

المحاضرة الخامسة: إدارة المخاطر في بورصة البضائع

إن أسواق السلع الدولية تخضع لتقلبات متباعدة ومستمرة (في الأسعار والكميات) هذه التقلبات تنعكس بصورة مباشرة أو غير مباشرة على الأسواق المالية وذلك من خلال قنوات أو مجالات مختلفة. حيث تتغير أسعار السلع مثل البترول والغاز الطبيعي، الفحم والمعادن الصناعية والمعادن الثمينة، والسلع الزراعية بصورة مستمرة، هذه التغيرات السريعة تضيق مخاطر وامكانيات تقلب كبيرة لإيرادات الشركات التي تنتجها.

لهذا أصبحت إدارة مخاطر سوق السلع ضرورية، ولكن التركيز عادة ما يكون حول إدارة المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة والعملة الأجنبية. في حين مطلوب مزيد من التركيز على عواقب مخاطر أسعار السلع في البورصات وتقلبات معدلات الأرباح الناشئة عن تحركات أسعار المخزون. لهذا يوصى باستراتيجية شاملة لإدارة المخاطر تستخدم جميع الخيارات المتاحة لإدارة تقلب هوامش الربح وتجنب المراهنة على الأسواق وتحركاتها.

أولاً: مفهوم إدارة المخاطر

ان أية إجراءات تتخذها المؤسسة (أو الفرد) لحماية نفسها تعتبر من قبيل إدارة المخاطر، ولهذا اختلفت تعريفات إدارة المخاطر، هي على العموم جزء أساسي في الإدارة الاستراتيجية لأي مؤسسة، وهي الإجراءات التي تتبعها المؤسسات بشكل منظم لمواجهة الأخطار المصاحبة لأنشطتها، بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط ومن محفظة كل الأنشطة.

فإدارة المخاطر هي تقليل الآثار السلبية للمخاطر الى الحد الأدنى وبأقل تكلفة ممكنة من خلال التعرف عليها وقياسها والسيطرة عليها.

ثانياً: مفهوم العائد والمخاطرة

في الحقيقة ينطوي العمل التجاري على مفهومي "الربح" و"الخسارة". واللدان يعرفان بمصطلحي "العائد" و"المخاطرة". ويُقصدُ بهما قيام المستثمرين باستثمارات ينطوي عليها عائد متوقع ومخاطرة محتملة. ولذلك فإن الاستثمار والعائد والمخاطرة متلازمان. وأينما وُجد الاستثمار سيُوجد العائد والمخاطرة.

1- مفهوم المخاطر Risk:

المخاطرة في البورصة هي حالة عدم التأكد من نتائج القرار الاستثماري، ويعني ذلك احتمال خسارة المستثمر بعض رأس ماله بسبب تذبذب حالة السوق العامة. لذا يجب مقارنة المخاطرة دائماً بالعائد الممكن الحصول عليه. فالمخاطرة هي مدى التذبذب المتوقع في العائد بمعنى أنه كلما كان مدى هذا العائد المتوقع لا يختلف كثيراً عن متوسط العائد السائد تكون المخاطرة قليلة والعكس بالعكس. فالعائد مثلاً متوسطه في البنوك حوالي 10% تقريباً

وهذا العائد لو اقترب من 10% تكون المخاطرة قليلة، والعكس بالعكس. ولو لديك سهم اشتريته لشركة معينة، عائد توزيعات هذه الشركة 15% مثلاً فهذا استثمار يقال عليه مخاطرة محدودة، ولكن لماذا نقول أن هناك مخاطرة أصلاً مع أن هناك عائد 15% والبنوك عائدتها 10% السبب أن عائد الشركة غير مضمون عكس عائد البنك.

2- مفهوم العائد Yield :

يُعدّ “العائد” أحد أبرز متغيرات الأعمال الاستثمارية ومركزاتها. ومن أهم الأسس التي يستند إليها القرار الاستثماري. وكذلك هو أهم محصلة للاستثمار. كما أنه يحدد معدل الزيادة والنمو في رأس المال المستثمر حتى يبلغ الثروة التي يطمح لتحقيقها.

فالعائد هو إجمالي الدخل الذي يحققه المستثمر من استثماره في كل عام، ويتم التعبير عنه كنسبة من قيمة الاستثمار الأصلية. ويحصل المستثمر على عائد من استثماره في الأسهم أو صناديق الاستثمار عندما تقوم هذه الأنواع الاستثمارية بتوزيع أرباح.

3- مفهوم التحوط Hedge:

يعرّف التحوط بأنه الاجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلّب غير المتوقع وغبر المرغوب فيه، أي حمايته من الخطر المالي، "فهو إدارة المخاطر من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل بالمشتقات". وهذا وفقاً لتعريف اتحاد المصارف العربية. أما صندوق النقد الدولي فيعرّفه بأنه: "وسيلة تقليل المخاطر المالية بطلب مركز في أحد الأدوات يعوّض به جزئياً أو كلياً".

4- حساب العوائد:

يمكن حساب العوائد من مقارنة نسب مساهمة الاستثمارات المختلفة للمستثمر في عوائد محفظته الاستثمارية. فلو افترض، على سبيل المثال، أن المستثمر حصل على عائد قدره 500 دج في السنة من استثماره لمبلغ 5000 دج في أحد الصناديق الاستثمارية، وحصل أيضاً على عائد قدره 500 دج من استثمار آخر قدره 25000 دج في أسهم إحدى الشركات. فسيلاحظ المستثمر بأن العائد من الاستثمارين مختلف، حيث إن عائد الصندوق الاستثماري هو 10% بينما عائد الاستثمار في سهم الشركة هو 2% فقط.

وينبغي ملاحظة أنه من غير الصواب الاعتماد بشكل كلي على مقارنة العوائد فقط عند اتخاذ القرار الاستثماري. فالعائد يقيس الدخل المتحقق فقط ولا يقيس النمو في قيمة السهم السوقية. فعلى سبيل المثال، لو كان عائد السهم (أ) هو 2% وعائد السهم (ب) هو 4%، فقد يكون الانطباع هو أن السهم (ب) أفضل من الناحية الاستثمارية. لكن الواقع قد يشير بأن الاستثمار في السهم (أ) أفضل إذا أظهرت الشركة (أ) توقعاً أكبر للنمو، مما يعني فرصاً أكبر لسهم الشركة بالارتفاع مستقبلاً والذي بدوره سيرفع من إجمالي العائد الكلي على

الاستثمار. لذلك يجب أن يراعى حساب إجمالي العائد كلاً من الدخل المتحقق من الاستثمار في شكل أرباح موزعة، وأي ارتفاع أو انخفاض في قيمة الاستثمار السوقية.

5- مفهوم الأرباح والخسائر:

الأرباح الرأسمالية هي الأرباح التي يجنيها المستثمر من بيعه لاستثمار بقيمة تفوق قيمة شرائه له. أما الخسائر الرأسمالية فهي الخسائر التي يتحملها من بيعه لاستثمار بقيمة تقل عن قيمة شرائه.

6- العلاقة بين المخاطرة والعائد:

يعدّ فهم العلاقة بين المخاطرة والعائد أمراً مهماً وأساسياً لتطوير الإستراتيجية الاستثمارية للمستثمر. ومن أجل فهم هذه العلاقة، هناك ثلاثة مبادئ أساسية على المستثمر تدكّرها دائماً:

أولاً: العلاقة بين المخاطرة والعائد **طردية** كلما زادت المخاطر بإمكانية خسارة جزء من رأس المال المستثمر، زادت إمكانية تحقيق عائد أكبر على هذا الاستثمار. وكلما انخفضت المخاطر، انخفض العائد المتوقع.

ثانياً: لكل مستثمر قدرة تحمل مختلفة للمخاطر، تحدد مستوى المخاطر التي يمكنه تحملها في استثماره. وهذا الاختلاف نتاج عوامل عديدة، منها العمر، وطبيعة ميول المستثمر (محب للمخاطر أو كاره لها أي مستثمر مخاطر أم مستثمر متحوّط) إضافة إلى درجة ثرائه والأموال المتاحة لديه للاستثمار، إضافة إلى أهدافه الاستثمارية.

ثالثاً: هناك طرق متعددة للحد من المخاطر طالما أن المخاطر تتفاوت بتفاوت أنواع الاستثمار، فمن الممكن أن يوازن المستثمر بين المخاطر والعوائد المتاحة في محفظته الاستثمارية من خلال التوزيع الرشيد لأصوله الاستثمارية، وكذلك من خلال اعتماد إستراتيجية واضحة لتنويع الاستثمارات في محفظته .

ثالثاً: تصنيف المخاطر

ترتبط المخاطر عموماً لعدم اليقين بنتائج الأحداث المستقبلية وعلى حين يجري الكثير من المستثمرين والمقرضين تقييمات ذاتية أي غير موضوعية للمخاطرة فقد قام الأكاديميون بوضع مقاييس إحصائية تنتمي للمفهوم الإجمالي العام المعروف باسم نظرية بيتا ووفقاً لهذه النظرية فإن المخاطرة الكلية المرتبطة باستثمار ما تتكون من عنصرين:

- **المخاطرة المنتظمة:** هي المخاطرة التي ترجع إلى حركة السوق ككل أو هي احتمال تغير العائد الذي يسببه عوامل تؤثر بشكل متزامن على كافة أسعار الأصول المالية في السوق، وتعتبر التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وتؤثر على الأسواق المالية، مصادر المخاطرة المنتظمة. بما أن المخاطر المنتظمة تؤثر على السوق ككل، فلا يمكن التخلص منها من خلال التنويع لأنها تؤثر على الشركات جميعها في نفس الوقت، ومن بين هذه العناصر التضخم، أسعار الفائدة، السياسات المالية والنقدية.

- **المخاطرة غير المنتظمة:** وهي المخاطرة المتبقية التي ينفرد بها أصل ما، أو مؤسسة أو صناعة ما، فالمخاطر غير المنتظمة تسبب قابلية عوائد مؤسسة ما للتغير، ويكون هذا التغير (التباين) غير المنتظم مستقل عن العوامل المؤثرة على الصناعات وأسواق الأصول الأخرى، ونظرا لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما، أو عدد قليل من المؤسسات فإنه يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى. المخاطر غير المنتظمة هي المخاطرة التي تسببها عناصر خاصة بالشركة أو المؤسسة، بالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال **التنوع** لأن أي تأثيرات سلبية على المؤسسة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى. أمثلة على المخاطر الغير منتظمة إضرابات العمال، سوء إدارة الشركة، الحملات الاعلانية وتغير أذواق المستهلكين، الدعاوي القضائية وارتفاع مستوى الديون...

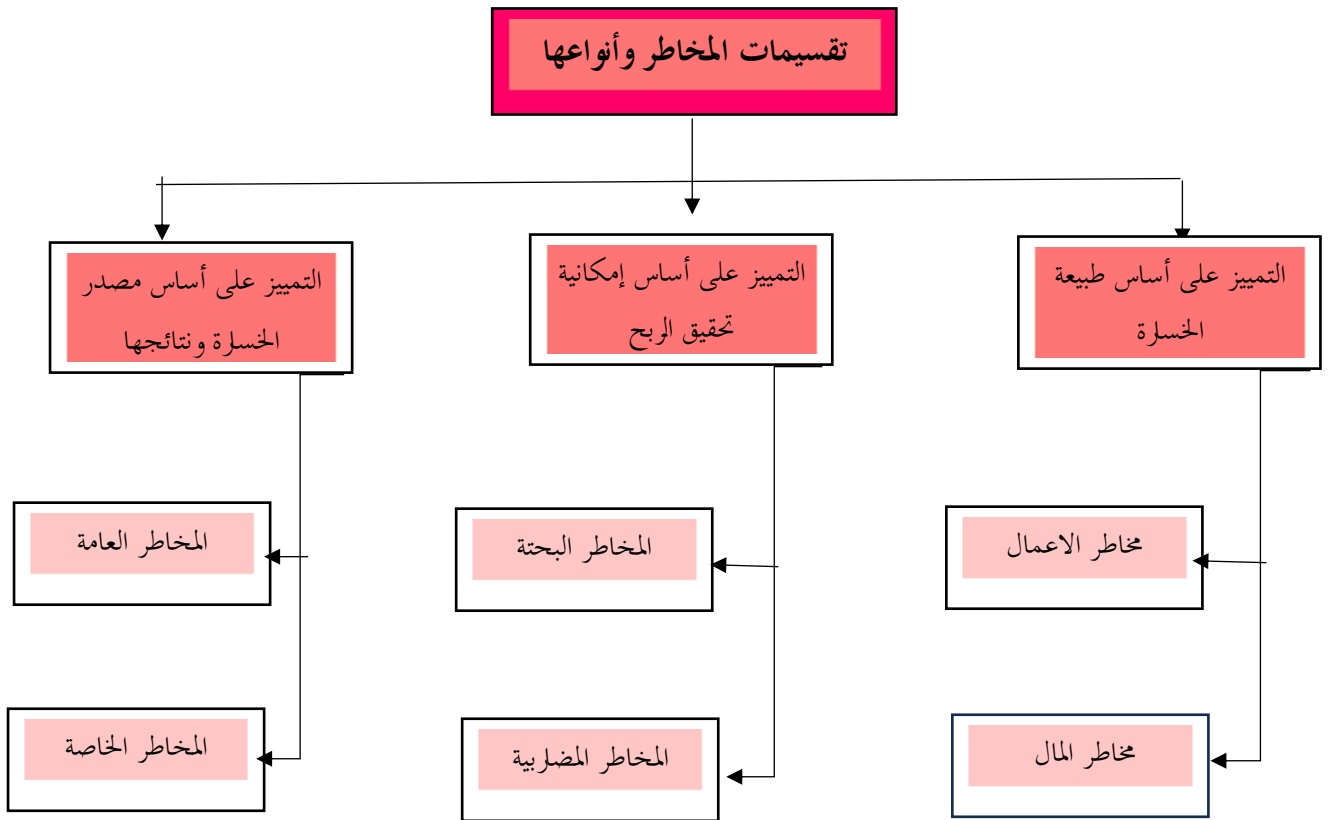
تقسيم المخاطر حسب طبيعتها: يمكن تقسيمها الى:

- **مخاطر السوق:** هي المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية:
 - أصل ما (سهم، سند، قرض، عملة أو سلعة).
 - عقد مشتق مرتبط بالأصول السابقة (علما ان القيمة السوقية للعقد المشتق ترتبط بعدة أمور، منها سعر الأصل محل التعاقد، درجة تقلبه، أسعار الفائدة، مدة العقد).
 - **مخاطر الائتمان:** تعرف مخاطر الائتمان بوجه عام بأنها المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته وفقا للشروط المتفق عليها.
 - **مخاطر السيولة:** هي المخاطر المرتبطة باحتمال أن تواجه المؤسسة مصاعب في توفير الأموال اللازمة للوفاء بالتزاماتها وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها، أي تتمثل في عجز المؤسسة عن تدبير الأموال اللازمة بتكلفة عادية، ولمخاطر السيولة ثلاثة جوانب:
 - الأول: نقص شديد في السيولة.
 - الثاني: احتياطي السلامة الذي توفره محفظة الأصول السائلة.
 - والثالث: القدرة على تدبير الأموال بتكلفة عادية
- وينتج عن الحالة الأولى أي اللامسيولة الشديدة الإفلاس، فهي مخاطرة قاتلة.
- **مخاطر النماذج:** تنطوي النماذج التي تستخدمها المؤسسة في قياس وإدارة المخاطر على احتمالات الخطأ، مما ينتج مخاطر أخرى وهو ما يجعل البيئة التي تعمل فيها المؤسسة أكثر تعقيدا ومخاطرة بسبب حالة الالايقين.
 - **مخاطر الملائمة:** ملائمة المعاملات، وهذا الخطر كثيرا ما يحدث عندما يطالب الطرف المقابل بتعويض مالي نتيجة معاملة معينة يعتقد أنها كانت أكثر عرضة للمخاطر مما كان معلنا عنه، أو بسبب عدم الإفصاح الكافي

عن آثارها المتوقعة أو الفشل في اتخاذ التدابير التحوطية الصحيحة. وفي هذه الحالة، فإن الطرف المقابل قد يرفض المعاملة أصلاً أو قد يرفع دعوى للحصول على التعويضات وفي حين أن الإجراءات القانونية ليست دائماً مضمونة لإعطاء فرصة للتسوية، فإن احتمال أن ينتج عن ذلك خسارة يبقى قائماً. على سبيل المثال، إذا قام البنك ببيع عقد مالي مشتق مركب، دون تضمينه التحذيرات الكافية عن الخسائر المحتملة، فإنه يتيح للعميل إمكانية الحصول على تعويض في حالة نزاع قانوني.

- **مخاطر العمليات (التشغيل):** تعتبر من المستجدات في عالم إدارة المخاطر الحديثة، وتعني الخسائر الناتجة عن الفشل في النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة، وتشمل العملية المتولدة من العمليات اليومية بالمؤسسة، ولا يتضمن عادة فرصة للربح، فالمؤسسة إما أن تحقق خسارة وإما لا تحققها، ومن المهم للإدارة العليا التأكد من وجود برنامج لتقويم تحليل مخاطر العمليات، وتشمل مخاطر العمليات ما يلي: الاحتيال المالي (الاختلاس)، التزوير، تزيف العملات، السرقة والسطو، الجرائم الإلكترونية.
- **المخاطر القانونية:** وهو يعني مخاطر تحقيق خسائر نتيجة الفشل في العمليات القانونية.

الشكل رقم (01): تقسيمات المخاطرة



المصدر: بن علي بن عزوز وآخرون، إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2013.

رابعاً: الاعتبارات المتعلقة بالسلع

هناك العديد من الاعتبارات المتعلقة بالسلع وسوق السلع، وهي:

- **تكلفة تمويل العقود الآجلة: (Cost of Carry)** تشير هذه إلى المصاريف التي تتكبدها الشركة بسبب الاحتفاظ بالسلع كمخزون، مثل تكاليف التخزين والتأمين والتقاعد.
- **العوائد الميسرة: (Convenience Yield)** على عكس تكلفة التمويل، فإن العائد الميسر هو الفائدة المرتبطة بامتلاك السلعة المادية كمخزون. في حالة كانت حالة السوق عكسية أو كانت هناك ندرة على السلعة، يصبح الاحتفاظ بالسلعة أكثر فائدة من شرائها بالآجل.
- **مخاطر الأساس: (Basis Risk)** الأساس هو الفرق في سعر السلعة المادية وسعرها المستقبلي. مخاطر الأساس هي احتمال عدم تحرك سعر السلعة مع سعرها المستقبلي بنمط مترابط. في تلك الحالة يتم اعتماد عمليات التحوط بالإنابة لإدارة مخاطر الأساس والعمل من خلال التحوط لعقد بجودة معينة، أو في سوق ما، بعقد بجودة مختلفة أو في سوق آخر. على سبيل المثال، استخدام الغاز أو زيت التدفئة للتحوط ضد وقود الطائرات.
- **علاوة التأجيل (Contango) وغرامة التأجيل: (Backwardation)** علاوة التأجيل هي حالة السوق العادية، أي أن سعر العقود الآجلة أعلى من السعر الفوري. ويلاحظ هذا في سلع التعدين مثل الذهب، وفي هذه الحالة يكون فرق الأساس سلبياً. على الصعيد الآخر، غرامة التأجيل هي عكس ذلك. هنا يتم تداول سعر العقد الآجل تحت السعر الفوري، ويكون فرق الأساس موجباً. يحدث هذا للسلع الزراعية في حالة نقص المحصول.

خامساً: إدارة المخاطر في بورصة البضائع

1- المتاجرة في سوق السلع:

تتصف عملية المتاجرة في سوق السلع أن درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر أكبر نسبياً بالمقارنة مع أدوات الاستثمار الأخرى خاصة الأوراق المالية لسببين:

- أن دليل الإثبات في تجارة السلع (وهو التعهد من خلال عقود المستقبلات (futures contracts) لا يزيد عن مطالبة بتسليم كمية معينة من السلع بتاريخ معين لكنه يخلو من أي ضمان بالوفاء به.
- أن قابلية السلع للتخزين محدودة وتتطلب توفر شروط معينة من الصعب توفيرها بسهولة وهذا ما يعرض المستثمر لاحتمالات الخسارة.

يترتب على ارتفاع درجة المخاطرة في سوق السلع نمو روح المضاربة لدى المستثمرين فيها وللحد من هذه الظاهرة اضطرت بعض البلدان الى سن قوانين خاصة وضعت بموجبها حدودا عليا وحدودا دنيا لأسعار السلع لا يسمح بتجاوزها صعودا أو هبوطا في البورصة ذات العلاقة.

سادسا: أنواع المخاطر في سوق السلع

يجب ايلاء إدارة مخاطر السلع أهمية متساوية مع مخاطر اسعار الفائدة ومخاطر العملات الأجنبية في سياسة إدارة مخاطر المؤسسات. حيث يمكن أن يكون لتقلب أسعار السلع في المخزون تأثير كبيرا على الأرباح إذا لم تتم إدارتها بشكل صحيح.

نجد ادناه تفصيل للمخاطر المرتبطة بالسلع:

مخاطر الأسعار: تشير إلى حركة غير مواتية في سعر السلعة بسبب عوامل الاقتصاد الكلي.

مخاطر الكمية: هذه هي المخاطر المتعلقة بالتغيرات في توافر السلعة.

مخاطر التكلفة: مخاطر التكلفة هي مخاطر الزيادة في تكاليف الخدمات بسبب العرض والطلب ويمكن أن تؤثر على تكاليف الإنتاج.

المخاطر التنظيمية: تسمى أيضًا بالمخاطر السياسية وتشير إلى مخاطر القوانين أو اللوائح الجديدة التي تؤثر على سعر السلعة.

مخاطر التخزين: كما ذكرنا سابقًا، تعد مخاطر التخزين خطرًا آخر يمكن أن يؤثر على أرباح المؤسسة. وتجدر الإشارة إلى أنه في حالة بعض السلع، وخاصة الأغذية الأساسية، لا يُسمح للعديد من المنتجين بزيادة الأسعار بسبب التنظيمات والقوانين الحكومية. هذا يعني أن السيطرة على هذه المخاطر وكذلك التحكم بالتكلفة يصبحان أكثر أهمية. يجب تقييم المخاطر التي تتعرض لها الشركة من تقلبات أسعار السلع من خلال عمليات الشركة، ويمكن أن تختلف اعتمادًا على ما إذا كانت الشركة تاجر للسلع أو مشتري أو بائع أو محتفظ بسلع معينة في المخزون لاستخدامها في إنتاج سلع أخرى.

مخاطر الإغراق: ان حالات الإغراق التي تمارسها شركات معينة بسبب موقعها الاحتكاري في السوق أو بسبب التواطؤ مع الشركات الأخرى أو بسبب الدعم الحكومي في الأسواق الخارجية تسهم في جعل الأسواق غير آمنة أمام المستثمرين سواء دخلوا مشروعات حقيقة أو مالية.

إن الحالات المذكورة تضع العديد من الشركات في وضع حرج عند اصدار الأسهم والسندات أو عند توزيع الأرباح أو تسديد الالتزامات المالية تجاه الآخرين، ولاشك أن هذا الوضع قد يحدّد الإنتاج دون مستوى التكلفة الاقتصادية وقد يهدّد أدوات الشركات المعينة في الأسواق المالية بالتدهور.

سابعاً: استراتيجية إدارة المخاطر في بورصة البضائع

تتضمن استراتيجية إدارة مخاطر السلع إطاراً شاملاً يتضمن المراقبة المتكررة لتغيرات الأسعار، وتحديد المخاطر التي تنطوي عليها، وتقدير المخاطر وتطبيق استراتيجية التحوط المناسبة. من خلال ملاحظة الأسواق.

ان العلاقة بين المورد والمشتري والالتزام التعاقدية (للطرف المسؤول عن تحمل مخاطر اختلاف توقيت التدفقات النقدية) هو من أبرز الحثيات التي يجب مراعاتها في إدارة مخاطر السلع.

تحدد طبيعة وعمليات الشركة مدى تعرضها لمخاطر أسعار السلع، ولذا يجب تنفيذ استراتيجية تحوط مناسبة لحماية أرباح الشركة من التأثير بتقلبات الأسعار.

يمكن أن نلاحظ بوضوح في الآونة الأخيرة أن الأسواق لا تزال متقلبة، ويتعرض المستثمرون لمخاطر السلع، مثلها مثل مخاطر أسعار الفائدة أو العملات الأجنبية، ولذلك يجب إدراك أن وجود إطار قوي لإدارة المخاطر أمر ضروري لنجاح المؤسسة. وفي ذات الوقت، يمكن للنهج الاستباقي تجاه التحوط أن يحمي من انخفاض الأرباح ويساهم في البقاء في صدارة المنافسة. يشمل المسار نحو إدارة المخاطر التحليل العميق والقياس السليم، ويقع العبء على الشركة لتطبيق سياسات شاملة لتخفيف المخاطر.