ / السندات:

عبارة عن وثائق ذات قيمة اسمية غير قابلة للتجزئة ولكنها قابلة للتداول يكتب فيها المسؤولين وبذلك تصبح اتفاقاً بين الجهة المصدرة له والمكتب فيها ويقض هذا الاتفاق بأن يقرض المكتب مبلغ السند إلي الجهة المصدرة لفترة محددة وبسعر حملة الأسهم ولا يحق لهم الاشتراك في الجمعية العمومية أو التصويت.

## أنواع السندات:

١. السند لحامله: وهو القابل لتداول عن طريق الشراء والبيع حيث يدفع لحامله الفائدة وأصل الدين.

٢. السند الاسمي: تتحقق الحماية للسند من السرقة والتلاعب لأنه مسجل باسم شخص معين ولا يدفع المبلغ والفائدة إلا له.

٣. السند القابل للتحويل إلي سهم: وذلك بناءً علي رغبة حامله ووفقاً للشروط يمكن تحويل السند إلي أسهم عادية.

٤. السند المضمون: أي المضمون برهن ثابت للأراضي والآلات أو الأوراق المالية.

٥. السند غير المضمون: أي غير مضمون بأصل معين ولكن مضمون بالمركز الائتماني للشركة.

٦. السند الذي لا يحمل معدلاً للفائدة: وهو الذي يصدر بخصم من القيمة الاسمية علي أن يسترد المكتتب القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يستحقها المكتتب.

٧. السند ذو سعر الفائدة: وذلك وفقاً لمعدلات التضخم أو أسعار الفائدة في السوق.

٨. سند الدخل: وهو الذي لا توقع عليه فوائد إلا بعد تحقيق دخل المنشأة المصدرة له، وأيضاً هناك سند Junk bank ذات مخاطرة عالية وسندات الحكومة التي تصدرها الدولة وتباع في البورصة<sup>(١)</sup>.

### مخاطر الاستثمار والتمويل

نجد أن الإدارة في المنشآت والبنوك تحاول تعظيم قيمة المنشأة من خلال الاستثمار في مشروعات تحقق اعلي من تلك البدائل الاستثمارية المتاحة علي اعتبار أنها استثمارات خاليه من المخاطرة، لذلك نجد أن الخاطر وكيفية الحد منها هو هاجس إدارة المنشأة لتحقيق اكبر عائد يمكن تحقيقه.

وبالرغم من تجنب المنشآت الوقوع في مخاطر التمويل والاستثمار إلا أنها تواجه العديد من المخاطر وسنتطرق في هذا الفصل إلي مفهوم المخاطر هذه المخاطر بكل أنواعها.

حيث نجد أن نجاح المنشآت في المستقبل يتوقف علي قرار الاستثمار الذي يتخذ في الحاضر بأقل نسبة من المخاطر لتحقيق اكبر عائد.

(١) عبد الغفار حنفي، ورسمية قياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص ٤٩٤.

إن دراسات تقييم الاستثمار عادة ما تتطلب إعداد سلسلة من البيانات والمعلومات التي تمتد طوال العمر الإنتاجي للمشروعات وحتى الآن بالرغم من تقدم الأساليب العلمية إلا انه لا يمكن التحكم في سلوك العناصر التي تلعب دورها في حياة المشروع وهذا يوضح مدى أهمية دراسات قرارات الاستثمار قبل البدء لتقليل المخاطر نسبيًا.

### نشأة ومفهوم المخاطر:

#### أولاً: نشأة المخاطر وتطورها:

ليس إدارة المخاطر أمراً جديداً في حياة الناس بل أنهم مدركون لإبعاد هذه المخاطر ساعين بكل الطرق لمعالجتها وإدارتها، فقد واجه الأقدمون نفس تلك المخاطر وقاموا بما يسعهم للوصول إلي نفس تلك الأهداف، إلا أن الحياة المعاصرة مختلفة تمام الاختلاف عما كان عليه أمر الناس قديماً، فنجد صيغاً كان يتعامل بها الأقدمون غرضها الأساسي هو إدارة المخاطر مثل عقد السلم الذي انتشر العمل به<sup>(١)</sup>

ثم تطورت الحياة وأصبحت إدارة المخاطر ليس علماً بحد ذاتها إنما هي فن من فنون الإدارة تمارسه الإدارة في التعامل مع أي نوع من المخاطر، وهدفها الأساسي توفير المعلومات الخاصة بالمخاطر التي قد تحدث مستقبلاً وذلك للمساعدة في اتخاذ القرار الأمثل والأنسب، من خلال تحديد وقياس تلك المخاطر ووضع الضوابط المطلوبة لتقليل احتمالية حدوثها أو تقليل وتخفيف الأثر في حالة وقوعها، وان قياس المخاطر بني علي قاعدتين أساسيتين هما احتمالية الوقوع وتأثره المادي فانه بشكل عام خلال الخميسات كان التوجه من دراسة المخاطر هو عمليات حسابية بحتة من خلال تطبيق نظرية الاحتمالية من اجل محاولة توقع كيف تتجح الشركات في ظل إحداث تقلبات الأسواق، وفي السبعينات كان التأثير بزيادة معدل تقلبات الاقتصاد وأزمة النفط بدا التوجه أعمق من قبل لتقييم المخاطر من اجل قياس معدل المخاطر علي مستوي الدول وتأثيرها في الشركات<sup>(٢)</sup>

(١) د. علي محمد القري، المخاطر الائتمانية في الائتمانية في العمل المصرفي الإسلامي، دراسة فقهية اقتصادية (-f29/topicislamfin. go-forum. net/motada) ص ١

(٢) محمد سهيل الدروبي، ماهية إدارة المخاطر وكيف نشأت، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، ( http://www. aleqt. com/2008/04/30/article139119m.html )

وفي نهاية الثمانينات وبداية التسعينات زادت رغبة الشركات في تقليل التكاليف فرات أن في إمكانها وضع إجراءات وقائية إضافية لتقليل تكاليف أقساط التأمين المرهقة علي بنود ميزانيتها التي تحتل رقما ضخما من جدول نفقاتها وإيماناً منها بقدرتها علي تحمل مسؤولية المخاطر، هذه الرغبة الحقيقية والسليمة في فهم الهيكل التنظيمي عوضاً عن إدارة التأمين القائمة في ذلك الوقت، ونمت هذه الإدارة في العقد الأخير وأصبحت ذات أهمية قصوى وجدوى اقتصادية.<sup>(١)</sup>

أما في الفترة الأخيرة فبدأت إصدار تشريعات دولية ومحلية لتطبيق وتفعيل إدارة المخاطر وهذه التشريعات منها المباشر والغير مباشر كالالتزام بتطبيق مقررات بازل II علي البنوك من قبل بنك السودان المركزي أو تطبيق حوكمة الشركات علي الشركات المساهمة من قبل هيئة سوق الخرطوم للأوراق المالية وحتى وكالة التصنيف العالمية مثل (ستاندرد اند بورز) و (موديز) اللذان أكدا علي تطبيق إدارة المخاطر بشكل كامل وانها تمثل عاملاً مؤثراً في رفع درجة التصنيف الائتماني.

لذلك كله فان إدارة المخاطر أصبحت حقيقة قائمة كما أصبحت نظاماً متقدماً للضمان والرقابة وتستطيع أن تقود إلي تحسين جودة ونتائج الأعمال وهي أداة أساسية للتعامل مع إحداث التوجهات ومختلف أنواع المخاطر<sup>(٢)</sup>

### ثانياً: مفهوم المخاطر:

وردت عدة تعريفات للمخاطر وسنتناول أهمها فيما يلي:

تعرف المخاطر علي أساس أنها (حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها)<sup>(٣)</sup> وهذا التعريف علي الرغم من أنه يعطي أوضح عدم التأكد عند الفرد أساساً لتحديد الخطر إلا أنه يشترط ضرورة قياس هذه الحالة والتي ليس في جميع الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة كحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية.

(١) محمد سهيل، مرجع سابق، ص ٩

(٢) محمد سهيل، مرجع سابق، ص ٩

(٣) مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، (القاهرة: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠١م)، ص ١٠١.

كما تعرف المخاطر بأنها (حالة أو وضع يكون فيه احتمال الخسارة وكلما كانت الخسارة المحتملة حدوثها كبيرة الحجم كلما زاد عنصر المخاطرة)<sup>(١)</sup>.

وتعتبر المخاطرة إحصائياً (احتمال حدوث خطأ ما ويقاس بمقدار الانحراف عن المعدل أو الفائدة ويعرف بأنه حالة عدم التأكد بحصول الربح أو الخسارة)<sup>(٢)</sup>.

كما تعرف أيضاً بأنها (احتمال حدوث نتائج غير مرضية إلا أن المخاطر لها معاني كثيرة تختلف باختلاف مجال التطبيق)<sup>(٣)</sup>.

وتعرف المخاطر بأنها (الشك الموضوعي فيما يتعلق بنتيجة موقف معين أي أن الخطر حالة من عدم التأكد)<sup>(٤)</sup>.

وهو نفس التعريف الذي أشار إليه البروفيسور الاقتصادي المعروف نايت Knight وهو أن الخطر (حالة عدم التأكد الممكن قياسها تعريفه فإنه يوجد فرق بين عدم التأكد والخطر)<sup>(٥)</sup>.

تحدث المخاطر عندما يكون هناك احتمال حدوث لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.

تعرف المخاطر بأنها (حالة تهدر الأشياء وإذا حدثت تؤدي إلى خسارة، هذا المفهوم العام أما في مجال العمل المصرفي تعرف علي أنها احتمال تتمكن من تحقيق الأهداف الخاصة بالبنك من خلال الموارد المتاحة، ومعظم المخاطر يغلب عليها الطابع النوعي مما يجعل أثرها قابل للقياس مما يستدعي تحويله إلى كمي قابل للقياس)<sup>(٦)</sup>.

(١) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، ٢٠٠٦م)، ص ٤٧.

(٢) مختار محمود الهناسين، وإبراهيم عبد الغني حمودة، مرجع سبق ذكره، ص ٤٧.  
(٣) فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيبة وعبد الفتاح السيد النعماني، (الرياض: دار المريخ، دت)، ص ٣٥.

(٤) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتأمين، (القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص ١٢.

(٥) محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف، مرجع سبق ذكره، ص ١٢.

(٦) عثمان با بكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر (الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، ٢٠٠٢م)، ص ١٠.

وببساطة شديدة يمكن تعريف المخاطر (Risk) علي أنها إمكانية أو احتمال حدوث خسارة (Chance of Loss) وكلما كانت هناك إمكانية للخسارة كلما وصفت الأصول أنها أصول تتضمن علي مستوى أ علي من المخاطرة.

وبطريقة أكثر تحديداً فإن مفهوم المخاطرة يمكن استخدامه بطريقة متبادلة مع مفهوم عدم التأكد وكلا المفهومين يشير إلي التغيير أو الاختلاف العائد الذي مكن أن يحققه أي أصل<sup>(١)</sup>.

نذكر تعريف آخر للمخاطرة وهو (الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداء الاستثمارية كالأسهم العادية مثلاً)<sup>(٢)</sup>. والتي يختلف مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلي حد كبير كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثيرها بمعدلات التضخم.

بالإضافة إلي ذلك عرف المعني الاقتصادي المخاطرة في المجال الاقتصادي عدة معاني فعرفت بأنها (احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع)<sup>(٣)</sup> كما عرف المخاطر المصرفية بأنها (احتمالية مستقبلية قد تعرض البنك إلي خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها بما قد يؤثر علي تحقيق أهداف البنك وعلي تنفيذها بنجاح، وقد تؤدي في حالة عدم التمكن من السيطرة عليها وعلي آثارها إلي القضاء علي البنك وإفلاسه)<sup>(٤)</sup>.

### تعريف إدارة المخاطر:

إدارة المخاطر عبارة عن منهج علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل

(١) عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية - الجزء الأول (القاهرة: دن، دت)، ص ١٣٥.  
(٢) ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى (عمان: دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٩م)، ص ٣١٦.

(٣) ال شبيب، دريد كامل، مبادئ الإدارة العامة (عمان: دار المناهج: ٢٠٠٤م) ص ٣٦  
(٤) محمد سهيل الدروبي، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية (2715&PAGE=3) <http://lesegs.com/forum/showthread.php?t=3>

من إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلي الحد الأدنى<sup>(١)</sup> وعرفت بأنها: (معرفة المخاطر وتحديد حجمها وأثرها واتخاذ القرار اللازم حيالها وان رأس مال المصرف كافي لامتصاص المخاطر الكلية لتجنب الإعسار)<sup>(٢)</sup>

### **أهمية وأهداف مخاطر الاستثمار والتمويل: أولاً: أهمية المخاطر:**

تتلخص أهمية المخاطر فيما يلي:<sup>(٣)</sup>

**تحديد المخاطر:** تقوم إدارة المخاطر بتحليل البيانات والمعلومات المتوفرة لديها بوضع نظام للتقارير وخطط عمل للوحدتين المختلفة ومتابعة مستوي الإلمام بها بهدف تحديد وتصنيف واضح لكفاءة أنواع المخاطر في جميع العمليات التي ينفذها أو الصفقات التي يدخل فيها المصرف وهذا يتطلب ان تعمل الإدارة كوحدة تحكم مركزية بالتنسيق مع الإدارات بالمصرف.

**قياس المخاطر:** أن تتبنى الإدارة أدوات فاعلة لقياس حجم المخاطر وتحديد أثرها علي المصرف بالتنسيق مع البنك المركزي.

**متابعة المخاطر:** تقوم الإدارة بمتابعة جميع المخاطر بالمصرف وذلك من خلال التأكد من فعالية نظم الرقابة والمراجعة الداخلية والضبط الداخلي، مستوي نظام الضبط المؤسسي وكفاية السياسات والإجراءات ومستوي تطبيقها، والالتزام بها والية توزيع المسؤوليات والصلاحيات داخل المصرف.

**التحكم في حجم المخاطر:** ان تعمل الإدارة علي التحكم في حجم المخاطر لتقليل آثارها السالبة علي المصرف وذلك بالعمل علي وتفعيل آليات مالية لتقليل المخاطر

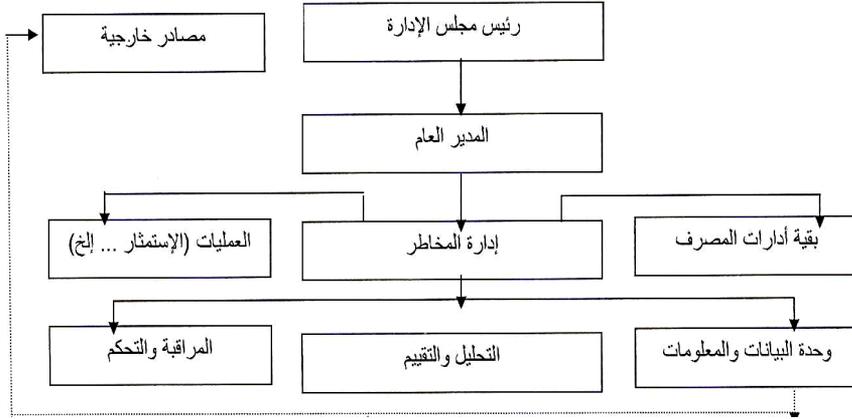
**هيكل إدارة المخاطر:** حدد بنك السودان المركزي شكل هيكل إدارة المخاطر لتستهدى به المصارف في إنشاء إدارة مستقلة للمخاطر والشكل التالي يوضح ذلك:

(١) د. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، القاهرة ٢٠٠٣، ص ٥١

(٢) منشورات بنك التضامن الإسلامي، إدارة المخاطر ٢٠٠٦م ص ٢

(٣) بنك السودان المركزي، منشورات قطاع المؤسسات والنظم، منشور رقم ٢٠٠٥/١

## هيكل إدارة المخاطر المصرفية



المصدر: بنك السودان المركزي منشورات قطاع المؤسسات والنظم منشور  
رقم ٢٠٠٠/١م ص ٤٥

من الشكل أعلاه يتضح أن إدارة المخاطر والتقييم وقسم المراقبة  
والتحكم وأدناه مهام كل قسم<sup>(١)</sup>

**قسم البيانات والمعلومات:** يقوم هذا القسم بتجميع وتوفير كل البيانات  
والمعلومات التاريخية والحالية المتعلقة بأنشطة المصرف، وتجميع البيانات  
والمعلومات عن بيئة العمل الداخلية والمعلومات الخارجية التي تؤثر على نشاط  
المصرف.

**قسم التحليل وتقييم المخاطر:** تتمثل مهامه في الحصول على البيانات  
والمعلومات المختلفة من قسم المعلومات وتحليلها لتحديد أنواع المخاطر التي  
تواجه المصرف، وتحديد مدى جودة البيانات المختلفة ومصادرها، والتنسيق  
مع البنك المركزي فيما يخص بقياس المخاطر وطرق تقليلها، ورفع تقارير  
دورية بنتائج التحليل والتقييم.

**قسم المراقبة والتحكم:** تتمثل مهامه في وضع نظام للتقارير الداخلية،  
ومراقبة وجود مرشد لإدارات المصرف المختلفة ومدى التزام الإدارات بذلك  
المرشد، التأكد من الالتزام بالأسس والضوابط الداخلية وسياسات ولوائح

(١) بنك السودان المركزي، منشورات قطاع النظم والمؤسسات مرجع سابق ص ٤١

البنك المركزي، التأكد من مراعاة مخاطر التشغيل وقياسها قبل تنفيذ أي عملية التأكد من الالتزام بالخطط والسياسات الاستثمارية الموضوعة التأكد من التزام إدارة الاستثمار بقواعد إدارة المخاطر وتقييم مستمر لأنظمة الضبط الداخلي وإجراءات التوثيق وضوابط استخدام أجهزة الكمبيوتر

**ثانياً: أهداف المخاطر:**

أدرجت لجنة بازل إدارة المخاطر كأحد المحاور الهامة لتحديد الملاءة المصرفية، وتمشيا مع الاتجاهات العالمية في هذا الصدد بدأت البنوك مؤخراً في إنتاج سياسات لإدارة المخاطر واستحداث قطاعات متخصصة يكون هدفها التحكم في درجات المخاطر هو قياس المخاطر من أجل مراقبتها والتحكم فيها ليس إلغائها نهائياً، وذلك لتحقيق العناصر التالية<sup>(١)</sup>

- إعطاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين فكرة كلية عن جميع المخاطر التي يواجهها البنك.
- وضع نظام للرقابة الداخلية وذلك لإدارة مختلف أنواع المخاطر في جميع وحدات البنك.
- الحيلولة دون وقع الخسائر المحتملة.
- التأكد من حصول البنك علي عائد مناسب للمخاطر التي قد يواجهها.
- استخدام إدارة المخاطر كسلاح تنافسي.
- إدارة الأصول والخصوم، حيث تعتبر إدارة الأصول والخصوم مجموع فرعية من إدارة المخاطر تركز علي الإدارة الكمية لمخاطر الفائدة والسيولة علي المستوي الكلي.

### **خطوات وعناصر إدارة المخاطر:**

**أولاً: خطوات إدارة المخاطر:**

وتتمثل خطوات إدارة المخاطر في الآتي:

**تحديد المخاطر (Risk Identification)** من أجل إدارة المخاطر لا بد من تحديدها أولاً، وكل منتج او خدمة يقدمها البنك ينطوي عليها عدة مخاطر،

(١) د. ماجدة احمد شلبي، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل، (arablawinfo.com) ص ١٣

وتحديد المخاطر يجب أن تكون عملية مستمرة ويجب أن تفهم المخاطر علي مستوي كل عملية وعلي مستوي المحفظة ككل.

**تحليل المخاطر:** تعني تصنيف الخطر والوقوف علي مصادرة الأصلية.

**قياس المخاطر (Risk Measurement)** بعد تحديد المخاطر المتعلقة بنشاط

معين، تكون الخطوة الثانية هي قياس او تقييم المخاطر حيث ان كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بإبعاده الثلاثة وهي حجمه، مدته، درجة تأثيره واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر أن القياس الصحيح والذي يتم في الوقت المناسب علي درجة كبيرة من الأهمية بالنسبة اتلي إدارة المخاطر.

**ضبط المخاطر أو التحكم فيها (Risk Control)** بعد تحديد وقياس

المخاطر تاتي المرحلة الرابعة وهي عملية ضبط هذه المخاطر حيث ان هنالك ثلاثة طرق أساسية لضبط المخاطر وذلك علي الأقل لتجنب نتائجها العكسية (Offsetting) ووضع حدود علي بعض النشاطات، تقليل المخاطر أو إلغاء اثر هذه المخاطر. إن علي الإدارة أن توازن بين العائدات والنفقات اللازمة لضبط هذه المخاطر. علي البنوك أن تقوم بوضع حدود للمخاطر من خلال السياسات والمعايير والسياسات والإجراءات التي تبين المسؤولية والصلاحيية.

**مراقبة المخاطر (Risk Monitoring)** علي البنوك أن تعمل علي إيجاد

نظام معلومات قادر علي تحديد وقياس المخاطر في دقة، وبنفس الأهمية يكون قادرا علي مراقبة التغيرات في وضع المخاطر لدي البنك. علي سبيل المثال لو توقف العميل عن الدفع فهذا يجب ان يظهره نظام المعلومات لان توقف العميل عن الدفع يترتب عليه حرمان البنك من هامش الربح علي الائتمان.

وبالتالي فان نظام المعلومات يعكس التغيير في سعر الفائدة كي يعوض

البنك علي فقدان العائد من هذا الائتمان أهمية كبيرة بالنسبة الي البنك. ان الرقابة علي المخاطر تعني تطور أنظمة التقارير في البنك التي تبين التغيرات المعاكسة في وضع المخاطر لدي البنك للتعامل مع هذه المتغيرات<sup>(١)</sup>.

(١) د. إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، ص ص ٤٢-٤٣

## ثانياً: العناصر الرئيسية في إدارة المخاطر:

نظراً لأن المخاطر المصرفية أصبحت للصناعة المصرفية وخصوصاً منذ بداية التسعينات، فقد كانت هناك جهود ليس علي مستوى لجنة بازل للرقابة المصرفية فقط ولكن أيضاً علي مستوى بعض المؤسسات والمنتديات الدولية، حيث قامت دول إصدار أسس ومبادئ إرشادية للممارسات ( GROUP THIRTY ) مجموعة الثلاثين السلمية لإدارة مخاطر المشتقات في عام ١٩٩٣. و أصدر مجموعة الثلاثين أيضاً في عام ١٩٧٧م دراسة خاصة بتوصيات فيما يتعلق بإدارة المخاطر (G-30) والمخاطر النظامية والشفافية، وفي هذا الإطار أصدرت لجنة الخدمات المالية الأمريكية مبادئ لإدارة المخاطر ويمكن إجمال هذه العناصر والتي يطلق عليها المبادئ السبعة<sup>(١)</sup>

١. مسئولية مجلس الإدارة العليا: يتم وضع سياسات إدارة المخاطر من قبل الإدارة بالإشراف الفعلي عليها واعتماد أهداف، واستراتيجيات، وسياسات، وإجراءات إدارة المخاطر التي تتناسب مع الوضع المالي للبنك وطبيعة مخاطرة ودرجة تحمله للمخاطر، ويجب أن يتم تعميم تلك الموافقات علي كافة مستويات البنك المعنية بتنفيذ سياسات إدارة المخاطر.

٢. إطار إدارة المخاطر: يجب أن يكون لدي البنك إطار لإدارة المخاطر يتصف بالفاعلية والشمول والاتساق، ويجب علي الإدارة أن تخصص موارد تمويلية كافية للموظفين ودعم إطار المخاطر الذي تم اختياره.

٣. تكامل إدارة المخاطر: حتى يمكن التحقق من تحديد التداخل بين المخاطر المختلفة وفهمها وإدارتها بصورة سليمة، فإنه يجب أن لا يتم تقييم المخاطر بصورة منعزلة عن بعضها البعض، لان التحليل السليم يتطلب تحليل المخاطر بصورة كلية.

٤. محاسبة خطوط الأعمال: أن أنشطة البنك يمكن تقسيمها إلي خطوط أعمال مثال نشاط التجزئة ونشاط الشركات لذات فان المسؤولية عن

(١) د. نبيل شحاد، مرجع سابق ص ٢٧

كل خط من خطو الأعمال يجب أن يكونوا مسئولين عن إدارة المخاطر لخط الأعمال المناط بهم.

٥. تقييم وقياس المخاطر: جميع المخاطر يجب أن تقيم بطريقة وصفية (Qualitative) بصورة منتظمة، وحيثما أمكن يتم التقييم بطريقة كمية (Quantitative) ويجب أن يأخذ تقييم المخاطر في الحسبان تأثير الأحداث المتوقعة والغير متوقعة.

٦. المراجعة المستقلة: تقييم المخاطر يجب أن يتم من قبل جهة مستقلة يتوافر لها السلطة والخبرة اللازمتين لتقييم المخاطر واختيار فعالية أنشطة إدارة المخاطر وتقديم التوصيات اللازمة لضمان فعالية إطار إدارة المخاطر وتقديم التوصيات اللازمة لضمان فعالية إطار إدارة المخاطر<sup>(١)</sup>.

٧. التخطيط للطوارئ: يجب أن تكون هناك سياسات وعمليات لإدارة المخاطر في حالة الأزمات المحتملة الحدوث والظروف المحتملة الحدوث والظروف الطارئة أو غير العادية ويجب أن تختبر جودة هذه السياسات والعمليات.

### أنواع المخاطر:

تتمثل أنواع المخاطر في الآتي:

#### ١ / مخاطر منتظمة Systematic Risks

فالمخاطر المنتظمة أو السوقية أو العادية، هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، كالأضرار العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة، أو الحروب أو الانقلابات السياسية، فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة.

وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلات والمطاط،

(١) المرجع سابق ص ص ٢٧-٢٩

وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران، أي بصورة عامة أن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.

## ٢ / مخاطر غير منتظمة Non Systematic Risks

المخاطر غير المنتظمة أو غير السوقية، فهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة، أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل.

ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين، والأخطاء الإدارية، وظهور اختراعات جديدة، والحملات الإعلانية والتغيير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة بالذات<sup>(١)</sup>.

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات، وشركات السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة سوق الأوراق المالية.

وتتأثر درجة المخاطرة 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 أساسي في الإدارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدة<sup>(٢)</sup>. وهناك أنواع مخاطر أخرى:

(١) د/ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط٢، (عمان الأردن: مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، ١٩٩٩م)، ص ٤٥

(٢) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٦.

## ١ / مخاطر التضخم: Inflation Risk

وتحملها عادة الاستثمارات ذات العائد الثابت خاصة إذا كان عائدها أقل من معدل التضخم.

## ٢ / مخاطر إعادة الاستثمار: Reinvestment Risk

وتبرز هذه المخاطر إذا استرد المستثمر أمواله المستثمرة ولم تتح له فرصة لإعادة استثمارها علي نفس مستوى العوائد التي كانت مستثمرة فيه ومن الأمثلة علي ذلك السندات القابلة للاستدعاء إذا تم استدعاؤها لأن أسعار الفائدة في السوق أقل من تلك التي تحملها السندات التي تم استدعاؤها.

## ٣ / مخاطر أسعار الفائدة: Interest rate Risk

وتبرز هذه المخاطر عندما يضطر المستثمر لبيع السندات التي يملكها لحاجته إلي النقد الجاهز فإذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أ علي من أسعار الفائدة التي تحملها سنداتة فإنه سيضطر لبيع سنداتة بأقل من قيمتها الاسمية والعكس أيضاً صحيح بمعنى أنه سيتمكن من بيعها بأ علي من قيمتها الاسمية إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أقل من الفائدة التي تحملها السندات<sup>(١)</sup>.

## ٤ / المخاطر الاقتصادية: Economic Risk

إذا استثمر أحدهم بالأسهم فإن أسعار هذه الأسهم ستتأثر بمقدار الأرباح التي ستحققها الشركة وبمقدار الأرباح التي يتوزعها وبما أن الأرباح تتأثر بالأوضاع الاقتصادية التي تعمل في ظلها الشركة إذن فالمحصلة النهائية هي أن أسعار الأسهم ستتأثر بالأوضاع الاقتصادية وحامل هذه الأسهم سيتعرض للمخاطر الاقتصادية من خلال تأثر الشركة بالدورات الاقتصادية (التضخم والكساد وعوامل العرض والطلب والأحداث العالمية... الخ).

## ٥ / مخاطر السوق: Market Risk

والمقصود هنا هو السوق المالية فالمستثمر بالأسهم سيتأثر بتحركات سوق الأسهم صعوداً وهبوطاً ومن المعروف أن سوق الأسهم تتحرك لأتفه الأسباب أو

(١) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار "المالي والحقيقي"، ط٤، (الأردن: دار وائل للنشر، ٢٠٠٧م)، ص ٣٣١.

الشائعات وتسير أسعار الأسهم فيها سيراً عشوائياً Random Walk فهي لا تعكس الماضي بالضرورة ولذلك كان من الصعب التنبؤ بها<sup>(١)</sup>.

### مصادر المخاطر:

تتمثل مصادر المخاطر في الآتي:

#### ١/ مصادر المخاطر المنتظمة:

من هذه المصادر: تقلب في معدلات الفائدة، والتغير في القوة الشرائية لوحدة النقد ومخاطر السوق وتقلب معدلات ضريبة الدخل وغيرها<sup>(٢)</sup>.

#### أ/ مخاطر معدلات الفائدة:

مخاطر معدلات الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائدة المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب معدلات الفائدة السوقية بطريقة عكسية، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس بالعكس، وسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن معدل الفائدة السوقية هو عبارة عن سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقية فتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره، وبالعكس سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقية وبشكل عام كلما طال أجل السند يزداد تعرضه لخطر أسعار الفائدة.

#### ب/ مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد:

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبالغ المستثمرة نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر. ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير

(١) زياد رمضان، مرجع سابق، ص ٣٣٣.

(٢) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٧.

أو التأمين علي الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية، كما أن أكثر أدوات الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عن استحقاقها، مثل السندات طويلة الأجل.

### ج/ المخاطر السوقية:

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.

وإن أكبر مثال علي المخاطر السوقية، هي الحال التي أصابت بورصة نيويورك في عام ١٩٦٣م بعد أن تواردت أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كندي.

فقد حدثت عمليات بيع هستيرية اضطرت المسؤولين إلي إغلاق البورصة وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جداً وعندما فتحت البورصة بعد يومين من حادث الاغتيال عادة الأسهم إلي أسعارها الاعتيادية<sup>(١)</sup>.

كما ظهرت المخاطر السوقية في أخطر صورها عند الانهيار العظيم الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية صباح يوم الاثنين الأسود في ١٩ تشرين الأول (أكتوبر) ١٩٨٧م، حيث قدرت الخسائر التي أصابت فقط المستثمرين في الأسهم في البورصات العالمية حينئذ بحوالي ٣٠٠٠ بليون دولار أمريكي.

وكذلك ما حدث للأسهم الكويتية والخليجية المتداولة في سوق المناخ الكويتي حيث أدت عملية امتناع البعض عن الوفاء بالتزاماتهم المالية إلي إصابة السوق الموازية بالشلل التام، فأثر ذلك علي البورصة الكويتية وانخفضت أسعار الأسهم بشكل عام انخفاضاً كبيراً للغاية.

(١) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٨.

## ٢ / مصادر المخاطر غير المنتظمة:

من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة أخطاء الإدارة، ومخاطر الصناعة.

### أ / مخاطر الإدارة:

من الممكن أن تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي علي معدل العائد المتوقع من الاستثمار علي الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي. ومن أوضح الأمثلة علي اثر الأخطاء الإدارية ما حدث لشركة جنرال موتورز الأمريكية فهذه الشركة تتمتع بسمعة طيبة من حيث جودة منتجاتها وسلامة مركزها المالي، كما أنها معروفة بسمعتها الطيبة، وبجودة منتجاتها، وبإدارتها الناجحة.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلي منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة علي أعمال الشركة إلي الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي Default Risk<sup>(١)</sup>.

### ب / مخاطر الصناعة:

وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لزيائتها ومموليها تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسيحدث ضرر كبير في الأرباح

(١) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٩.

والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضاً<sup>(١)</sup>.

### طرق قياس المخاطر:

تقاس مخاطر الاقتراح الاستثماري أي مدى تقلب تدفقاته النقدية بطريقتين الأولى بيانية والأخرى كمية.

### أولاً: الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

من الممكن وضع البيانات في صورة رسم بياني باستخدام الأعمدة، حيث يمثل المحور الرأسي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل احتمال.

كقاعدة عامة تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية المصاحبة للتغيرات في ظروف الاقتصادية، يطلق علي التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المشار إليها بالتوزيع الاحتمالي المنفصل حيث فصل ثلاثة احتمالات من بين عدد لا نهائي من الاحتمالات وقمنا بتمثيلها بيانياً.

وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار كلما زاد تشتت النقط الممثلة علي المنحنى، أي كلما اتسع منحنى التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية كلما كانت درجة تشتت المنحنى المثل للتدفقات النقدية للاقتراح أقل من درجة تشتت التدفق النقدي لباقي الاقتراحات<sup>(٢)</sup>.

### ثانياً: الأسلوب الكمي لقياس المخاطر:

يعطي أسلوب الرسم البيانات فكرة عن حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر، لذا المقترح استخدام أسلوب كمي حتى نتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح<sup>(٣)</sup>.

(١) هو أصل تحتفظ به المنشأة لتتمية ثروتها من خلال ما يتولد عنه من إيرادات من خلال التزايد في القيمة الرأسمالية لهذا الأصل، أو من أجل حصول المنشأة المستثمرة علي منافع أخرى وفيما عدا الاستثمارات العقارية.

(٢) هشام جبر، إدارة المصارف، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص ٢٣.

(٣) زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، ط ١، عمان، دار الصفاء للنشر ١٩٩٨م، ص ٤٠٠.

يمكن أن نميز في هذا الصدد الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر العامة والمخاطر الخاصة والمخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة) وبين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

### أساليب قياس المخاطر الكلية:

المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات التي تقيس المخاطر الكلية وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

#### أ / المدى:

يعتبر المدى Range أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى وبين القيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، فكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كلما كان ذلك إشارة إلى زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي<sup>(١)</sup>.

#### ب / الانحراف المعياري:

لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذا أنه لا يستخدم جميع المستويات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز فقط على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ما عدا ذلك.

لذا من المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب وهو الانحراف المعياري، ويأخذ الانحراف المعياري في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها ويقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة للتدفقات. يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي على مربعات انحراف القيم<sup>(٢)</sup>.

#### كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

(١) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م)، ص ٤١١.

(٢) هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠-٣١.

حيث (١١) تمثل الانحراف المعياري، (ق) تمثل المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية، أما (قر) فتمثل التدفق النقدي خلال الفترة س، وعلي هذا الأساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.

ولكن هل يعتبر الانحراف المعياري للتدفقات النقدية مقياساً ملائماً لمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة، وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاقتراحات المعروضة متساوية، أما عندما تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فإنه يكون من الصعب في بعض الأحيان الادعاء بأن الاقتراح الذي يتميز بصغير حجم انحرافه المعياري بالمقارنة مع اقتراحات أخرى هو أقلها تعرضاً للمخاطر<sup>(١)</sup>.

### ج/ معاملا الاختلاف:

إن معاملا الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، ولذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح، عند تقدير حجم المخاطر التي تنطوي علي كل منهم<sup>(٢)</sup>. يتم حساب معاملا الاختلاف ويرمز له بالرمز (ف) عن طريق قسمة الانحراف المعياري (١١) علي الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية<sup>(٣)</sup>:

$$\sigma$$

$$ف = \frac{\sigma}{\mu}$$

ويفضل استخدام معاملا الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطى فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، نلاحظ أن معاملا الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة،

(١) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، ١٩٩٩م)، ص ٢٤١.

(٢) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ٤١٢.

(٣) الموقع الإلكتروني: [www.usere.EZ.documents](http://www.usere.EZ.documents)

وبالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين (مجموعة استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة<sup>(١)</sup>.

هناك حالتان لقياس المخاطر الأولى حالة التأكد من النتائج أو المعلومات أما الثانية فهي حالة عدم التأكد من النتائج.

### قياس المخاطر في حالة عدم التأكد "المعلومات التاريخية":

إن الماطر في هذه الحالة تنشأ في عدم تجانس النتائج (العوائد) لذلك فهي تقاس بمقاييس التشتت، قد تثبت أن التباين هو أفضل المقاييس في هذه الحالة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية فالأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها.

### قياس المخاطر في حالة عدم التأكد من المعلومات:

نعني بما قياس المخاطر المستقبلية في هذه الحالة يختلف الوضع لو كانت الحالات المستقبلية غير متوقعة أي أنها غير معروفة بالضبط ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها في المستقبل أو بناء على تجربة المؤسسة في الماضي.

وعندما يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمال هذه القيم بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف أي أن المخاطر في هذه الحالة تتألف من عدم التأكد من حصول وتجانس العوائد<sup>(٢)</sup>.

(١) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص ٢٤٢.

(٢) الموقع الإلكتروني: [www.usere.EZ.documents](http://www.usere.EZ.documents).