

جامعة الجزائر 3  
كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

مطبوعة في مقياس:

# الهندسة المالية

مطبوعة موجهة لطلبة قسم علوم التسيير والعلوم التجارية

إعداد الأستاذة:

العربي نعيمة

السنة الجامعية: 2019-2020



## الفهرس:

| الصفحة | البيان  |
|--------|---|
|        | الفهرس  |
| أ      | مقدمة   |
| 01     | المحور الأول: أساسيات العولمة المالية                           |
| 02     | تمهيد   |
| 03     | أولاً- ماهية العولمة المالية                                    |
| 14     | ثانياً-العولمة المالية وأثرها على الجوانب المالية               |
| 19     | ثالثاً- واقع الأسواق المالية في ظل العولمة المالية              |
| 22     | خلاصة   |
| 23     | المحور الثاني: فلسفة الهندسة المالية                            |
| 24     | تمهيد   |
| 25     | أولاً- تعريف الهندسة المالية أهميتها وأهم الأسس التي تقوم عليها |
| 31     | ثانياً- تطور الهندسة المالية والعوامل المساعدة على ظهورها       |
| 33     | ثالثاً- المفاهيم المرتبطة بالهندسة المالية وإستراتيجياتها       |
| 36     | رابعاً- دور المهندس المالي                                      |
| 42     | خلاصة   |
| 43     | المحور الثالث: تشخيص وتقييم المؤسسة                             |
| 44     | تمهيد   |
| 45     | أولاً-تشخيص المؤسسة   |
| 54     | ثانياً-تقييم المؤسسة  |
| 59     | خلاصة   |
| 60     | المحور الرابع: آليات وأساليب جلب الأموال                        |
| 61     | تمهيد   |
| 62     | أولاً- آلية التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية            |
| 66     | ثانياً- آلية التمويل عن طريق الأسواق المالية والبورصات          |
| 84     | ثالثاً- رأس مال استثمار   |
| 85     | رابعاً- رأس مال مخاطر   |

|     |   |
|-----|---|
| 85  | خامسا- التمويل المهيكل                                    |
| 87  | خلاصة   |
| 88  | المحور الخامس: أدوات الهندسة المالية                      |
| 89  | تمهيد   |
| 91  | أولا-الأدوات المالية التقليدية                            |
| 102 | ثانيا- المشتقات المالية                                   |
| 103 | ثالثا- الأدوات المالية المركبة                            |
| 107 | رابعا- الأدوات المالية المستحدثة                          |
| 116 | خلاصة   |
| 117 | المحور السادس: تقنيات الهندسة المالية                     |
| 118 | تمهيد   |
| 119 | أولا- المشتقات المالية                                    |
| 127 | ثانيا- التوريق  |
| 133 | خلاصة   |
| 134 | المحور السابع: إعادة هيكلة الشركات وتقنيات جلب الأموال    |
| 135 | تمهيد   |
| 136 | أولا- أهمية الهندسة المالية في إعادة هيكلة الشركات        |
| 139 | ثانيا- إستراتيجيات إعادة الهيكلة من خلال الهندسة المالية  |
| 142 | ثالثا- أساليب إعادة الهيكلة                               |
| 148 | خلاصة   |
| 149 | المحور الثامن: علاقة الهندسة المالية بالأزمات المالية     |
| 150 | تمهيد   |
| 151 | أولا- مفهوم الأزمات المالية                               |
| 156 | ثانيا- أدوات الهندسة المالية كسبب في حدوث الأزمات المالية |
| 161 | ثالثا- دور الهندسة المالية في حدوث وإنتشار أزمة 2008      |
| 178 | خلاصة   |
| 179 | المحور التاسع: الهندسة المالية الإسلامية                  |
| 180 | تمهيد   |
| 181 | أولا-تعريف الصناعة المالية الإسلامية وأهميتها             |

|     |   |
|-----|---|
| 183 | ثانيا- أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية           |
| 186 | ثالثا- دور الصناعة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية |
| 186 | رابعا- إستراتيجية الصناعة المالية الإسلامية           |
| 188 | خلاصة   |
| 189 | خاتمة   |
| 191 | المراجع   |

## مقدمة:

لقد جاءت صناعة الهندسة المالية كانعكاس للابتكار المالي الذي ساهم في الرفع من الكفاءة الاقتصادية و الإنتاجية و بالتالي زيادة مستوى الرفاهية ، فالغاية من ابتكار أدوات مالية جديدة هو حل مشاكل التمويل و تغطية بعض المخاطر التي تصادف المؤسسات المالية.

إن ظروف نشأة صناعة الهندسة المالية قد جاءت في بيئة اقتصادية عالمية ميزها الارتفاع في مستويات المخاطر المالية و حالات عدم التأكد و التقلبات المستمرة في مختلف القيم الاقتصادية الجزئية و الكلية، و في ظل مثل هذه الظروف ظهرت الحاجة للانتقال إلى اقتصاد مالي متطور يخلق مصادر تمويلية جديدة و يخدم المصالح العامة و الخاصة و يغزز التكتلات الاقتصادية و الرفاه الاقتصادي.

تناولت هذه المطبوعة ملخصات لدروس مقياس " الهندسة المالية " المبرمج في السداسي الخامس للسنة الثالثة ل م د، شعبة المالية والمحاسبة تخصص مالية المؤسسة و تخصص محاسبة ومالية في ميدان العلوم التجارية، بالإضافة إلى السنة الأولى ماستر السداسي الثاني تخصص إدارة ومالية من قسم علوم التسيير وتخصص مالية المؤسسة من قسم العلوم التجارية، وهي تجمع في محتواها مجموعة هامة من المعلومات المنقاة وفق المقرر الوزاري، حيث سنقدم محتوى هذا المقياس بطريقة واضحة ودقيقة تمكن الطالب من اكتساب المعارف الأساسية المتعلقة بالمقياس، كما تمكنه أيضا من إسقاط هذه المعارف على الجانب الميداني مستقبلا.

ولهذا تضمنت هذه المطبوعة مجموعة المحاور التالية:

- 1- أساسيات العولمة المالية
- 2- فلسفة الهندسة المالية
- 3- تشخيص وتقييم المؤسسة
- 4- آليات وأساليب جلب الأموال
- 5- أدوات الهندسة المالية
- 6- تقنيات الهندسة المالية
- 7- إعادة هيكلة الشركات وتقنيات جلب الأموال
- 8- علاقة الهندسة المالية بالأزمات المالية
- 9- الهندسة المالية الإسلامية

حيث اهتم المحور الأول بتوضيح المفاهيم الأساسية المرتبطة بالعولمة المالية والتي تنطوي على ذلك المفهوم الديناميكي الذي يتحرك ويتشكل مع التغيرات العالمية التي تحدث باستمرار، خاصة وأن العولمة المالية تعد من أهم الظواهر التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية من خلال إستحداث أدوات مالية حديثة تساهم بشكل كبير في توفير إحتياجات التمويل المناسبة لمشروعات الأعمال، وفي المحور

الثاني تم التعرف على مختلف المفاهيم المرتبطة بالهندسة المالية، باعتبارها مجال من بين المجالات المتعددة والمتطورة إنطلاقاً مما تقدمه من منتجات وإبتكارات مالية جديدة ساهمت بشكل كبير في تنشيط البورصات والأسواق المالية المحلية والعالمية وأيضاً بفضل تزويدها بالطرق الحديثة لقياس وتحسين إدارة والحماية من المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الأسواق، وقد ارتبط المحور الثالث بأهمية تشخيص وتقييم المؤسسات باعتبار أن التشخيص يمثل المرحلة المهمة والضرورية لتقييم المؤسسات، فهو يتمثل في ذلك الأسلوب المنظم الذي يمكن من إكتشاف أسباب وعوامل الاختلافات الحاصلة في المؤسسات، كما تناول المحور الرابع آليات وأساليب جلب الأموال وذلك من خلال توضيح مختلف الآليات التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل أنشطتها، أو من أجل إيجاد حلول للمشاكل المالية التي تعاني منها، وقد تطرق المحور الخامس إلى تقديم مختلف الأدوات المالية التي ينطوي عليها مفهوم الهندسة المالية، فإلى جانب الأسهم والسندات، ظهرت المشتقات المالية والأدوات المالية المركبة ومختلف الأدوات المستحدثة التي تصدرها هيئات وصناديق الإستثمار وصناديق التحوط والصناديق السيادية.

وفي المحور السادس تم عرض مختلف المفاهيم المرتبطة بكل من المشتقات المالية والتوريق باعتبارهما الركيزة الأساسية التي يقوم عليها مفهوم الهندسة المالية والتي تهدف من خلالها إلى إدارة المخاطرة وتقديم فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وكذلك عزل هذه المخاطرة بشكل منفرد ومن ثم إدارة كل مخاطرة على حدى، بالإضافة إلى أنها تتيح لإدارة المؤسسات المالية وسائل فعالة وكفئة لتخفيض درجة المخاطرة عموماً.

أما المحور السابع فاهتم بتقديم الأساليب التي يعتمد عليها المهندس المالي في جلب الأموال وهذا عن طريق استخدام إعادة الهيكلة، السيطرة، التقارب والاندماج، وجاء المحور الثامن لتوضيح علاقة الهندسة المالية بالأزمات المالية من خلال دراسة أهم الجوانب المتعلقة بالأزمات المالية وأسباب حدوثها مع تبيان علاقة الهندسة المالية بحدوثها وانتشارها، وقد إهتم المحور التاسع بالتأصيل النظري لآليات وظروف عمل الهندسة المالية الإسلامية والتي تحظى بمكانة كبيرة خاصة في ظل التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي.

## المحور الأول: أساسيات العولمة المالية

يهدف هذا المحور إلى تقديم مختلف المفاهيم المرتبطة بالعولمة المالية التي تتطوي على ذلك المفهوم الديناميكي الذي يتحرك ويتشكل مع التغيرات العالمية التي تحدث باستمرار، خاصة وأن العولمة المالية تعد من أهم الظواهر التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية من خلال إستحداث أدوات مالية حديثة تساهم بشكل كبير في توفير إحتياجات التمويل المناسبة لمشروعات الأعمال خاصة في ظل العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية وإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود وأيضا إيجاد حلول للمشاكل والإختلالات المالية التي كثيرا ما تتعرض لها المعاملات المالية، وبشكل عام سيتم التطرق إلى مجموعة المفاهيم التالية:

أولاً- ماهية العولمة المالية

ثانياً- العولمة المالية وأثرها على الجوانب المالية

ثالثاً- واقع الأسواق المالية في ظل العولمة المالية

## تمهيد:

تعتبر العولمة المالية أحد أهم التطورات التي يعرفها الإقتصاد العالمي، بل وأصبحت تحتل حيزا كبيرا في التطور العالمي، فقد ظهرت العولمة المالية نتيجة تحرير الأسواق المالية وإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، وساهم ذلك في تكامل الأسواق المالية وإستحداث أدوات مالية جديدة مما زاد من درجة الإندماج الدولي والتكامل في النظام العالمي، وقد كان ظهورها على مراحل متتالية إلى أن وصلت مختلف الأسواق المالية إلى درجة كبيرة من التشابك والترابط شبه التام للأنظمة النقدية والمالية للكثير من الدول.

## أولاً- ماهية العولمة المالية:

تعتبر العولمة من أبرز الظواهر العالمية، وهي تتمثل في زيادة الروابط بين الإقتصاديات والدول بشكل ينظم ويرتب النظام الإقتصادي العالمي، وتتطوي العولمة على مفهوم ديناميكي يتحرك ويتشكل مع التغيرات العالمية التي تحدث باستمرار، وهي بذلك تشكل مفهوماً متعدد الأبعاد يتضمن إزالة العوائق الإقتصادية ونشر التكنولوجيا وأنشطة الإنتاج، وزيادة قوة الشركات العابرة للحدود الوطنية والمؤسسات المالية الدولية وتحرير الأسواق وإلغاء القيود عليها.

وتجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين مفهوم العولمة ومفهوم التدويل، فالتدويل: هو ظاهرة إقتصادية ظهرت في أواخر القرن 19م عندما بدأت عملية تنفيذ سياسة الحرية التجارية على المستوى العالمي، والتي تظهر من خلال حرية المعاملات في أسواق الدول المختلفة مما أدى إلى الإفتتاح على الإقتصاد الدولي، بالإضافة إلى تحرر معاملات الصرف الأجنبي ونمو الأسواق المالية الدولية بشكل كبير، مع تزايد نشاط الشركات المتعددة الجنسيات، أما العولمة فهي إتجاه جديد معاصر يمثل مرحلة تالية للتدويل والتي أدت إلى قيام نظام إقتصادي عالمي جديد،<sup>1</sup> بمعنى أن العالم تحول إلى سوق واحدة تزداد فيها المنافسة على جميع الأصعدة، كما أن الفرق بين الإقتصاد الدولي والإقتصاد العالمي يتوقف على الوحدات التي يتكون منها العالم: ففي الإقتصاد الدولي تقوم التجارة والتدفقات المالية بين الدول بناء على القواعد والقوانين الخاصة بهذه الدول، بينما في الإقتصاد العالمي تقوم هذه التدفقات بناء على قواعد وقوانين عالمية موحدة تنشأ وتنفذ عن طريق مؤسسات دولية.<sup>2</sup>

وفي ضوء التغيرات العالمية السريعة أخذت العولمة أبعاداً متعددة ومفاهيم مختلفة، وظهر مفهوم العولمة الإقتصادية كمفهوم جديد وأخذ تحولا إقتصاديا عالميا يضم مفهومين أساسيين هما: عولمة الإنتاج والعولمة المالية، وقد ظهرت هذه الأخيرة كنتيجة أساسية لعملية التحرير المالي مما أدى إلى تكامل وترابط الأسواق المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال مما زاد من سرعة إنسيابها من سوق لآخر.

سننترق في بداية هذا المبحث إلى المفاهيم المرتبطة بالعولمة المالية والتي تشمل كل من العولمة الإقتصادية والعولمة المصرفية، ثم نقدم مختلف الجوانب المتعلقة بالعولمة المالية من خلال دراسة أسباب ظهورها ومراحل تطورها بالإضافة إلى أسسها وظواهرها.

<sup>1</sup> عبد الرحمن يسري حمدي، "قضايا إقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص: 285.

<sup>2</sup> مصطفى كمال السيد طایل، "الصناعة المصرفية في ظل العولمة"، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2009،

## 1- المفاهيم المرتبطة بالعولمة المالية:

ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية وإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، وساهم ذلك في تكامل الأسواق المالية وإستحداث أدوات مالية جديدة مما زاد من درجة الاندماج الدولي والتكامل في النظام العالمي، وقد دعم هذا الإتجاه التوجه العالمي لتحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية، وإزالة القيود التي تحول دون تدفق رؤوس الأموال.

ويرتبط مفهوم العولمة المالية بمفهومين هامين هما: العولمة الإقتصادية والعولمة المصرفية، بحيث تعتبر العولمة المالية شكل من أشكال العولمة الإقتصادية، فهي نتاج قيام علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والإتجاه نحو الإنفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وإرتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها وتتدفق عبر الحدود.

كذلك تعتبر العولمة المصرفية أحد الأوجه الرئيسية للعولمة المالية، بحيث يعتبر التدويل المصرفي هو أحد مظاهر العولمة المالية التي جاءت نتيجة لتطورات جذرية، أين إزدادت حاجة الشركات الكبرى لأسواق المال لتوفير احتياجاتها المالية وإدارة احتياطياتها النقدية، من خلال توحيد توجهات البنوك في مساعيها إتجاه خدمة العملاء وتنويع مصادر التمويل وتوسيع مجالات توظيف الأموال.

### 1-1- مفهوم العولمة المالية ودوافع ظهورها:

تشير العولمة المالية إلى زيادة إندماج الأسواق المالية لدول مختلفة، بحيث تظهر وكأنها سوق مالية واحدة من شأنها أن تساهم في تجميع حجم كبير من رؤوس الأموال وتسهيل إنتقالها بين الدول بدون قيود، من أجل الرفع من حجم المعاملات المالية عبر الحدود الدولية، وبذلك تساهم العولمة المالية على تطوير البيئة الإقتصادية والمالية الدولية التي تعمل من خلالها تلك الأسواق.

وقد ظهرت العولمة المالية نتيجة تظافر عدة متغيرات، وكان ظهورها على مراحل متتالية إلى أن وصلت مختلف الأسواق المالية إلى درجة كبيرة من التشابك والترابط شبه التام للأنظمة النقدية والمالية للكثير من الدول.

### - مفهوم العولمة المالية:

لقد تعددت التعاريف المتعلقة بالعولمة المالية، فهناك من يصفها بأنها ظاهرة مرتبطة بالنمو والتطور الرأسمالي، تتمثل أساسا في عولمة الأنشطة المالية من خلال عمليات التحرير المتواصلة للأسواق المالية وما يرتبط بها من سياسات الإنفتاح المالي، وكل ما يترتب عنها من إرتباط وتكامل الأسواق المالية المحلية بالأسواق العالمية، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال مع سرعة وسهولة الإتصال بين المراكز المالية في مختلف دول العالم.

ومن بين التعاريف الخاصة بالعولمة المالية ما يلي:

- "تعتبر العولمة المالية الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالإنفتاح المالي، مما أدى إلى تكامل وترابط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أكثر ارتباطا وتكاملا".<sup>1</sup>
  - "تتمثل العولمة المالية في عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة وموحدة لرؤوس الأموال تتلشى في ظلها مختلف أنواع القيود، من أجل تحرير كل التدفقات المالية والسلعية والعمل على التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال بين مختلف الأنشطة، بالشكل الذي يحقق أعلى عائد وبأقل مخاطر ممكنة".<sup>2</sup>
  - "العولمة المالية هي صيغة من صيغ التعامل بين السوق كوحدة شاملة، بالشكل الذي يؤدي إلى إزالة القوانين والتشريعات المختلفة المرتبطة بتواجد الدول القومية".<sup>3</sup>
- من خلال ما تقدم، نتوصل إلى أن العولمة المالية تعني حرية تحرك رؤوس الأموال مهما كان شكلها بين مختلف الدول دون قيود، وتساهم بشكل كبير في تكامل وترابط الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية المتقدمة، وتساعد بذلك على نقل التكنولوجيا من خلال زيادة حجم الإستثمارات الأجنبية، كما تعمل العولمة المالية أيضا على تحرير المعاملات المالية.
- وثمة مجموعة من المؤشرات التي تدل على عولمة المعاملات المالية، منها ما يتعلق بتطور حجم المعاملات عبر الحدود من الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة: حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية من الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 لتصل سنة 1996 إلى أكثر من 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا وعلى ما يزيد 200% في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا، ومن بين المؤشرات كذلك ما يتعلق بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي حيث إرتفع متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبية بنسبة 84% من الإحتياطات الدولية لجميع دول العالم، كما أن إرتفاع نسبة الصادرات في العديد من الدول الصناعية نسبة إلى الناتج الوطني الإجمالي وتجاوز نسبة نمو التجارة العالمية لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، والإرتفاع الواضح لنسبة الأرباح التي تحققها الشركات الصناعية في الدول المتقدمة من عملياتها في الخارج، يعتبرون من بين أهم الدلائل التي تشير إلى العولمة المالية. فضلا عن ذلك، تحقق العولمة المالية العديد من المزايا والخصائص نجملها فيما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة الإقتصادية(منظمتها، شركاتها، تداعياتها)"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006، ص:49.

<sup>2</sup> -Dominique Plihon," les enjeux de la globalisation financière", édition:casbas, Alger,1999, p:68.

<sup>3</sup> - Henri Bourguinat, "finance international", presse universitaire de France, Paris, 1999, p:72.

<sup>4</sup> - غانم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص:90.

- تسمح العولمة المالية للدول النامية بالحصول على مصادر تمويل من الأسواق المالية الدولية لتغطية العجز الحاصل في المدخرات المحلية، كما تؤدي العولمة المالية دورا كبيرا في تبعية الدول المتخلفة للدول المتقدمة من خلال المديونية الخارجية، إذ أصبحت تلك الديون أدوات مالية تتداولها البنوك والمؤسسات المالية العالمية.

- تهدف العولمة المالية من خلال حرية إنتقال مختلف أشكال رؤوس الأموال ودون عوائق، إلى تحقيق الأرباح وإستثمارها بمختلف الأشكال كالإستثمار الأجنبي المباشر أو الإستثمار في المحافظ المالية، ويمكن من خلال تشجيع الإستثمار تفادي المخاطر الناجمة عن الإفراط في التمويل بواسطة القروض.

- في ظل العولمة تم إستحداث أدوات مالية جديدة تعرف بالمشتقات المالية، والتي تهدف أساسا إلى تغطية المخاطر والحماية من الأزمات.

#### - أسباب ودوافع ظهور العولمة المالية:

إحتلت العولمة المالية حيزا كبيرا في التطور العالمي، وقد كان ظهورها نتيجة تظافر مجموعة من العوامل مثل بروز الإبتكارات المالية وزيادة التحرير المحلي والدولي لرؤوس الأموال، كما ساهم التقدم التكنولوجي بشكل كبير في ظهور العولمة المالية، وبصفة مفصلة يعود ظهور العولمة المالية إلى:

#### \* - تنامي الرأسمالية المالية:

لقد ساهم النمو الكبير الذي حققه رأس المال المستثمر والذي تجسد من خلال صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية من خلال تنوع أنشطته وزيادة درجة تركزه، بشكل كبير في بروز العولمة المالية، فبموجبه أصبحت معدلات الربح التي يحققها -رأس المال المستثمر- في أصول مالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي، وصارت الرأسمالية ذات طابع ريعي تعيش على توظيف رأس المال لا على إستثماره.<sup>1</sup>

وعلى المستوى العالمي، لعب رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا مؤثرا لما يقدمه من موارد مالية بشروط محددة، خاصة بعد الإنخفاض الملحوظ الذي حدث في حجم التدفقات المالية الرسمية والحكومية، وكذلك في المنح والمعونات التي كانت تقدم من قبل البلدان الصناعية المتقدمة والمنظمات الدولية المتعددة الأطراف.

#### \* - عجز الأسواق الوطنية عن إستيعاب الفوائض المالية:

حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية الناجمة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن إستيعابها، فإتجهت إلى الخارج بحثا عن فرص إستثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - شذا جمال خطيب، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مؤسسة طابا، الأردن، 2002، ص: 17.

<sup>2</sup> - غانم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

وللدلالة على حجم هذه الفوائض التي تتساب إلى الأسواق المالية المختلفة، تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات المالية غير المصرفية في مجموعة الدول السبع الرئيسية قد قامت عام 1995 بإدارة أصول مالية تزيد قيمتها عن 20 تريليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل 110% من إجمالي الناتج المحلي لهذه الدول ونحو 90% من إجمالي حجم الأصول التي يملكها الجهاز المصرفي في هذه الدول، كما أنه يزيد على نصف قيمة الأسهم والسندات المتداولة فيها.

#### \*- التحرير المالي المحلي والدولي:

لقد إرتبطت التدفقات المالية عبر الحدود إرتباطاً وثيقاً بعملية التحرير المالي الداخلي والخارجي، كما زادت معدلات النمو للتدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، مع السماح للمقيمين وغير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملات الأجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والمالية.

وفي هذا المجال، لم تقم الدول النامية بإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال فقط بل إتجهت نحو تحرير القطاع المالي بها، فعملت العديد من الدول على توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة أو إزالة السقف المفروضة، كما خفضت من الإحتياطي القانوني وقللت من تدخل الدولة في تخصيص الإئتمان، وعملت على خصخصة البنوك وشركات التأمين وتحرير استخدام وتداول الأدوات المالية المتعددة والمقومة بالعملات الأجنبية غير عملة الوطن الأصلي للبنك، كما تمت إزالة العديد من الحواجز المؤسسية التي تفصل بين السوقين المحلي والدولي للأوراق المالية، وقد ساعد إلغاء هذه القيود على إندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية العالمية، مما ترتب عليه دفعة قوية لتسارع عملية العولمة.<sup>1</sup>

#### \*- نمو دور المستثمرون المؤسسيون:

يتمثل المستثمرون المؤسسيون في مختلف الهيئات المالية التي تقوم بتجميع الموارد الإيداعية، وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة، فهم يعتبرون من أكبر الهيئات العارضة للسيولة،<sup>2</sup> وهي بذلك تمثل القوة الدافعة وراء التدفق المالي إلى مختلف الدول، ويكون تدخل هؤلاء المستثمرين في السوق سواء للتغطية أو المضاربة.

ومع الإتجاه المتنامي لحصر عمليات الإيداع في إطار مؤسسي في البلدان الصناعية، أصبح المستثمرون المؤسسيون يسيطرون على القطاع العالمي وبالتحديد أسواق رأس المال، وذلك عن طريق إدارتهم لكثلة معتبرة من رؤوس الأموال، حيث تشير الدراسات إلى أن حجم التوظيفات المالية التي تديرها صناديق التقاعد والتي تتم بالرسملة إنتقلت من 3900 مليار دولار سنة 1988 إلى 6900 مليار دولار

<sup>1</sup> - هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الإقتصادية في ظل العولمة"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، الكويت، سبتمبر 1999، ص:11.

<sup>2</sup> - أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص:63.

سنة 1993، وتأتي بعد ذلك هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "OPCVM" التي إرتفعت أصولها لنفس الفترة من 1800 مليار دولار إلى 3000 مليار دولار، وأخيرا صناديق المضاربة والتي يكون حجم أصولها ضعيفا نوعا ما، ولكن وزنها مؤثر على توازن الأسواق.<sup>1</sup>

#### \* - التقدم التكنولوجي:

لقد لعب التطور الكبير في مجال التكنولوجيا وخاصة في مجال الإتصالات والمعلومات، دورا أساسيا في دعم وتكامل الأسواق المالية الدولية، حيث تم تجاوز العديد من الحواجز الطبيعية في الزمان والمكان، ففترة التسعينات عرفت ثورة هائلة في شبكات الإتصال بين المؤسسات وأصبحت سرعة تنقل المعلومات من مكان إلى آخر تتم في ثوان قليلة، ويعود الفضل في هذا إلى زيادة الإنفاق الإستثماري للدول فيما يسمى تكنولوجيا المعلومات، إلى جانب ثورة الإتصالات التي أحدثتها شبكة الأنترنت في نهاية القرن العشرين وما نتج عنها من تسهيلات في مجال الإتصال ونقل المعلومات بين المتعاملين في الأسواق المالية، وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ الأهمية في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر وفي زيادة الروابط بين مختلف الأسواق المالية، وبذلك أصبح المتعاملون قادرين على التعرف وفي وقت وجيز على أسعار الأصول وهذا بتكلفة صغيرة، كما أصبح بمقدورهم أن يقوموا بسرعة فائقة بوضع الإرتباط بين أسعار الأصول ومتغيرات أخرى، بالإضافة إلى مراقبة ومتابعة ما يحدث في الأسواق العالمية كما يمكنهم في نفس الوقت من تقدير تأثير تلك العوامل على محافظ أوراقهم المالية.

#### \* - بروز الابتكارات المالية:

عرفت سنوات السبعينات والثمانينات ظهور العديد من الأدوات المالية الجديدة التي تسمى الإبتكارات أو المشتقات المالية والتي تعتبر وسيلة للوقاية من المخاطر، وقد إرتبطت العولمة المالية بظهور وزيادة إستخدام تلك الأدوات حيث أصبحت تجلب العديد من المستثمرين، وذلك نتيجة المزايا التي ترتبط بها خاصة لكونها تقرب بين مختلف الأسواق المالية، وأيضا فيما يتعلق بقدرتها على التعامل مع التوقعات المستقبلية، وكذلك بفضل ما تتيحه للمستثمرين من مساحة واسعة من الإختيارات عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

وقد ظهرت تلك الأدوات نتيجة المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية لا سيما تلك التي دخلت حديثا إلى السوق، حيث قامت بإستخدام هذه الأدوات من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة، بما توفره للمستثمرين من إمكانية تغيير مراكزهم المالية بسرعة في حال حدوث تطورات جديدة، كما ساهمت الإضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبية بعد الإتجاه نحو تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة في ضرورة ظهور تلك الأدوات المستحدثة بغرض تأمين الحماية للمستثمرين من المخاطر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سنغ كفالجيت، "عولمة المال"، ط1، دار الفارابي، لبنان، 2001، ص:49.

<sup>2</sup> - شذا جمال خطيب، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مؤسسة طابا، الأردن، 2002.

**\* - إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:**

شهد الإقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة تطورات معتبرة في صناعة الخدمات المالية والمصرفية وإعادة هيكلتها، بحيث زادت من وتيرة العولمة المالية خاصة من خلال توسع البنوك في نطاق أعمالها المصرفية على المستوى المحلي والدولي، كذلك نظرا للمنافسة بين مؤسسات الوساطة المالية في مجال الخدمات المالية، حيث يلاحظ تراجع البنوك في مجال الوساطة فقد إنخفض نصيبها في تمويل الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% خلال الفترة 1980-1990، وفي مقابل ذلك إرتفع نصيب المؤسسات المالية غير المصرفية إلى نحو 42%، ونتيجة تلك المنافسة قامت بعض البنوك بالاندماج فيما بينها.

**1-2- مظاهر العولمة المالية ومراحل تطورها:**

تتجلى العولمة المالية في العديد من المظاهر، أولها هو حرية إنتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال، فهي تعمل على إستبعاد كل مراقبة لرؤوس الأموال ومعاملات الصرف كما أنها تعزز الإندماج المالي الدولي، وبذلك فهي تحقق النمو السريع لحجم العمليات المتبادلة.

**- مظاهر العولمة المالية:**

لقد قدمت الدراسات المختلفة العولمة المالية على أنها الظاهرة التي شهدت تراجعا ملحوظا لدور الوساطة المالية وتخفيف القيود التنظيمية مع جعل القوانين الموجودة أكثر فعالية، كذلك من بين ما يميز العولمة المالية هي الحركة المتزايدة لإزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق سواء كانت وطنية أو أجنبية، وتساعد عملية التحرر المالي بهدف وضع المزيد من الإغراءات لجلب المستثمرين ورؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق، وإنطلاقا من ذلك، أجمع الباحثون على أن العولمة المالية ترتبط بمجموعة من الأسس والمظاهر تم حصرها في ثلاثة ركائز أساسية تعرف بـ "Les trois D" وهي كالتالي:

**أ- تراجع الوساطة المالية:**

وهي تعني توجه مختلف المتعاملين الماليين الدوليين مباشرة نحو الأسواق المالية التي تمثل هيكل التمويل المباشر، دون الحاجة إلى وساطة الجهاز المصرفي والبنوك التجارية والتي تمثل هيكل التمويل غير المباشر قصد القيام بعمليات التوظيف والإقتراض، هذا ما يدل على الإنتقال التدريجي من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد الأسواق المالية،<sup>1</sup> وقد شمل ذلك الفترات التالية:

- الفترة الأولى: من 1960 إلى 1980 والتي تتعلق بعملية التدويل المالي غير المباشر للأنظمة المالية الوطنية أو تمويل القروض ذات توجهات خاصة مثل: قروض الإستغلال.

\*les 03D: Désintermédiation financière, Déréglementation, Décloisonnement des marchés.

<sup>1</sup> -Dominique Plion,"les enjeux de la globalisation financière",édition: casbas, alger,1999, p:70.

- الفترة الثانية: من 1980 إلى 1985 ويميزها التمويل عبر السوق المالية والإتصال بين مختلف الأنظمة الوطنية عن طريق تحرير الأسواق المالية.

غير أن أزمة المديونية التي ميزت بداية الثمانينات تسببت في تقليص دور البنوك التجارية، بانسحاب عدد كبير من البنوك والإمتناع عن تقديم المزيد من القروض بسبب عدم وفاء المقترضين بالتزاماتهم، وبدى النظام المصرفي بعد عام 1983 شديد الضعف.

- الفترة الثالثة: من 1986 إلى 1996 أين عرفت الأسواق المالية إتساعا كبيرا، كما تم دمج مختلف الأسواق العالمية بما في ذلك أسواق الدول الصاعدة وأسواق بلدان العالم الثالث. وقد عرفت هذه الفترة ظهور ما يسمى بالتوريق الذي ساعد على إرتفاع نسبة التمويل بالأوراق المالية مقارنة بالقروض البنكية، خاصة وأن التوريق أصبح أكثر نجاعة من عملية الإقراض التي أصبحت تكلف البنوك تكاليف كثيرة. وكمثال عن تراجع الوساطة المالية، هو حالة فرنسا التي عرف إقتصادها إتجاها شينا فشيئا نحو إقتصاد الأسواق المالية وذلك بعد الإصلاحات التي قامت بها في الثمانينات والمتعلقة بإصلاح السوق المالية.

#### ب- تقليل وإزالة القيود التنظيمية:

يعتبر إلغاء القيود التنظيمية من المميزات الأساسية لتطور النظام الرأسمالي، وهي تقضي بإزالة القيود المفروضة على المعاملات والمؤسسات المالية، ولا يقصد هنا القيود التي تتخذها الحكومات لحماية المستثمرين كمتطلبات الإفصاح وغيرها، بل يقصد بها القيود التي تعرقل التعامل والتدفق الحر للأموال،<sup>1</sup> ويأخذ ذلك محورين أحدهما يتعلق بإزالة القيود المفروضة على السوق ويشمل ذلك إلغاء الرقابة على عمليات الصرف الأجنبي وتخفيض الضرائب على المستثمرين، أما المحور الثاني فيتعلق بإزالة القيود المفروضة على الأنشطة المالية للمؤسسات المالية الوطنية والأجنبية والسماح بحرية إنتقال الأموال. وقد شهد النظام العالمي سلسلة من عمليات تحرير حركة رؤوس الأموال التي جاءت نتيجة إزالة القيود، والتي بدأت في الولايات المتحدة في نهاية السبعينات ثم توسعت فيما بعد إلى باقي دول العالم، كما كان إنفتاح الأسواق المالية اليابانية إبتداءً من سنة 1984 وخلق سوق موحدة لرؤوس الأموال في أوروبا سنة 1990.

#### ج- إلغاء الحواجز بين الأسواق:

تعتبر من بين المظاهر والركائز الرئيسية للعولمة المالية، ويقصد بها الإنفتاح المالي للأسواق الوطنية على الأسواق الأجنبية ورفع الحواجز الفاصلة بينها بالإضافة إلى تذويب الحواجز البينية بين الأسواق الوطنية ذاتها، بمعنى إلغاء تقسيم أو تجزئة الأسواق وإنفتاح وتوسع الأقسام الموجودة داخل السوق المالية الواحدة، ويتعلق الأمر بكل من أسواق النقد، أسواق رأس المال، أسواق الصرف والأسواق الآجلة... إلخ، بحيث يتمكن المستثمر من تغطية المخاطر والبحث عن أفضل العوائد بالإنتقال من عملة إلى أخرى أو

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 53.

من أصل مالي إلى آخر، وهذا يدل على إمكانية التعامل في مجموعة من النشاطات في عدد من الأسواق أكثر إتساعا عما كانت عليه سابقا.

وقد ساهمت الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق وإزالة الحواجز الفاصلة بينها والتي برزت أولا في الولايات المتحدة، في إلغاء بعض التمييزات التقليدية التي كانت تفصل بين البنوك التجارية وبنوك الإستثمار المتخصصة في توظيف القيم المنقولة، وقامت بتعميم الأنشطة المالية على معظم المؤسسات المالية وغير المالية بحيث لا يكون هناك إحتواء لنشاط معين، فمثلا على مستوى البنوك نلاحظ ظهور مفهوم البنوك الشاملة التي أصبحت عملياتها تمتد إلى أنشطة أخرى لم تكن تشهدا من قبل، وبالتالي زوال التخصص البنكي وهو ما حدث في أوروبا بإزالة الحواجز التي كانت تفصل بين نشاط صناديق الإدخار والبنوك ومؤسسات التأمين.

إنطلاقا من الأسس السالفة الذكر، تبرز مظاهر العولمة المالية بصورة واضحة من خلال النقاط التالية:<sup>1</sup>

- في ظل العولمة المالية لم يصبح وجود مقارنة ما بين حجم التدفقات المالية الذي يرتفع بصفة كبيرة مقارنة مع حجم الإنتاج العالمي، فخلال الثمانينات تضاعف التدفق النقدي في أسواق الصرف ب: 8.5 مرة مقارنة مع التدفق التجاري الذي قدر ب: 02 مرة فقط.

- شهدت التدفقات المالية بمختلف أنواعها تطورا بصفة متسارعة إلى الدول الناشئة التي كسبت ثقة المستثمرين، والتي إعتبرت ظاهرة جديدة لأن المستثمرين الأجانب كانوا دائما يترددون خارج الدول المتطورة، حيث قدرت الإستثمارات الأجنبية سنة 1996 حوالي 285 مليار دولار في الدول النامية الناشئة. - لقد حمل دور المؤسسات المالية الدولية كل من الدول النامية والدول الإنتقالية على تكييف إقتصادياتها، بما يتفق وإقتصاد السوق وتحجيم دور الدولة الإقتصادي وزيادة أهمية دور القطاع الخاص الوطني وتهيئة المناخ الإستثماري الملائم للإستثمار الأجنبي المباشر.

- تغيير بنية الحجم الكلي لتدفقات رؤوس الأموال الدولية لصالح إستثمارات المحفظة والإستثمار الأجنبي المباشر على حساب القروض المصرفية، فخلال الفترة الممتدة من 1978 إلى 1981 كانت حصصها على التوالي: 9% 11% 80% لتصبح تلك الحصص خلال 1990 إلى 1995 على الترتيب: 44% 20% 36%.

- زيادة الدور الذي تقوم به الشركات المتعددة الجنسيات في النظام المالي، فهي تعتبر العامل الرئيسي للعولمة سواء من خلال هيمنتها على التكنولوجيا المنظورة لا سيما تكنولوجيا الإتصالات والمعلومات، أو من خلال إستحواذها على مصادر القوة المعرفية، وخاصة من خلال قدرتها على التغلغل بسهولة في مختلف القطاعات والفروع الإقتصادية لمختلف الدول، عن طريق إستثماراتها المباشرة أو من خلال

<sup>1</sup> - هيكل عجمي جميل، "العولمة الإقتصادية"، مجلة أبحاث روسيكادا، العدد الثاني، ديسمبر 2004، ص: 15.

إستحواذها على ما يفوق 2/3 من حجم التجارة في السلع المصنعة و 3/4 من الطاقة العالمية المرتبطة بالبحث والتطوير .

- التهميش المتزايد لعدد كبير من البلدان النامية في التجارة الخارجية والإستثمار الأجنبي المباشر لاسيما في إفريقيا ودول الشرق الأوسط، وتوزيع غير عادل للثروة حتى على الصعيد الدولي، حيث أصبح حوالي 20% من سكان العالم المتمركزين في الدول المتقدمة يمتلكون 82% من الثروة. وعليه، نلاحظ بأن مظاهر العولمة المالية بدأت تتضح بشكل كبير من خلال زيادة حجم التدفقات المالية عبر الحدود وأيضا زيادة الدور الذي تقوم به مختلف المؤسسات المالية الدولية في المجال المالي.

### 1-3- مرحل تطور العولمة المالية:

إنطلاقا من دراسة مختلف العوامل التي ساهمت في ظهور العولمة المالية، وكذلك من خلال المظاهر التي تبين وجودها، يتبين لنا بأن العولمة المالية مرت عبر مراحل متتالية إلى أن وصلت إلى هذا المستوى من الاندماج والترابط بين الإقتصاديات المختلفة، فلقد بدأت تتجسد بشكل واضح مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز بين الدول، وبصفة عامة عرفت العولمة المالية المراحل التالية:

- مرحلة التدويل غير المباشر:

إمتدت هذه المرحلة من 1960 إلى 1979، وقد تميزت بتعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة وسيطرت البنوك على تمويل الإقتصاديات الوطنية، كما عرفت أيضا إنتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي ساهمت بقدر كبير في منح العديد من القروض الدولية، خاصة وأن هذه المرحلة كانت بداية لإرتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة لا سيما الولايات المتحدة، بالإضافة إلى تعرض بعض دول العالم الثالث إلى أزمة للمديونية.<sup>1</sup> كما عرفت ذات الفترة ظهور وتوسع مجموعة من الأسواق منها: أسواق الأدوات المشقة وما تضمنته من خيارات على العملات وأسعار الفائدة، وأسواق الصرف وكان ذلك نتيجة إنهيار نظام بروتن وودز سنة 1971 الذي كان سببا لإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف المرنة، بالإضافة إلى بروز أسواق العملات بين دول المجموعة الإقتصادية الأوروبية بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية والتي تعرف بأسواق الأورو دولار، فهي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية غير أنها لا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، وقد ساعد على نموها عجز ميزان المدفوعات الأمريكي في الستينات وما ترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية، بالإضافة إلى إتساع نشاط الشركات عابرة القارات التي تحتفظ بأصولها السائلة في سوق الأورو دولار نظرا للمرونة التي كانت تميزه، كما كانت الحكومات والبنوك المركزية تحتفظ بإحتياطاتها من العملات الأجنبية في هذه السوق، وقد ساعد في إعطاء دفعة قوية لسوق الأورو دولار

<sup>1</sup> - خياطة عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 248.

الإرتفاع الشديد في أسعار البترول بعد 1973 وإيداع الدول النفطية لفوائضها في البنوك العالمية في هذه السوق،<sup>1</sup> وقامت هذه البنوك من جانبها بإعادة تدوير هذه الأموال في صورة قروض للدول النامية في آسيا وإفريقيا وبصفة خاصة في دول أمريكا اللاتينية.

#### - مرحلة التحرير المالي:

إمتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 وتم فيها تحرير المجالات الإقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي، وقد تميزت بالمرور إلى إقتصاد السوق المالية وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي، كما تم رفع الرقابة والحواجز على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، هذا ما ساعد بدوره في الإنتشار الواسع للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي.<sup>2</sup>

وقد ساهم ذلك في توسع دور مؤسسات الوساطة المالية في جمع الإدخار بهدف تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية، وذلك نتيجة الحجم الواسع للإيداعات المالية التي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإدخار العالمي والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات.

حيث شهدت هذه الفترة توسعا كبيرا في نمو هذه الأسواق وإرتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجز في ميزانيتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية لا سيما سندات الخزينة، وقد إحتلت هذه الأسواق مركزا بارزا في مجال الإستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينات من القرن العشرين، كما أنها أصبحت تمثل أحد أهم التوظيفات الإستثمارية طويلة الأجل، وتعود أهميتها إلى كونها أداة إستثمارية طويلة الأجل لمساهمتها في إعادة توزيع المدخرات المتوافرة عالميا على جميع مختلف المقترضين من كافة أرجاء العالم، ويتعامل كثير من البنوك في السوق الثانوية لسندات الأورو، وتمتاز بأنها توفر عائدا مضمونا وقللة المخاطر لحاملها، وذات سيولة مرتفعة رغم طول أجل إستحقاقها،<sup>3</sup> وأصبحت هذه السوق جزء لا يتجزأ من عمليات التمويل الدولي مما ساعد على نشأة سوق رأس المال طويل الأجل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الإقتصادية في ظل العولمة"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، الكويت، سبتمبر 1999، ص:10.

<sup>2</sup> - غانم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص:81.

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 02، جوان 2002، ص:219.

### - مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة:

إمتدت هذه المرحلة من 1986 إلى غاية الآن، وقد شهدت تحرير أسواق الأسهم حيث كانت الإنطلاقة في 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة "Big Bang"، وتبعتها بعد ذلك بقية البورصات العالمية بتحرير أسواق أسهمها بما يسمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.<sup>1</sup> وقد عرفت هذه المرحلة أزمة مالية عالمية نتيجة الإنهيارات الضخمة للبورصات العالمية، والتي كلفت الإقتصاد العالمي آلاف الملايين من الدولارات من الخسائر وتسبب في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية لاسيما الولايات المتحدة، وذلك نتيجة الإرتباط الكبير بين الأسواق المالية العالمية وما تتضمنه من التشابك الكبير لأعمال ووظائف مختلف أنواع الوساطة المالية، التي زاد التعامل فيما بينها بالأدوات المالية المشتقة بإستعمال وسائل الإتصال الحديثة وربطها بشبكة التعامل الدولية.

وهكذا إنتشرت مظاهر العولمة المالية بسرعة فائقة بين كافة دول العالم، وبذلك سيطرت الدائرة المالية على الإقتصاد العالمي في وقت قصير نسبيا، حيث أصبح العالم قرية صغيرة تتأثر بكل المتغيرات، والدليل على ذلك هو سرعة إنتشار الأزمة المالية العالمية لعام 2008 التي ضربت الإقتصاد الأمريكي وتأثيرها على باقي دول العالم خاصة المتقدمة منها، وذلك نتيجة الترابط الكبير بين أسواقها المالية وأيضا الحجم الكبير للتعاملات المالية بين مختلف أنواع الوساطة المالية التي تنشط في ظل تلك الأسواق، خاصة بعد إستحداث الأدوات المالية الجديدة والتي كانت الغاية منها هي الإحتياط والحماية من المخاطر المالية التي تحوم حول الساحة المالية وليس التسبب في إختلالات مالية تعرض النظام المالي إلى أزمات لا تعرف نتائجها.

### ثانيا-العولمة المالية وأثرها على الجوانب المالية:

تساهم العولمة المالية بشكل واضح في تحرير الأموال وزيادة تدفقها بين الدول، خاصة في ظل تكامل الأسواق المالية وإندماجها وسعيها المستمر لتطوير أنظمتها ومؤسساتها المالية. سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى أهم سياسات عملية التحرير المالي، ومختلف مزايا ومخاطر العولمة المالية، ومختلف الأساليب التي من شأنها أن تحد من تلك المخاطر.

#### 1- التحرير المالي

يعد التحرير المالي أحد معالم النظام المالي الجديد، ومن أهم التطورات الإقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وقد إرتبطت سياسات التحرير المالي إرتباطا وثيقا بموجة التوجه نحو الإندماج في الإقتصاد العالمي التي تشهدها غالبية الدول. ويعتبر حساب رأس المال جوهر عملية التحرير المالي

<sup>1</sup> - غانم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص:82.

وأحد الملامح الرئيسية للعولمة المالية، خاصة في ظل إستعداد بعض البلدان للإلتزام للمنظمة العالمية للتجارة، وبالتالي تكامل أسواقها المالية أين تتحرر الأسعار والأسواق المالية وسوق العملات الأجنبية.

### 1-1- مفهوم التحرير المالي:

يتمثل التحرير المالي في مجموعة الإجراءات التي تسعى إلى تخفيض درجة القيود المفروضة على القطاع المالي والتقليل من إحتكار الدولة له وفتحته أمام المنافسة، كذلك يشمل مجموعة الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وإنشاء نظام إشرافي قوي، وخصوصة بنوك القطاع العام، وتشجيع القطاع الخاص على إنشاء البنوك والسماح للبنوك الأجنبية بالدخول إلى السوق المصرفية المحلية.

ينفرد التحرير المالي إلى تحرير مالي داخلي وهو يشمل مختلف الإجراءات السابقة الذكر، وإلى تحرير مالي خارجي والذي يشمل المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، وتختلف أساليب التحرير المالي من دولة لأخرى حسب الغاية من ذلك، فمنها ما يتعلق بإجراءات تحسين السياسة النقدية أو لتشجيع المنافسة في القطاع المالي أو من أجل تحسين البنية الأساسية وتطوير الأسواق المالية، كذلك يمكن أن يتعلق الأمر بإلغاء القواعد الإدارية المطبقة على بعض البنوك مثل السقوف الإئتمانية والإحتياطي القانوني وإلغاء القيود على أسعار الفائدة بتوسيع مدى تحركها وإزالة السقوف المفروضة عليها، وزيادة إستقلالية المؤسسات المالية.<sup>1</sup>

وفقا لما سبق، يتسم التحرير المالي بمختلف جوانبه بأهمية كبيرة، وتتمثل أهم أوجهه في تحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير أسواق رأس المال وخاصة البورصات، كما أنه يركز على ضرورة إلغاء القيود على تخصيص الإئتمان المحلي وعلى أسعار الفائدة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية حرية كبيرة في إدارة نشاطها، فضلا عن ذلك، يتميز التحرير المالي بأنه يساهم بشكل كبير في جعل قطاعات الخدمات أكثر كفاءة وإستقرار، حيث أن المنافسة ترغم المؤسسات على تخفيض تكاليفها وتحسين تسييرها وجودة خدماتها المقدمة، كما يتيح القطاع المالي المفتوح إتباع سياسات أفضل للإقتصاد الكلي والتنظيمات الحكومية، فعمليات التحرير تتطلب من الحكومة تبني سياسات مقبولة ومناسبة،<sup>2</sup> كذلك تؤثر الأسواق المالية المفتوحة على المدخرات والإستثمارات وتؤدي إلى تحسين توزيع الموارد، كما يؤدي التنافس بين الخدمات المالية وتحرير معدلات الفائدة وظهور أدوات إدار جديدة إلى زيادة العائد على الإستثمار.

<sup>1</sup> - غانم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص:40.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، "التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص:27-33.

## 2- المزايا والمخاطر الناتجة عن العولمة المالية

على الرغم من المزايا والنتائج الإيجابية التي حققتها العولمة المالية إلى حد ما، إلا أنها لا تخلو من بعض العيوب التي كثيرا ما تحولت إلى مخاطر إستطاعت من خلالها أن تؤثر سلبا على النظام المالي للدول، ومن خلال المطلب التالي سنتعرض إلى مختلف مزايا ومخاطر العولمة المالية كما سنقدم في الأخير مجموعة من السياسات التي من شأنها أن تحد من تلك المخاطر.

### 2-1- مزايا العولمة المالية:

توفر العولمة المالية مجموعة من المزايا بالنسبة للدول النامية والمتقدمة على حد سواء، إذ تسمح العولمة المالية للبلدان المتقدمة بخلق فرص إستثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائدها المتركمة، وتوفر ضمانات لأصحاب هذه الأموال وتوزيعا للتقليل من حجم المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين الأسواق المختلفة، أما بالنسبة للدول النامية فيشير بعض الإقتصادييين إلى أن العولمة المالية تهدف من وراء ما توفره من موارد مالية خارجية إلى التقليل من تكاليف التمويل لعدة قطاعات، فمثلا تطرح الحكومة السندات في الأسواق الدولية لسد عجزها نظرا لإنخفاض سعر الفائدة الخارجي، كما أن القطاع الخاص يفضل اللجوء إلى التمويل الخارجي بإعتباره التمويل الأقل تكلفة، كما يساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل في خفض أسعار الفائدة المحلية، وبذلك تستطيع الدول النامية الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة في الموارد المحلية. وبصفة عامة، تحقق العولمة المالية مجموعة من المزايا نلخصها فيما يلي:<sup>1</sup>

#### - تنوع مصادر التمويل:

تسمح العولمة المالية من خلال سياسات تحرير المعاملات المالية وإنفتاح الأسواق المالية بتوفير فرص تمويل ضخمة ومتنوعة، إذ أنها توفر خيارات وبدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي، حيث أنها تتيح التعامل في أسواق متنوعة وواسعة النطاق، إذ يتمكن المستثمرون المحليون من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية، وتنوع الأدوات المالية بما يتفق والإحتياجات المختلفة لكل من المستثمرين أو المقترضين، بحيث يؤدي التنوع في المصادر التمويلية إلى تعويض قصور المدخرات المحلية، وهذا ما يساعد على زيادة معدلات الإستثمار المحلي وبالتالي زيادة معدل النمو الإقتصادي.

#### - تدنية الإستدانة الخارجية:

إن إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية العالمية التي تتيحها العولمة المالية، يمكن من تراجع توجه الدول إلى الإستدانة الخارجية بسبب التدفقات الرأسمالية الخاصة والممثلة بإنسياب الإستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

<sup>1</sup> - مزويد إبراهيم، "إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية-واقع وتحديات-"، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010-2011، ص:42.

### - خفض تكلفة التمويل وتخفيض المخاطر:

تلجأ الحكومات لطرح سنداتهما في الأسواق الدولية لكون أسعار الفائدة الخارجية منخفضة، كما يلجأ القطاع الخاص إلى التمويل الأجنبي باعتباره التمويل الأقل تكلفة، وفي ذات السياق تساهم العولمة المالية من خلال إمكانية المرور إلى الأسواق المالية الدولية بالسماح للمستثمرين على تنويع المحافظ الإستثمارية، مما يؤدي إلى خفض درجة المخاطر المصاحبة لتلك المحافظ سواء المتعلقة بعملة الإستثمار أو بالدولة المستثمر فيها، وفي نفس الوقت يزيد من معدل العائد المتوقع على هذه المحافظ.

### - زيادة كفاءة أداء الأسواق المالية:

تؤدي العولمة المالية إلى إستجابة الأسواق للمتغيرات الإقتصادية سواء على مستوى الوحدة الإقتصادية أو على المستوى الكلي، الأمر الذي ينعكس في كفاءة تسعير الأصول المالية المتداولة داخل تلك السوق وإنخفاض درجة تركيز المعاملات داخلها، وزيادة قدرتها على إستيعاب حجم أكبر من التعاملات ومن ثم جذب المدخرات وتخصيصها بكفاءة.

### - تطوير الأنظمة المالية:

لقد كان لإنتتاح الأسواق المالية على الخارج دورا كبيرا في زيادة فعالية وأداء الأسواق بصفة عامة، من خلال دخول الأجانب للإستثمار في محافظها المالية، مما يتيح تدفقات أكبر لرؤوس الأموال عبر الحدود الأمر الذي يزيد من حركية السوق ككل، كما أن الإحتكاك المباشر مع مستثمرين دوليين على درجة عالية من الخبرة في ميدان الإستثمار المالي، سيسمح بنقل الكثير من التقنيات والخبرات المتراكمة في الأسواق المتقدمة إلى الممارسة بفعالية على الأسواق الناشئة، غير أن إستيراد الخبرات لا يتعلق بالدول النامية فقط ولكن حتى الدول الأوروبية وكل دول العالم أصبحت مجبرة على الإستفادة من التجارب الناجحة في البلدان المتقدمة وبجزء من أساليبهم خاصة بالأسواق المالية، نظرا لما تتمتع به الأسواق المتقدمة - وخاصة الأمريكية- من إنتعاش وحجم ضخم للأموال التي يديرها المستثمرون.

## 2- مخاطر العولمة المالية:

تعرضت العديد من الدول إلى مجموعة من المخاطر بسبب العولمة المالية، وكانت درجة تأثر تلك الدول متفاوتة بين الدول المتقدمة والدول النامية، خاصة وأن هذه الأخيرة تتصف بضعف علاقاتها الإقتصادية الدولية، وفيما يلي أهم المخاطر التي نتجت عن العولمة المالية:

### - المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال:

لقد أثبتت العديد من الدراسات أن درجة التقلب التي تتسم بها حركة الإستثمار في المحفظة المالية هي أعلى بكثير من درجة التقلبات التي تتسم بها حركة الإستثمار الأجنبي المباشر، ويعود ذلك بصفة أساسية إلى: <sup>1</sup> كون الإستثمار في المحفظة المالية تحكمه عوامل قصيرة الأجل كما أنه يسعى دائما نحو تحقيق

<sup>1</sup> - شذا جمال خطيب، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

الأرباح السريعة ويتأثر تأثيرا كبيرا بالتوقعات والمعلومات المتوفرة لدى المتعاملين في أسواق رأس المال، وعليه فإن قرارات المستثمرين في المحفظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية إتجاه الأمور الجارية في الأجل القصير، فهم يميلون إلى تصفية إستثماراتهم على نحو واسع والخروج بها من الدول بمجرد حدوث أية أزمة، ويتم التخلص من رؤوس الأموال المستثمرة في هذا النوع من الإستثمار ببيعه بكل سهولة في الأسواق المالية.

#### - مخاطر تعرض البنوك لأزمات مصرفية ومالية:

كثيرا ما كانت العولمة المالية هي السبب الرئيسي في نشوء الأزمات المالية، وخاصة تلك التي تعرض لها الجهاز المصرفي في مختلف دول العالم بسبب عمليات التحرير المالي المحلي والدولي

#### - مخاطر التعرض لعمليات المضاربة:

لقد تسببت عملية التحرير المالي المحلي والدولي في تسهيل نشاط المضاربات عبر إلغائها الكثير من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات، فقد كان تداول العملات الأجنبية قبل ذلك يخضع في معظم الدول للرقابة الحكومية إذ لم يكن بالإمكان تداول ومبادلة مبالغ كبيرة أو تحويلها للخارج إلا بعد أخذ موافقة السلطات النقدية والخضوع للإجراءات المعقدة،<sup>1</sup> أما بعد تنفيذ التحرير المالي الداخلي والخارجي، وإعلان قابلية وإمكانية تحويل رؤوس الأموال، أصبحت مئات المليارات من الدولارات تتطاير بسرعة وبحرية مطلقة من سوق لآخر مستخدمة في ذلك شبكات الربط الإلكتروني، بحثا عن فرص للمضاربات والحصول على الأرباح الضخمة منها والتي قد يتراوح معدلها ما بين 50% و200%، وقد كان لضخامة وسرعة تحقق الأرباح في مجال المضاربة أثر واضح على العديد من المتعاملين الإقتصاديين، حيث دخلت العديد من الشركات الصناعية الكبرى والشركات المتعددة الجنسيات في هذا المجال، وأصبحت أرباحها المتحققة من عمليات المضاربة والمحفظة المالية أكبر بكثير من حجم ما تحققه من أرباح من إنتاجها الحقيقي.<sup>2</sup>

بينما تعتبر الدول النامية أكثر الدول تعرضا لعمليات المضاربة في ظل العولمة المالية فهي تعتبر مناخ ملائم لتلك العمليات، حيث تتعرض عملاتها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في أسواقها لهجمات المضاربين الذين يحققون منها أرباحا خيالية، لأن تلك الأسواق الصغيرة لا تستطيع إحتمال وزن عمليات المضاربة.

#### -مخاطر هروب الأموال للخارج:

يعتبر هروب رؤوس الأموال من أخطر ما أفرزته العولمة المالية في الدول النامية، حيث شهدت تديولا مكثفا لمدخراتها الوطنية عن طريق فتح حساب رأس المال الأجنبي من خلال منح العديد من المزايا

<sup>1</sup> رمزي زكي "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، دراسة إقتصادية، العدد الثاني، مؤسسة إبن خلدون للدراسات والبحوث، الجزائر، 2000، ص:42.

<sup>2</sup> شذا خطيب جمال، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص:39.

والإعفاءات، كما سمحت العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يخرجوا أموالهم لإستثمارها في أية سوق مالية وبأي شكل يرونه مناسباً، فمنها ما يستثمر في الأصول المالية، والبعض منها يتجه للإستثمار في الأصول العقارية وبعضها يذهب إلى الإستثمار الأجنبي المباشر ومنها ما يودع لدى البنوك والمؤسسات المالية.

بناء على ما تقدم، ومن خلال ما تم عرضه من مزايا ومخاطر العولمة المالية، يظهر لنا جلياً بأن الأسواق المالية تعرف توسعاً بشكل لا نهائي، حيث أصبحت الأسواق المصرفية وأسواق رأس المال معروضة على مستوى واسع تصعب رقبته رقابة دقيقة، وذلك كنتيجة مباشرة للثورة التكنولوجية وثورة الإتصالات، كما أن إنفتاح الأسواق المالية كالبانوك العالمية الكبرى أدى إلى دخول وإنتشار فروعها في دول العالم، مما أوجد منافسة بينها وبين البنوك المحلية في إستقطاب الأموال والودائع ومنح القروض بتسهيلات لم تكن متوقعة، الأمر الذي تسبب في الأزمات المالية التي تعرض لها الإقتصاد العالمي والتي أصبحت تهدد العديد من الدول، فكان من الضروري الإتجاه نحو فرض قيود على حركة رؤوس الأموال وتفعيل دور الهيئات الرقابية من أجل التصدي للمخاطر الناتجة عن العولمة المالية.

### ثالثاً - واقع الأسواق المالية في ظل العولمة المالية:

شهدت الأسواق المالية مجموعة من التطورات بفعل العولمة المالية، وقد عرفت المظاهر التالية:

#### 1- إندماج وترابط أسواق رأس المال الدولية:

لقد شهدت الأسواق المالية نوعاً من الترابط والإندماج فيما بينها كنتيجة مباشرة لمفردات العولمة المالية، والتي تتعلق بعمليات التحرير المالي وإزالة كل أنواع القيود والعوائق بين الدول، وقد جعل تشابك تلك الأسواق وإندماجها ببعضها البعض من النظام المالي العالمي سوقاً مالية موحدة، وقد ساهم في ترابط تلك الأسواق خاصة المنظمة منها، مجموعة من الأساليب والآليات المختلفة والتي تتوقف على درجة التنافس والإختلاف بين الأسواق العالمية المطلوب ربطها، وفيما يلي نلخص مجموعة الآليات التي ساعدت على ربط الأسواق المالية:<sup>1</sup>

- الربط الحاسوبي للبورصات: تطلب ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الإنترنت وشبكات الهاتف، وهو ما يلاحظ على أغلب أسواق الدول المتقدمة، حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية.

- الربط بالوسطاء الماليين: وذلك عن طريق تواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بالتسجيل فيها، حيث يقومون بدور هام في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين العديد من الدول.

<sup>1</sup> - فريد النجار، "البورصة والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص ص: 173-174.

- الربط بالشركات المالية العالمية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.
  - الربط بمحفظة الإستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة إستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.
  - الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسات الإقراض والإقتراض والإستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها.
  - الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات بإستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المراد ربطها، بحيث تكون جميع الأدوات والآليات موحدة مما يسهل الإتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.
  - الربط بالشركات المشتركة: يؤدي إنشاء شركات مشتركة بفروع في المناطق الجغرافية المختلفة إلى سهولة تسجيل أسهم وسندات تلك الشركات في أكثر من بورصة واحدة.
  - الربط المتكامل: ويتم ذلك عن طريق إستخدام الأرقام الصناعية في الإتصالات وإستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.
- فقد عرفت الأسواق المالية ترابطا ونموا كبيرا في ظل العولمة المالية، ويتجلى ذلك خاصة من خلال زيادة تدفقات رأس المال بشكل كبير في صورة إستثمارات المحفظة بدلا من الإستثمار الأجنبي المباشر، لأن هذا الأخير عبارة عن نقود سائلة تتحرك بسرعة وفجأة ولأجل قصير، وهو الأمر الذي يؤدي غالبا إلى وقوع أزمات مالية خاصة وأنه كثيرا ما تتحرك تلك النقود وفقا لإعتبرات المضاربة، وبذلك فإن ترابط الأسواق المالية من شأنه أن يساهم في إنتشار الأزمات المالية إلى العديد من الدول، وما يؤكد ذلك هي الأزمة المالية العالمية لعام 2008 التي إنتقلت من الإقتصاد الأمريكي إلى العديد من دول العالم.<sup>1</sup>

## 2- نمو الأسواق المالية الدولية:

بدأت الأسواق المالية الدولية تعرف نموا كبيرا خاصة بإقدام المتعاملين الدوليين على التخلي التدريجي عن التمويل بواسطة القروض والمؤسسات المالية والإتجاه نحو أسواق المال، وقد تطورت عمليات هذه الأسواق كثيرا، حيث عرفت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في الأسواق المالية الدولية المتقدمة والناشئة على حد سواء، حيث أوضحت الدراسات عن إرتفاع نسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي في تلك الدول خاصة خلال العقدين الأخيرين 1990-2010، فمثلا فرنسا كانت فيها نسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي لا تتعدى 6.5% سنة 1988 لتصبح سنة 2007 حوالي

<sup>1</sup> - مزبور إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص:36.

132.4% بينما الصين فقد إرتفعت نسبة تلك الأسهم من 0.2% سنة 1991 لتصل إلى 223% وهو ما يدل على نمو وتطور أسواقها المالية بشكل كبير وفي وقت قصير جدا.<sup>1</sup>

### 3- زيادة تعاملات الأوراق المالية على المستوى العالمي:

لقد عرفت الزيادة السريعة في حركة الأوراق المالية عبر الحدود في ظل نمو ظاهرة العولمة وتطورها زيادة تعاملات الأسهم والسندات عبر حدود الدول، مما يعني وجود قنوات إتصال متنامية بين الأسواق المالية للدول المختلفة، وقد عرف إصدار الأسهم والسندات تطورا كبيرا في الأسواق المالية العالمية وخاصة في الأسواق المالية الكبرى مثل أمريكا، اليابان، فرنسا وغيرهم.

<sup>1</sup> - العقريب كمال، "القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال وتحدي الأزمات المالية-دراسة نماذج من الدول العربية-"، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص:43.

## خلاصة:

تساهم العولمة المالية بشكل واضح في تحرير الأموال وزيادة تدفقها بين الدول، خاصة في ظل تكامل الأسواق المالية وإندماجها وسعيها المستمر لتطوير أنظمتها ومؤسساتها المالية، بهدف الرفع من حجم المعاملات المالية عبر الحدود الدولية من خلال سياسات التحرير المالي، الذي يشمل مجموعة الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية والتي تسعى في مجموعها إلى تخفيض درجة القيود المفروضة على القطاع المالي.

وبالرغم من المزايا والنتائج الإيجابية التي حققتها العولمة المالية إلى حد معين، إلا أنها لم تخلو من بعض العيوب والنقائص التي كثيرا ما تحولت إلى مخاطر إستطاعت من خلالها أن تؤثر على النظام المالي للدول، وأن تتعكس سلبا على سلامته وإستقراره، خاصة وأنها كثيرا ما أدت إلى حدوث أزمات مالية سرعان ما إنتشرت إلى باقي الأنظمة المالية الأخرى بسبب إفرزات العولمة المالية.

ومن أجل مواجهة ذلك، ظهرت الهندسة المالية كمفهوم جديد يسعى إلى التقليل من المخاطر التي طالما أفرزتها بعض مظاهر العولمة المالية، وذلك من خلال إيجاد حلول للمشاكل المالية وتوفير آلية جديدة للتمويل عن طريق إبداع وإبتكار تقنيات وأدوات مالية جديدة قادرة على الإحتياط من المخاطر المتعددة.

### المحور الثاني: فلسفة الهندسة المالية

يهدف هذا المحور إلى تقديم مختلف المفاهيم المرتبطة بالهندسة المالية، باعتبارها مجال من بين المجالات المتعددة والمتطورة إنطلاقاً مما تقدمه من منتجات وإبتكارات مالية جديدة ساهمت بشكل كبير في تنشيط البورصات والأسواق المالية المحلية والعالمية وأيضاً بفضل تزويدها بالطرق الحديثة لقياس وتحسين إدارة والحماية من المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الأسواق، وبشكل عام سيتم التطرق إلى مجموعة المفاهيم التالية:

- أولاً- تعريف الهندسة المالية أهميتها وأهم الأسس التي تقوم عليها
- ثانياً- تطور الهندسة المالية والعوامل المساعدة على ظهورها
- ثالثاً- المفاهيم المرتبطة بالهندسة المالية وإستراتيجياتها
- رابعاً- دور المهندس المالي

## تمهيد:

تعد الهندسة المالية عملية تطويرية إنطلاقاً من الدور التي تؤديه في تنشيط البورصات العالمية وكذا بوصفها إبتكارات جديدة في المنشآت الإستثمارية بصورة عامة، فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية.

وترتكز فلسفة الهندسة المالية على إدارة بنود المركز المالي وكذا إدارة المنتجات المالية الجديدة، يكون غرضها الأساسي تحقيق أعلى قيمة للمشروع بالتركيز على الإستثمارات المادية والمالية بأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.

فقد سمح ظهور الهندسة المالية وجود مجالات إبتكار متعددة ومتطورة كان الغرض الأساسي منها هو التحوط ونقل المخاطرة ليتوسع إستعمالها فيما بعد بصورة كبيرة ليشمل أغراض الإستثمار والمضاربة، فضلاً عن دورها في إبتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة مخاطرها وحمايتها من المخاطر الكبيرة التي يمكن أن تتعرض لها جراء التقلبات المستمرة في البورصات.

## أولاً-تعريف الهندسة المالية أهميتها وأهم الأسس التي تقوم عليها:

تشمل الهندسة المالية على العديد من التقنيات المطبقة والتي تعتمد على البحث والتطوير، ويرتكز إهتمامها على إبتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة، وتجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر.

يندرج مفهوم الهندسة المالية ضمن ميدان واسع جداً ألا وهو الميدان المالي، أي ميدان مالية المؤسسة وميدان مالية السوق، وعليه فإنه هناك مقاربتان في معالجة هذه المادة وذلك كما يلي:

- الهندسة المالية للسوق: وهي مقارنة أنجلوسكسونية تربط الهندسة المالية بحقل مالية السوق، ومن إهتماماتها الرئيسية: تحديد المخاطر، التغطية منها، وقياس أداء المؤسسة.

- الهندسة المالية للمؤسسة: وهي مقارنة أوروبية تربط الهندسة المالية بحقل مالية المؤسسة، وتركز على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وأمثلة الهيكل المالي وكيفية الإستفادة من الجانب الضريبي والقانوني للدولة التي تتوطن بها المؤسسة. هناك نوع من التوفيق بين المقاربتين الأوروبية والأنجلوسكسونية.

### 1-تعريف الهندسة المالية:

تعرف الهندسة المالية بأنها:

- التحول النهائي للمنتج المالي لتحسين إيراداته أو التقليل من مخاطره مما يجعل لها دوراً في تغيير أوضاع السوق المالي.<sup>1</sup>

- العملية التي تسمح بإعادة صياغة وتركيب المنتجات المالية لموجودة لإستحصال الميزة الضريبية المتغيرة في ظل المناخ الإقتصادي العام.

- الفلسفة التي تهتم بإدارة الأدوات المالية خارج الميزانية بالإضافة إلى بنود المركز المالي وحسابات الأرباح والخسائر والتي تشمل على تجارة الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية لآجال قادمة.<sup>2</sup>

-تعتبر الهندسة المالية ذلك التصميم الفكري لمشروع إقتصادي من كافة جوانبه، وكذا التنسيق بين مختلف الأطراف التي تسهم في إنجازه، بحيث يكون عملياً بكيفية عقلانية، فهي تعتبر تخصص في مالية المؤسسة من خلال تلقي تكوين: الإندماج والإقتناء بالإضافة إلى رأس المال والإستثمار.

-تعتبر الهندسة المالية عن مجموعة التقنيات المالية والضريبية والقانونية وإستشارات وتنظيم التمويل، التي تتدخل كلها من أجل مرافقة إستراتيجية المؤسسة في الفترة المتوسطة والطويلة الأجل وذلك في مناخ أعمال يتميز بالمنافسة، حيث يكون الهدف من ذلك هو تأمين هيكلها المالي، وهو ما يدفع بمدير المؤسسة تحديد بكيفية دقيقة التوجهات الإستراتيجية عن طريق إتخاذ قرارات جيدة بفضل الإستثمار

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، ط1، دار الوراق، عمان، الأردن، 2008، ص:22.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص:23.

والوسائل المادية التي تساعد على نمو المؤسسة وزيادة قيمتها وبالتالي تطوير أنشطتها، وهو ما يسعى إليه كل مساهمي المؤسسة وذلك من خلال رفع قيمة أصول الملكية وتحقيق ديمومة التوزيعات وتدنية المخاطر.

تعتبر الهندسة المالية عن الفلسفة التي يمكن من خلالها توجيه إستعمال الأدوات المبتكرة المتمثلة بالمشتقات المالية والتحوط من المخاطر المالية، فضلا عن شمولها عن تقنيات توجيهية على تجارة الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية (الموجودات) المستقبلية، وهناك جملة من الشروط لنجاح الهندسة المالية مثل:<sup>1</sup>

- 1- أن يكون المنتج أو العملية إبداعية أي مبتكرة.
  - 2- تمكن هذه المنتجات أو العمليات المصدرين أو المستثمرين من إنجاز العمليات التي لم يكن بإستطاعتهم القيام بها سابقا.
  - 3- أن تجعل الأسواق أكثر كفاءة.
  - 4- أن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو المصدر لها أو حتى الوسطاء.
- كذلك، تعرف الهندسة المالية على أنها كافة الأدوات اللازمة للتطور المالي للمؤسسة ولضمان نموها خارجيا، حتى وإن تطلب ذلك نقل ملكيتها للغير أو إقتنائها لملكية الغير.
- إضافة إلى ماسبق، تشير الهندسة المالية إلى مختلف الترتيبات المالية المتعددة التي يتم وضعها من أجل توفير تمويل على المقاس-وليس تمويلا جاهزا- للمؤسسة الإقتصادية بصفة خاصة ولأي عون إقتصادي بصفة عامة، وينتج عن ذلك التمويل إعادة هيكلة حصيلة المؤسسة بحيث تكون دائما في وضع جيد.
- تتمثل الأنشطة الأساسية للهندسة المالية في: الإبتكارات المالية خاصة المشتقات، تطوير عمليات مالية أصلية، وكذلك إيجاد حلول للمشاكل المالية التي تتعرض لها المؤسسة مثل الديون والخزينة، كذلك تدرج الهندسة المالية في إطار إستراتيجية تسعى إلى توجيه الربحية إلى المساهمين الكبار وتوزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من المستثمرين.
- فضلا عن ذلك، تعتبر الهندسة المالية رسم تصميم وتنفيذ مشاريع وترتيبات مالية تكون على مقاس العون الإقتصادي أي تستجيب لمتطلباته وتساعد على تطوره وتحقيق الأهداف المسطرة وتساعد على تجاوز وحل المشاكل المختلفة.

<sup>1</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة - مفاهيم نظرية وتطبيقية-، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، 2016، ص:19.

إنطلاقاً من التعاريف السابقة، تتضمن الهندسة المالية ثلاثة أنواع من الأنشطة هي:<sup>1</sup>  
 تصميم أدوات مالية مبتكرة، تطوير الأدوات المالية: أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها، بالإضافة إلى تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة بمعنى ابتكار آليات وإجراءات تمويلية جديدة بهدف تخفيض التكاليف وتحقيق المرونة.  
 ومن بين أهم العمليات التي تقع في أعلى الحصيلة والتي تشكل الإهتمام الرئيسي في موضوع الهندسة المالية:<sup>2</sup>

#### أ- الاندماج والإستحواذ:

تتطلب هذه العملية اللجوء إلى مؤسسة مالية مختصة من أجل مساعدتها على تحقيق العملية، كما تتطلب عملية الإدراج في البورصة وكذا عملية تمويل المشاريع اللجوء إلى مؤسسات مالية مختصة. بالنسبة لإعادة مركزة النشاط فإنها تقتضي تخلي المؤسسة عن نوع من أنشطتها بعدما كانت سابقاً قد إنتهجت سياسة تنويع النشاط، مثل هذا التخلي يتطلب إيجاد مقتني جديد أو التخلي لصالح الطرف الشريك، كما يتطلب معرفة قيمة هذه الأصول المعنية، إن الأمر يتطلب دراسة دقيقة لجانبها المالي حتى يتم التخلي عنه بقيمة مجزية، فمثلاً خلال الأزمة الصحية لعام 2020 بسبب فشلها في زيادة حصتها في السوق الصينية تخلت رينو الفرنسية في الصين عن مشروع شراكتها مع المؤسسة الصينية العمومية المتعلق بإنتاج نوع من السيارات يشتغل بالطاقة الحرارية.

#### ب- التمويل المهيكل:

التمويل المهيكل هو عبارة عن آلية مالية مبتكرة وهي مركبة ومعقدة، حيث يكمن التمويل المهيكل في قيام بنوك بتجميع أصول مالية مختلفة، يتم تصنيفها إلى شرائح متفاوتة المخاطر (كبيرة، متوسطة ودنيا) ثم يتم بيع حقوقها في شكل أصول جديدة مثل (Asset backed security (ABS و Collateralised Debt Obligation (CDO وغيرهما إلى مستثمرين: بنوك أخرى، صناديق تقاعد، صناديق مضاربة يتم إصدار مثل هذه الأصول المالية المهيكلية من خلال تقنيات مثل التوريق. تم تطوير هذه التقنيات المالية، إما من أجل الحصول على تمويل أو من أجل تحويل مخاطر إلى أعوان إقتصاديين آخرين. بل وتوزيعها على أوسع نطاق ممكن حتى يتضاءل تأثيرها السلبي.

إن الهندسة المالية بإعتبارها تتعلق في جزء منها بمالية المؤسسة تلعب دوراً هاماً في كافة العمليات الواقعة أعلى حصيلة المؤسسة، في حالة الاندماج والإستحواذ التي يتم اللجوء إليها في سياق النمو الخارجي للمؤسسات الإقتصادية. يتم اللجوء إليه من قبل مؤسستين بمقتضى قرار إستراتيجي يتم إتخاذه

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ط1، دار النشر للجماعات، القاهرة، 2005، ص:90.

<sup>2</sup> - مسعود امجيطنة، الهندسة المالية، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2018-2019، ص:

بصفة تشاورية، ومن أجل مصلحة المؤسستين معا، كما قد تتم العملية من قبل مؤسسة منفردة بصفة عدوانية.

### ج- تمويل المشاريع:

في حالة تعثر المؤسسة عن الوفاء بخدمة الدين فإنه يمكن من الناحية القانونية للدائنين الإستيلاء على المؤسسة بغرض إسترجاع حقهم، في هذه الحالة، وفي إطار إنقاذ المؤسسة، يتم تحويل الديون إلى أسهم مما يسمح للمؤسسة من إعادة رسملة نفسها ومن ثم إمكانية الإنتعاش والنهوض من جديد وبمشاركة مساهمين جدد قد يهيمنوا على المؤسسة الإقتصادية.

مبدأ التوازن بين الأموال الخاصة والديون يحكم كيفية التوليف بين جرعة الأموال الخاصة والديون المترتبة عن تمويل إستثمارات المؤسسة وضمان الإستقرار المالي، حيث ينبغي أن تسمح التوليفة بين مصادر التمويل (الأموال الخاصة، التمويل الذاتي والديون) بتعظيم قيمة المؤسسة، ومن ثم ثروة المساهم، وهو الهدف النهائي.

عادة ما يؤدي إرتفاع معدل المديونية إلى إرتفاع في معدل مردودية الأموال الخاصة وكلفتها كذلك، عليه ينبغي التركيز على نسبة المديونية التي تعظم الفرق ما بين مردودية الأموال الخاصة وكلفتها، وهو ما يزيد من قيمة السهم.

في إطار نشاطها، تواجه المؤسسة رهانين كبيرين إثنين، الأول يخص المدى الطويل أي تمويل الإستثمار، والثاني يخص المدى القصير، أي تمويل دورة الإستغلال، بتعبير آخر، فإنه في حالة اللجوء إلى الإقتراض فإن الأصول الطويلة تمول عن طريق قروض طويلة والأصول القصيرة تمول بواسطة قروض قصيرة.

### د- الإدراج في البورصة:

قبل قيام المعني بإيداع نشرة الإدراج في البورصة، فإن الأمر يتطلب توفر مجموعة من الشروط القانونية والمالية في المؤسسة: ينبغي أن تكون مؤسسة إقتصادية ذات أسهم، أن تكون مؤشراتها المالية جيدة، أي تحقق أرباحا بمعدلات لا تقل عما يطلبه أصحاب الأموال الخاصة، أن تكون تتمتع بشفافية وغيرها من الشروط، يسمح دخول المؤسسة إلى البورصة بتحقيق عدة مزايا، منها: الحصول على التمويل بشروط أيسر ما يمكن وبالشكل المراد، إمكانية التمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب تداول أصولها المالية في البورصة، معرفة القيمة السوقية للمؤسسة لحظة بلحظة وغير ذلك من المزايا الأخرى.

## 2- أهمية وأهداف الهندسة المالية:

تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تهدف إلى تحقيق الكفاءة الإقتصادية من خلال تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تمكنها من الإدارة الجيدة للسيولة وتوفير المرونة المناسبة للإستجابة لمتغيرات البيئة الإقتصادية.

يمكن توضيح أهمية الهندسة المالية من خلال ما يلي:

- تساهم الهندسة المالية في إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طرق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأقل صورة ممكنة.

- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا خاصة وأنه غالبا ما يكون التهامل من خلال أدوات الهندسة المالية أقل من تكلفة التعامل بالطرق التقليدية.<sup>1</sup>

- تعزيز فرص تحقيق الأرباح، من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن إستعمالها في عمليات الإستثمار والمضاربة والتحوط والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية، من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبيا سواء أكانت في الأسواق النظامية أم الأسواق الموازية.

وفي ذات السياق، تهدف الهندسة المالية من خلال عملياتها وتقنياتها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف لعل أهمها:<sup>2</sup>

- خفض حجم المخاطر المالية، وذلك عادة بإيجاد مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة وتطويرها والتي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة وبناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.

- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون.

- إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل إستخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.

<sup>1</sup> - زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2015/2016، ص 13 .

<sup>2</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة - مفاهيم نظرية وتطبيقية - ، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، 2016، ص:21.

- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن إستعمالها في عمليات الإستثمار والمضاربة والتحوط.

- تحسين سيولة السوق بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبيا.

### 3- الأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية:

ترتكز الهندسة المالية على مجموعة من الأسس، منها ما هو عام و التي يمكن وصفها بالعامية لبزوغ مفهومها، ومنها ما هو خاص وهي تكفل تحقيق الهندسة المالية للأهداف التي وضعت من أجلها ، ويمكن إبرازها من خلال مايلي :

3-1- الأسس العامة : تقوم الفكرة الأساسية للإبتكارات المالية والتي هي موضوع الهندسة المالية على أنه باستثناء العقائد الدينية فلا يوجد شيء مقدس، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيدا بحدود معينة أو أفكار ثابتة، إلا أنه يجب أن يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم، وما يوفره كل بديل من المزايا والتكاليف المختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع وابتكار بدائل هجينة فيما بينها أو إشتقاق أدوات ووسائل جديدة منها، لكن لتجنب المخاطر التي يمكن أن تنطوي عليها الهندسة المالية في حالة عدم تقيدها فلا بد أن تعتمد على مجموعة من القواعد و الأسس.

وتعد الهندسة المالية من الممارسات التي يمكن إستعمالها عندما تحدد البيئة ذات الصلة سواء كانت سياسية أو إقتصادية، وتعنى الهندسة المالية من قبل المؤسسات المالية إذ يكون المشرفون أو المنظمون هم المسؤولون عن كل الشركة على نطاق الصناعة وممارسة إدارة المخاطر وفق أهدافها القانونية.

3-2- الأسس الخاصة : هناك مجموعة من الأسس الخاصة التي تقوم عليها الهندسة المالية، نذكر منها :

- يجب أن يكون الربح حقيقيا وبعيدا عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية من المضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية.

- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطا وسيطا بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وعناصر التكلفة.

- وجود مؤسسات مالية في النظام الإقتصادي.

- وجود أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج، إذ من الضروري أن تحقق في السوق النقدي ليقابل توازن في السوق الحقيقي وكذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل إقتصادي كامل لموارد الدولة.

- الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع، وترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس

- النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقرار التمويل و الإستثمار، ويظهر ذلك واضحا في دراسات جدوى المشروعات، وفي دراسة التصفية والاندماج أو الانفصال .
- يجب قياس النتائج المرتقبة عن القرار المالي من حيث العائد والمخاطر والتكلفة في الأجل القصير والطويل سواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية، إجتماعية أو سياسية أو سيكولوجية .
  - تطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية بها، فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح، ويتحقق ذلك عن طريق تخصيص دقيق لعوامل الإنتاج.
  - تسعى سياسات الإستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال إلى تحقيق الأرباح في المدى الطويل.
  - يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات، مثل قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل وتخصيص الأموال المتاحة على الإستخدامات من الأصول لضمان الربحية وحل المشكلات المالية و تحليل النشاط المالي.

## ثانيا-تطور الهندسة المالية والعوامل المساعدة على ظهورها:

### 1- تطور الهندسة المالية:

عرفت الهندسة المالية على غرار المالية الدولية وأسواق رأس المال تحولات عميقة خلال العقود الأربعة الأخيرة، أي خلال فترة العولمة المالية الراهنة نتيجة الابتكارات المالية الغزيرة، حيث قبل عقد السبعينات من القرن السابق، كانت مصادر التمويل الداخلية والخارجية تتمثل في شكل محدود من أدوات التمويل، وهي عبارة عن قروض بجميع أنواعها الداخلية، الإصدارات التي كانت تتمثل في الأسهم والسندات بأنواعها المختلفة، كذلك كانت المخاطر قليلة تتمثل أساسا في التوقف عن الدفع وإنعدام السيولة بمعنى أن المخاطر كانت نادرة نسبيا مقارنة بالمخاطر الحالية فأسعار الصرف كانت ثابتة وتعتبر ما كان مشروطا بموافقة المؤسسات النقدية والمالية الدولية، كما أن أسعار الفائدة كانت ثابتة ومخاطرها كانت تقتصر على التوقف عن خدمة الدين أو التغيرات التي تحصل عليها في المدى الطويل.

وفي سياق العولمة المالية، أصبحت الهندسة المالية تكتسي أهمية بالغة جدا خاصة في إقتصاد منفتح ومندمج بدرجة عالية في الإقتصاد العالمي، وكذلك في ظل إقتصاد متميز بهيمنة مؤسسات مساهمة، ومن أجل ذلك فإن المؤسسات الإقتصادية هي بأمر الحاجة إلى ترتيبات مالية تضمن لها البقاء والتطور وهو ما زاد من عمليات الإندماج والإقتناء.

تساهم المنتجات المالية في إنجاز مهمة الهندسة المالية، خاصة وأنها توفر منتجات مالية مناسبة للإستثمار وأخرى للتغطية من مخاطر السوق، لكن وبالمقابل تنطوي هذه المنتجات على مخاطر إما بسبب إستخدامها لأغراض غير تلك التي وجدت من أجلها أو بسبب كون أدوات الإستثمار المالي نفسها تنطوي على مخاطر كبيرة.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن إبتكارات الصناعة المالية لم تقتصر على المشتقات المالية فقط، بل هناك إبتكارات من نوع آخر مثل التشريعات التنظيمية كالإفصاح عن النتائج فصليا بدلا من الإفصاح السنوي والشفافية بشكل عام.

ومن أجل الخوض في مفهوم الهندسة المالية، يتطلب الأمر الإحاطة بالمفاهيم التالية:

- ما هي الموارد المالية التي ينبغي على المؤسسة تدبيرها؟ وكيف يتم ذلك؟ حيث هناك أدوات عديدة للحصول على الموارد المالية مثل القروض بجميع أنواعه، أدوات التمويل المباشر كالأسهم والسندات، الأموال الخاصة، وخلال العقود الأخيرة تم تطوير أدوات جديدة من أجل تعبئة الموارد المالية وأخرى للحماية من المخاطر المالية.

- كيف يمكن إستخدام هذه الموارد المالية من قبل المؤسسات الإقتصادية؟

- ما هي الأهداف المتوخاة من ذلك؟ حيث أن الهدف النهائي هو تعظيم العائد على رأس الخاص وتحقيق عائد لمساهم لا يقل عن ذلك الذي يمكن تحقيقه في سوق رأس المال مقابل نفس المخاطر، بالإضافة إلى تكوين إحتياطي يمكن للمؤسسة أن تستخدمه في التمويل الذاتي، وبذلك فإن المسير يعطي قيمة للسهم ويضمن التمويل الذاتي لمشروعات إستثمارية تقدم عليها المؤسسة مستقبلا.

## 2- العوامل المساعدة على ظهور الهندسة المالية:

### 2-1- ظهور إحتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:

تقوم الوساطة المالية عموما بتسهيل تمويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدة العجز المالي من أجل تحقيق الكفاءة والفعالية، غير أن ظهور الإحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويلية مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الإستحقاق، جعل من الصعب على الوساطة المالية بصورتها التقليدية من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق رأس المال، لذلك ظهرت الحاجة لإبتكار وإبداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الإحتياجات.

### 2-2- تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:

ساعد ظهور شبكات الإتصال على تمويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير تنعدم فيه الحوافز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسله. ونظرا لأن هناك إحتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بوساطة هذه الشبكات، فقد أصبح من السهل تصميم الإحتياجات ومقابلتها بالإعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، حيث كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق المالية من العمل بصورة إقتصادية مقبولة، بمعنى وجود مساحة واسعة للحركة حيث كلما تم تصميم وإبتكار أدوات جديدة تجد من يطلبها ويقبلها.

## 2-3- ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:

يقصد بالفعالية في سوق المال مدى القدرة على مقابلة إحتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الإحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفرات ملحوظة وبسرعة ودقة عاليتين، وهذان المعيارين (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من الجودة وتقديم الخدمات للعملاء. إلى جانب ما سبق، يمكن التطرق إلى مختلف العوامل الأخرى المساهمة في ظهور الهندسة المالية على النحو التالي:<sup>1</sup>

- 1- إتساع أدوات الإستثمار المتاحة في أسواق المال وتعددتها، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق وإتاحة مزيد من التمويل عن طري جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.
- 2- إيجاد أدوات إدارة المخاطرة، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية علة وفق تفضيلات المستثمرين للمخاطر.
- 3- تطوير أدوات راجحة في الأسواق، الأمر الذي مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والإنتفاع على الأسواق المالية.
- 4- تعدد إستراتيجيات الإستثمار وتنوعها وتتنوع وتجدد أدوات الإستثمار.

## ثالثاً- المفاهيم المرتبطة بالهندسة المالية وإستراتيجياتها:

### 1- المفاهيم المرتبطة بالهندسة المالية:

ترتبط الهندسة المالية بمجموعة المفاهيم التالية:

#### 1-1- الهندسة المالية وإدارة الخصوم:

وذلك باعتبار أن الهندسة المالية تعتبر عن بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم، أي أنها هي فن وعلم إختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظة أصول المؤسسة وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظة المؤسسة، غير أنه عادة ما لا تتمكن المؤسسة من تركيب وبناء محفظة خصومها، لذلك ركزت إدارة المؤسسة جهودها على إختيار مزيج محفظة الأصول، ومن أجل إدارة الأصول والخصوم يجب الإحاطة بالمفاهيم التالية: السيولة، الهيكلية، حساسية أسعار الفائدة، مخاطر التوقف عن الدفع...

<sup>1</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص:16.

## 1-2- الهندسة المالية وإستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر:

يقصد بالتحوط فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل بأدوات المشتقات، ويمكن إستخدام التحوط من خلال: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، المبادلات، الخيارات. فإذا ما وقع الإختيار على إحدى هذه الأدوات، فإن المتحوط يتعين عليه أن يتأكد من إنخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، وهي تمثل: عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية.

غير أن المشكلة التي قد تواجه الجهة التي ترغب في التحوط من مخاطر معينة هي معرفة الأداة المناسبة تماما في موقف ما، وهذا يعتمد على: جانب المخاطرة الملازم للمركز المالي المرغوب في تغطيته، نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط في تغطيتها، تكلفة التحوط، وفعالية أدوات التحوط المختلفة.

## 1-3- الهندسة المالية ومخاطر عملية المراجعة:

تعرف عملية المراجعة على أنها فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش الربح.

وغالبا ما يذهب المهندسين الماليين في إبتكار فرص مراجعة خالة من المخاطرة ، وهو ما يمثل فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح، وهو ما يعرف بالموازنة على هذه العمليات مع الأخذ بالنتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق، وهو ما يسعى إليه المهندسون الماليون، لأن عمليات المراجعة ذاتها لا تتحقق في وجود أسواق عالية من الكفاءة بسبب عدم تباين الأسعار بين سوق وآخر.

## 2- إستراتيجيات الهندسة المالية ومجالات إستخدامها:

### 2-1- إستراتيجيات الهندسة المالية:

ترتكز إستراتيجية الهندسة المالية على:

- تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع أي الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، أصول متغيرة وأصول ثابتة وحقوق ملكية والخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

- تحديد فرص الإستثمار والتمويل في أسواق المال وخارج أسواق المال والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.

- تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل تذبذب معدلات الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى.

- الإستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الإستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر.

-بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والأجل الطويل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية لسوق المال والبيئة المحيطة وتشمل:

\*إدارة المنظومة المالية اليومية وتخص الأوراق المالية والنقدية وأوراق القبض وأوراق الدفع والمقاصة وتبديل السندات والأسهم ومعدلات الفائدة العالية بأقل منها وقروض وفروق أسعار العملات.

\*إدارة المنظومة قصيرة الأجل والتي تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل والإدارة المثالية لكل بنود الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، كذلك تهدف إلى الإستفادة من إتجاهات التغير في معدلات الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم.

\*إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل لضمان تمويل الأصول الثابتة.

فضلا عما سبق ذكره، تعتبر الهندسة المالية عن القدرة على الخلق والإبتكار من جانب بنوك الإستثمار في تصميم وتطوير ورقة مالية مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل، ومفهوم الإبتكار هنا يجب أن يتميز بدرجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، وهذا ما يعني أن تحقق الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، كما أن الهندسة المالية تعني الإبتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر.<sup>1</sup>

كذلك، تسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين وصناديق الإستثمار برسم سياسات مالية قوية وإبتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وإستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من المتغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (معدلات الفائدة على السندات، أسعار الصرف، ربحية الأسهم) وذلك عن طريق قيام المؤسسات بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في مجال المنتجات والأدوات المالية.

## 2-2- مجالات إستخدام الهندسة المالية:

تعمل الهندسة المالية على تصميم و تشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية بإستخدام الأدوات الكمية والحاسوب والنماذج الإقتصادية والمحاسبية لإتخاذ القرارات المناسبة، و تغطي الهندسة المالية عدة مجالات منها:<sup>2</sup>

- الخدمات المالية في البنوك،
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني،
- تقديم الخدمات المالية للشركات العقارية وأمناء الإستثمار والتأمين،

<sup>1</sup> - شقيري نوري موسى ، إدارة المشتقات المالية ، الهندسة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الأردن، ط1، 2015 ، ص ص: 25-26 .

<sup>2</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص:17.

- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية التجارية (الخاصة والعامة) المحلية والدولية لغرض الربح أو غير ذلك.
- نشاط الإستثمارات إدارة محافظ الأوراق المالية والتحليل المالي والقانوني.
- تغطية مخاطر عمليات المراجعة ( الإستفادة من فرق السعر لأصل معين).
- تطوير عمليات التسوية والأدوات الأساسية للأسواق المالية.

#### رابعاً- دور المهندس المالي:

يتمثل المهندس المالي في كل شخص طبيعي أو معنوي قادر على إيجاد حلول للمشاكل المالية التي قد تتعرض لها منظمات الأعمال وتحسين وضعيتها المالية، كما يعبر كذلك عن كل فئة تتمكن من إبداع وإبتكار ادوات تمويل قادرة على تلبية إحتياجات التمويل المتنوعة، بالإضافة إلى تحليل معايير التطور من أجل الإستفادة بأكبر قدر ممكن من الإستثمار.

تتطلب مجالات الهندسة المالية معرفة المنتج، ولا يعني ذلك أن يكون كل من المهندسين الماليين على علم بكافة المنتجات المالية لأن ذلك أمر جد صعب وأيضا كل له تخصصه الخاص به، حيث أن المهندسين الماليين الذي يعملون في أسهم الخزنة للشركات يجب أن يكونوا على علم تام بهذه الأدوات والتي تستخدم لتحقيق أهداف تمويلية، أما المهندسين الماليين الذين يعملون في مجال إدارة المخاطر فعليهم الإلمام بمنتجات المشتقات المالية، من جهة أخرى فإن المهندسين الماليين الذين يعملون في مجال التسويق ينبغي أن يكونوا على علم تام بالأصول العلمية للتسويق الدولي والمحلي وعادات وتقاليد وأعراف وميول الشعوب الأخرى.

وللإشارة أيضا، أن المهندسون الماليون لا ينتمون إلى بنوك الإستثمار والأعمال فقط أو البنوك التجارية دون غيرها، ولكن أيضا إلى مؤسسات الأعمال التي تتاجر في السلع أو في الأوراق المالية، وينتشر أيضا وعلى وجه الخصوص في جهات البحث والتطوير ومنهم من يشتغل بالرياضيات والإحصاء... غير أن تنوع المهندسين الماليين في هذا المجال يظهر الفرص المتاحة لأصحاب المناهج التحليلية لحل المشاكل والقدرة على إدراك الحلول للمشاكل المعقدة.

إنطلاقا مما سبق، يتطلب من المهندس المالي أن يتميز **بالمهارات التالية:**

- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومسائرها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد.

- فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والإقتصاد والطريقة التي من خلالها يتم إعتداد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل: بناء المحفظة وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط.

- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.

- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.
- معرفة واسعة ببرامجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.
- يوفر المهندس المالي بإعتباره محللا ماليا التحليل والمعلومات التي تساعد الشركات والأشخاص على إتخاذ قرارات إستثمارية من خلال جمع المعلومات وتحليلها وتقديم توصيات محددة ، بحيث يقوم من خلال قراءة وتحليل اللوائح المالية للشركات وتحليل قيمة السلع والمبيعات والتكاليف والمصاريف ليتمكن من تحديد قيمة الشركة والتنبؤ بدخلها مستقبلا.

### 1- أهداف المهندس المالي:

- تبرز أهمية المهندس المالي من خلال قدرته على إيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية تمكن من الإدارة الجيدة للسيولة وتوفير مرونة مناسبة للإستجابة لمتغيرات البيئة الإقتصادية، إنطلاقا من ذلك يسعى المهندس المالي إلى تحقيق أهداف الهندسة المالية وذلك من خلال:
  - إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.
  - تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.
  - تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط.
  - تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، والتي تتميز بالسيولة العالية نسبيا.
  - إلى جانب ذلك، يمكن تقديم أهم الأهداف التي يرغب المهندس المالي في تحقيقها:
    - التحوط: وذلك من خلال السعي إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أو أسعار صرف العملات أو أسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي أبدعتها الهندسة المالية.
    - ويكمن الهدف الرئيسي من التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها باستخدام مجموعة من الأساليب التي تركز في مجملها على التنوع في الأصول المالية، أو نقل المخاطر إلى أطراف أخرى من خلال الاستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض، أو عن طريق تجنب هذه المخاطر.
    - المضاربة: تعتبر المضاربة عملية تداول للأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقعات الأسعار في المستقبل، وذلك اعتمادا على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها، ولهذا يمكن النظر إلى المضاربة من وجهتين مختلفتين، فمن جهة يسعى المضاربون إلى تحقيق أرباح قصيرة المدى بناء على

تحركات الأسعار المستقبلية، ومن جهة أخرى فإنّ المضاربون يقدمون خدمات مالية تتمثل في تحمّل الخطر باعتبار أن المضارب هو الطرف الذي تنتقل إليه هذه المخاطر.

- **المراجعة:** تعتبر المراجعة من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان الحصول عليها وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلع ذات السعر المنخفض في السوق ثمّ بيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلع مرتفعة الثمن وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعرين، وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة وانخفاض الأسعار المرتفعة ويهدف المهندس المالي من خلال المراجعة إلى ابتكار فرص خالية من المخاطر في ظل سوق يتميز بعدم الكفاءة.

- **إدارة الأصول والخصوم:** يسعى المهندس المالي من خلال إدارة أصول وخصوم المؤسسات إلى:

- رسم سياسات مالية جيدة وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة تسمح بتلبية الاحتياجات القائمة.  
- خلق استراتيجيات مرنة لضمان سرعة تكيف خصائص وطرق عمل الأدوات المالية وتحقيق الابتكار والتجديد لتتماشي ومتغيرات أسواق رأس المال.

- خلق منافسة مالية لتحسين قدرة المؤسسات على استخدام الأموال بكفاءة فائقة لاختيار أفضل المصادر التمويلية لتحقيق فرص استثمارية جديدة لضمان قدرة جيدة على التنافس، ويعتبر الفشل المالي أو التعثر المالي من الاختلالات التمويلية التي تسبب انهيار المشاريع والخروج من الأسواق بسبب عدم الاهتمام بالقدرة على التنافس.

- ضمان الأدوات المالية المساعدة على خلق تمويل للمؤسسات بما يضمن لها تحريك عجلة الإنتاج من خلال الاختيار السليم لطرق التمويل بأقل تكلفة ومخاطرة.

- خفض حجم المخاطرة المالية بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.

## 2- العمليات التي يقوم بها المهندس المالي:

يقوم المهندس المالي بمجموعة من العمليات يساهم من خلالها في تحسين الأداء، وذلك من خلال سرعة تنفيذ العمليات وتخفيض تكلفتها، وبذلك فهو يحقق مجموعة من المكاسب لجميع أطراف المعاملات المالية، تتمثل تلك العمليات فيما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حيرش عبد القادر، مطبوعة في الهندسة المالية، مقدمة لطلبة السنة الثالثة علوم التسيير، تخصص مالية البنوك والتأمينات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، الجزائر، 2017-2018، ص ص: 18-20.

## - التسجيل على الرف:

يقوم المهندس المالي من خلال هذه العملية إلى تسجيل أو قيد ورقة مالية معينة بهدف طرحها للاكتتاب العام، وذلك حتى يمكن تقدير قيمة الابتكار الذي توصلت إليه الهندسة المالية، ولكي تبدأ المؤسسة في طرح أوراق مالية للاكتتاب العام، عليها أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة، والتي تقع عليها مسؤوليتها التأكد من أن البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها للتداول.

ولتحقيق هذا الهدف ألزم القانون المؤسسة بتقديم طلب أو صحيفة تسجيل في كل مرة ترغب فيها بإصدار أوراق جديدة، ويقتضي التسجيل بتزويد هيئة الأوراق المالية والبورصة ببيانات عن المؤسسة المعنية، ومعلومات عن الإتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار المسؤول عن عملية الطرح.

## - سمسار الخصم:

نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة بهدف تخفيض تكلفته، ويتعلق الأمر بسمسار الخصم، الذي يقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعدا أكثر خدمات السمسرة تكلفة وهي تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء في شأن قرارات الاستثمار، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى: حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء، ويعد هذا النوع من السماسرة ملائما لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم في الاختيار أو توقيت القرار.

## - المتاجرة بالحزمة:

كانت المتاجرة في أسواق رأس المال حتى عهد قريب تجرى على أسهم فردية، بمعنى أن أمر الشراء أو البيع لا يتضمن سوى أسهم مؤسسة معينة دون غيرها، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية وقدمت لنا منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة، حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المؤسسات المقيدة في البورصة، وهذا الأسلوب كما يبدو يناسب المؤسسة المالية المتخصصة في الاستثمار، ومن بينها بالطبع صناديق الاستثمار، حيث يصبح مضيعة للوقت والتكلفة في أحيان كثيرة أن يكون التعامل على أساس سهم بسهم، أي الأسلوب التقليدي الذي كان سائدا من قبل.

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

كذلك، فإنه بإمكان استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم قد تعتمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، ذلك في مقابل زيادة نسبة السندات، هذا يعني أنّ المتاجرة بالحزمة تسهم في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس، ومن هنا نرى أنّ في تطبيق هذا المنتج الجديد سبيل لزيادة كفاءة السوق، وتحسين أدائه فضلا عن تقديم خدمة يحتاجها المتعاملين فيه.

#### - الشراء الهامشي:

يعتبر الشراء الهامشي منتج من منتجات الهندسة المالية، ويقصد به قيام العميل بتمويل جزء من الصفقة نقدا من أمواله الخاصة، والباقي بقرض يحصل عليه من السمسار، الذي ربما يقترضه بدوره من البنوك التجارية، ويمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة، والذي يمثل غطاء لحماية المقرض، وبالتالي يعد الشراء الهامشي بديل أفضل من الممارسات التقليدية التي كانت سائدة من قبل، والتي كانت تتمثل في الاقتراض بضمان الأوراق المالية المشتركة.

وبذلك، يتيح الشراء الهامشي الفرصة للمستثمر أن يغتنم فرصة ملاءة سعر الورقة المالية، وذلك بشراء كمية منها تزيد عن موارده الذاتية، ويحدث هذا بفضل القرض الذي يحصل عليه المستثمر تدعيما لموارده المالية، وذلك بدلا من استخدام الموارد الذاتية لشراء قدر أقل من الأسهم المعنية، ثم الحصول على قرض بضمانها في وقت لاحق، أو استخدام حصيلته في شراء المزيد منها.

#### - البيع على المكشوف:

يعد البيع على المكشوف أيضا من منتجات الهندسة المالية، ذلك أن الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولا ثم تباع فيما بعد، غير أن الهندسة المالية قد أتت بنوع آخر من المعاملات تباع فيه الورقة أولا ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، فالبيع على المكشوف يتم التعامل به عندما يتوقع المستثمر انخفاض القيمة السوقية للورقة محل الصفقة.

أهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أنه يتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة، وهي الأسهم العادية في هذه الحالة، حيث يتم الحصول على تلك الأسهم المراد بيعها على المكشوف من خلال إقتراضها من السمسار، وبالتحديد من مخزون الأسهم المسجلة باسمه التي سبق الإشارة إليها عند تناول الشراء الهامشي، كما يمكن أن يقترضها السمسار لحساب العميل من أحد تجار الأوراق المالية، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم على اعتبار أنها رهن مقابل الأسهم المقترضة.

#### - التداول الإلكتروني:

لقد كانت المعاملات قبل 1971 في السوق غير المنظم أو السوق الموازي تتم يدويا، وبالتالي ارتفاع التكلفة من جهة وطول الإجراءات من جهة أخرى، لكن بعد ذلك حصل الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية على موافقة هيئة الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول يربط بين كافة

المشتركين في النظام مهما كان موقعهم، فيقوم المهندس المالي الذي يتمثل في السمسار المفوض من طرف العميل بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها وذلك من خلال شبكات الإعلام الآلي.

#### - السوق الموحد:

في محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال استجاب الكونغرس الأمريكي سنة 1975 لإدخال تعديلات على قوانين الأوراق المالية، أعطت بمقتضاها هيئة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة الأسواق بشبكة اتصال إلكترونية لزيادة السرعة وانتقال رؤوس الأموال بسرعة وحرية، لهذا فقد نشطت الهندسة المالية لتحقيق حلم السوق الموحدة حيث وضعت أربع ركائز أساسية هي:

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق.

- مركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع.

-مركزية دفتر الأوامر المحددة.

- المنافسة المفتوحة لكافة صناع السوق لكل ورقة.

إلى جانب العديد من العمليات التي يقوم بها المهندس المالي، فهو يتبع مجموعة من الخطوات التي تساعد في أداء عمله في سبيل الوصول إلى الهدف الذي يرمي إليه في إطار الهندسة المالية، تتمثل أهم هذه الخطوات في النقاط التالية:

- التشخيص : التعريف بطبيعة المشكلة و مصدرها الأساسي.

- التحليل: إيجاد الحلول المناسبة للمشكلة في ظل النظام الحالي للمؤسسة حيث يعتبر الحل الأفضل أداة أو مجموعة من الأدوات المالية الجديدة.

- الإنتاج: خلق أو إنتاج الأدوات المالية الجديدة من خلال تعهد طرفي الصفقة بهذه الأداة ، أو تشكيلها من خلال إستراتيجية تداول ديناميكية أو من خلالهما معا.

- التسعير: تحديد تكلفة الإنتاج و هامش الربح.

- التخصيص: من خلال إيجاد أداة تلائم المتطلبات الخاصة بكل عميل ، حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادلة بين التكاليف و المنافع في تحديد إجراء تغييرات مفصلة لتناسب إحتياجات كل فرد بشكل دقيق، والملاحظ أنه في كثير من الحالات تكون المشكلة التي يراد حلها موجودة عند أكثر من عميل.

### خلاصة:

تعتبر الهندسة المالية عملية تطويرية من خلال قدرتها على تخفيض تكلفة النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، بل وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة، حيث تساهم تلك المنتجات في دعم وتعزيز المنتجات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية، وتساهم بشكل فعال في تنويع أكثر لمحافظها الإستثمارية وتزيد من عوائده، وبذلك، تتيح الهندسة المالية إمكانية إستعمال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية.

### المحور الثالث: تشخيص وتقييم المؤسسة

تعتبر عملية التشخيص أسلوب منظم يمكن من إكتشاف أسباب وعوامل الاختلافات الحاصلة في المؤسسات و يبرز لنا الوضعية الحقيقية لها، كما يمكن من التعريف بطبيعة المشكلة ومصدرها الأساسي ومن ثم إيجاد الحلول المناسبة للمشكلة في ظل النظام الحالي للمؤسسة حيث يعتبر الحل الأفضل أداة أو مجموعة من الأدوات المالية الجديدة التي تلائم المتطلبات الخاصة بكل مؤسسة، وبذلك فهو يعتبر المرحلة المهمة والضرورية لتقييم المؤسسات .

وبالتالي فإن التشخيص والتقييم عمليتان متكاملتان تعتبران شرط مسبق لاتخاذ أي قرار من قبل المهندس المالي، وعليه سيعرض هذا المحور أهم المفاهيم المتعلقة بتشخيص وتقييم المؤسسات من خلال تقديم:

أولاً- تشخيص المؤسسة

ثانياً- تقييم المؤسسة

### تمهيد:

يعتبر التشخيص والتقييم عمليتان متكاملتان تساعدان على فهم الواقع المعقد للمؤسسة الإقتصادية، باعتباره شرط مسبق لإتخاذ أي قرار من قبل المهندس المالي، حيث يسمح التشخيص بإتخاذ قرارات بخصوص ربحية المؤسسة وقياس المتغيرات الضرورية لتقييم المؤسسة، أما عملية التقييم فتسمح بتحديد قيمة المؤسسة وقيمتها المنقولة (الأسهم والسندات) حيث يعتبر العامل المهم في نجاح باقي قرارات المؤسسة، ويعتبر تقييم المؤسسة عبارة عن وسيلة وليس غاية، كونه يعد أساس نجاح الهدف من عملية التقييم، كما تحظى قيمة المؤسسة بأهمية كبيرة عند مختلف الأطراف التي لها علاقة بها من ملاك، مساهمين ومسيرين، ما جعلها محل اهتمام كبير من طرف النظرية المحاسبية والنظرية المالية، من أجل تحديد كيفية إيجاد قيمة تعبر فعلا عن الوضعية الحقيقية لها.

## أولاً- تشخيص المؤسسة:

يعتبر التشخيص عملية ذات أهمية كبيرة في العملية التسييرية، فهو يعد شيء ضروري لتقييم وأداة فعالة لتقييم الوضعية الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية إذ يتم من خلاله إبراز نقاط القوة والضعف، وبالتالي لا يمكن الاستغناء عنه باعتباره يسمح باتخاذ قرارات بخصوص مخاطر وربحية المؤسسة وحتى جدواها. تهتم عملية التشخيص بدراسة وتحليل للمعلومات المقدمة بهدف إيجاد حل للمشكل المطروح وإعطاء التوصيات اللازمة لنفاذي ذلك الأمر مرة ثانية، وبالتالي فالمشخص المالي يقوم بتشخيص المؤسسة ماليا عن طريق دراسة رقم الأعمال، النتيجة المردودية، حتى يسمح بتوفير المعلومات الضرورية لإتخاذ القرار.

### 1- تعريف التشخيص:

يعرف الشخيص بأنه: "القيام بمجموعة من التحاليل والفحوصات لشخص معين وهنا لمعرفة علته انطلاقا من أعراض يستدل بها المشخص، كذلك يعرف بأنه: "أداة مهمة في اتصال المؤسسة مع محيطها وليس فقط ماليا ولكن صناعيا وتجاريا فهي تهدف إلى تشخيص وفحص الوضعية المالية للمؤسسة لخدمة ودعم التقدير المستقبلي.

### 2- أهمية وأهداف التشخيص:

يعمل المسيررون داخل المؤسسة على القيام بالتشخيص نظرا لأهميته، فهو يسمح بالإحاطة بجميع النتائج القياسية للمؤسسة، والرفع من كفاءتها وضمان استراتيجياتها في مختلف المجالات كالإنتاج والتسويق وهذا باعتباره قاعدة تسييرية، كذلك يسمح التشخيص بإعطاء نظرة شاملة حول وضعية المؤسسة لجميع المتعاملين معها سواء مدراء أو مساهمين أو من طرف الدولة خاصة عند اتخاذ قرارات تشمل التطهير، إعادة الهيكلة أو الخصخصة.

من جهة أخرى، تكمن أهمية التشخيص بالنسبة للمؤسسات الكبيرة من خلال قياسها به بصفة دورية ومستمرة حيث عادة ما تقوم به كل سنة، وهذا لما له من أهمية في مواجهة التقلبات سواء على المستوى الداخلي والخارجي للمؤسسة، أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيتطلب في حالة مواجهة المؤسسة لازمة أثرت بشكلا وهذا ما يقلل من كفاءته.

وفي ذات السياق، يكمن الهدف من التشخيص في تحديد وقياس المتغيرات الضرورية لتقييم المؤسسة، خاصة صافي الخصوم، معدل العائد المنتظر، كما يسمح التقييم بتحديد قيمة المؤسسة وقيمتها المنقولة، أي الأسهم والسندات، وبالتالي فإنه على مدى جدية ودقة التشخيص والتقييم يتوقف نجاح باقي القرارات، كذلك فإن تشخيص المؤسسة الاقتصادية قد يتركز على بعض جوانبها الهامة، وذلك حسب الهدف منه.

### 3- الأطراف المعنية بعملية التشخيص

أ- **التشخيص الداخلي:** يقوم به شخص أو مجموعة من الإطارات من مختلف مصالح المؤسسة والذين لديهم دراية كاملة بالمؤسسة بمختلف أقسامها وهذا ما يساهم في الوصول إلى نتائج أسرع حيث يكون التشخيص أعمق وأدق في حالة المعرفة الشاملة بشتى خفايا المؤسسة.

ب- **التشخيص الخارجي** ويمكن أن يقوم به كل من:

-**المسيرون:** ويشمل على فرقة خارج المؤسسة متخصصة في هذا النوع من العمليات كمكاتب الدراسات الذي تقوم المؤسسة بتعيينهم نظرا لكفاءتهم وتجارتهم السابقة.

-**المساهمون:** وهم حملة الأسهم إذ يعتبرون طرفاها ما في تمويل استثمارات المؤسسة حيث يعملون على تحديد مستوى المخاطر والربحية من استثماراتهم لذا يفضلون دائما المؤسسة القادرة على البقاء والاستمرار.

-**الممولون:** حيث تعتبر البنوك مصدرا من مصادر تمويل المؤسسة حيث تقوم البنوك ومؤسسات الائتمان بالفعل في منح القروض من عدمه على أساس رأيهم في الصحة المالية للمؤسسة وهذا لضمان قدرتها على الوفاء لديونها في تواريخ الاستحقاقها.

### 4-مراحل التشخيص:

نظرا لأهمية التشخيص في المؤسسة يتوجب أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط ولذا يتوجب أن يمر بجميع المراحل وحسب أولياتها، ومن أجل الوصول إلى نتائج جيدة ومعرفة نقاط القوة والضعف للمؤسسة، يجب أن يكون التشخيص منهجيا، حتى يتمكن معالجة الكم الكبير من المعلومات بكيفية تجعله بعدد بدقة وضعية المؤسسة من خلال الأعراض، وتتمثل مراحل التشخيص كما يلي:<sup>1</sup>

أ- **الاجتماع التحضيري:** حيث يعد أول اتصال بين المنظم والزبون (المسؤول عن المؤسسة) وهذا الأخير يعرض المشاكل التي يراها، ويهدف هذا الاجتماع إلى: التعريف بالأهداف المسطرة حدودها وإطارها، اكتساب ثقة الزبون، الحصول على الامكانيات المادية، مناقشة بنود العقد إن وجدت.

ب- **تخطيط العمل ووضع البرنامج:** بعد حصول المشخص على معلومات أولية يقوم بوضع الخطوط العريضة للبرنامج المتبع إذ: يختار المنهجية التي يجري بها التحقيق حسب أوضاع المؤسسة وحالتها، المدة الأهداف...الخ؛ إعداد استبيانات التحقيق والتحليل ووضع رزنامة اللقاءات؛ قائمة المسؤولين والأماكن التي يتم زيارتها؛ قائمة الوثائق التي يتم جلبها؛

ج- **جمع المعلومات:** سعي المشخص إلى الحصول على أكبر قدر ممكن من المعلومات في مختلف مصادرها مستعملا العديد من التقنيات ( الاستبيان، المقابلة، الوثائق المختلفة، الملاحظة).

<sup>1</sup> - يمكن الرجوع إلى: لحسن دردوري، مطبوعة في مقياس التشخيص المالي، تخصص مالية وحاكمية المؤسسة ومالية واقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014 - 2016 .

د - **التحليل الانتقادي**: تعد هذه المرحلة الأكثر أهمية في الدراسة حيث يسمح بكشف نقاط القوة والضعف لموضوع الدراسة ووفقها يتم وضع قواعد لتطوير الحلول.

هـ - **التوصيات**: يقوم المشخص باقتراح مختلف الحلول التي تطرح إيجابياتها وسلبياتها على الزبون الذي يقوم باختيار إحداها ويعمل المشخص على تطويرها ومن هذه الحلول نجد انها يجب أن تكون واضحة ودقيقة تدل على الإجراءات الواجب اتخاذها .

-سهولة الفهم وممكنة التطبيق فلا داعي لتقديم توصيات غير ممكنة التطبيق.

-محددة التنفيذ في الزمان والمرتبة حسب الأولويات الضرورية .

-تأخذ بعين الاعتبار مختلف التغيرات المتوقعة في المؤسسة وفي المحيط.

و - **مخطط التنفيذ**: بعد تحليل البدائل وتكاليفها ونتائجها المتوقعة، يقدمها المشخص في شكل إجراءات تنفيذية حسب زمن تطبيقها والأطراف التي تؤديها ومن الممكن لعملية التشخيص أن تشمل أيضا مرحلة مراقبة النتائج وشرح الفروقات التي تظهر وهذا يعني أن التشخيص يتعدى مجرد تقييم التوصيات ومخطط تنفيذها إلى الإشراف على عملية التنفيذ، وينتهي التشخيص بتقرير ملخص وواضح مدعم بالأشكال والرسومات والجداول بأرقام أكثر دلالة .

## 5-أنواع التشخيص:

سننظر فيما يلي لكل من التشخيص الاستراتيجي والقانوني والجبايي والبشري والمالي، كذلك هناك التشخيص التكنولوجي والتجاري والتنظيمي والاجتماعي وغيرهم<sup>1</sup>.

### أ-التشخيص الإستراتيجي:

هو عبارة عن تحليل إستراتيجي للمؤسسة، أي تحليل مشترك للمؤسسة من خلال نقاط قوتها ونقاط ضعفها، بالإضافة إلى تحليل معمق لمحيطها من خلال الفرص والتهديدات، حيث يهتم التشخيص بـ:

- طبيعة وتاريخ الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة.

- بنية الإدارة وبنية المساهمين.

- مختلف منتوجات المؤسسة ومدى قدرتها التنافسية في السوق.

- آفاق النمو والسياسة الإستثمارية.

- الإستراتيجية الصناعية التجارية والمالية المقترحة.

-المحيط الإقتصادي للمؤسسة (منافسون، موردون، زبائن).

الموارد البشرية (تعدادها، فئاتها، أجورها).

<sup>1</sup> - يمكن الرجوع إلى: لحسن دردوري، مطبوعة في مقياس التشخيص المالي، تخصص مالية وحاكمية المؤسسة ومالية واقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014 - 2016 .

من جهة أخرى، يعبر تشخيص المؤسسة عن الوصول إلى الخطوة التي تؤدي إلى التفكير في تحقيق التوازنات المالية والتساؤل عن بعض المشاكل المالية والتنبؤ بالمردودية والخطر المنتظر.

وفي ذات السياق، يرتبط التشخيص الإستراتيجي بالتشخيص الوظيفي حيث تتمثل وظيفة المؤسسة عموماً في التجارة والصناعة وكذا الجانب الاجتماعي وعليه ففي مجال التشخيص الوظيفي نجد:

- **التشخيص الصناعي**: يعتبر التشخيص الصناعي كأداة لإبراز نقاط القوة والضعف في المؤسسة في المجال الصناعي حيث تقوم بتقييم وسائل الإنتاج ومدى استجابتها لمتطلبات العمل وتقييم وسائل الإنتاج يقوم على: تقييم حالة وسائل الإنتاج من خلال التأكد من صحة التجهيزات ومقارنتها بتجهيزات المنافسين وهذا بتقدير المدة المحتملة للاستعمال، بالإضافة إلى تقييم التكلفة المخصصة بالبحث ونتائج التطوير.

- **التشخيص التجاري**: يهدف التشخيص التجاري إلى تحديد موقع المؤسسة بالنسبة لمحيطها وهذا على المستوى الاستراتيجي والتسويقي، فعلى المستوى الاستراتيجي يهدف إلى تحليل: الوضعية الإستراتيجية للمؤسسة: حيث تعد دراسة الموقع الاستراتيجي عملية ضرورية من شأنها التأثير على تقييم المؤسسة وكذا يبرز مكانة المؤسسة في السوق الذي ينشط فيه ومدى قدرتها على المنافسة.

وفيما يتعلق بالزبائن: فيتوجب على المؤسسة المعرفة الجيدة لزيائنها وتقديمهم حيث أن استمرارها متوقف عليهم ويتم هذا بتحديد: أهمية ومردودية كل زبون، عدد الزبائن والتوزيع الجغرافي لهم، العلاقة بين المؤسسة والزبون، أهم الأخطار والتي قد تواجههم في المؤسسة أما على مستوى التسويق يتوجب الاهتمام بالمنتجات وسياسة الأسعار حتى تتمكن المؤسسة من تحديد المنتجات التي ستقوم ببيعها وتقدير حصتها السوقية يتوجب على الشخص دراسة وتحليل:

-دورة المنتج ( حياة المنتج)

-الأسعار المطبقة وعلاقة المنتج بالسعر

-مدى تأثير تقلبات أسعار الصرف خاصة في فترات أسعار الاستقرار النقدي

-مدى تنوع المنتجات وقابليتها للتجديد.

وقد تواجه المؤسسة جملة من الصعوبات والمشاكل فيما يتعلق بالتوزيع والإشهار بسبب عدم ملائمة شبكة التوزيع لسياسة المؤسسة أو عدم تناسب دعايات الإشهار مع المنتج أو الخدمة المقدمة من قبل المؤسسة وعليه يجدر على الخبير ما يلي:

-ترقية برنامج البيع الخاص بالمؤسسة

-التأكد من مدى فعالية خدمات ما بعد البيع

-تحقيق نوع شبكة التوزيع المتبعة ومدى ملائمتها

-إبراز مدى قيام السياسة الاشهارية بتحقيق أهداف المؤسسة.

### ب- التشخيص البشري:

هذا التشخيص البشري في إطار التشخيص الاجتماعي تشخيص الموارد البشرية وهذا من خلال تقييم الطاقة البشرية بالمؤسسة ويشمل على قياس أداء المسؤولين الإداريين حيث يتم تحديد نقاط القوة والضعف في المؤسسة فيما يتعلق بمجال العلاقات الاجتماعية وبهدف التشخيص الاجتماعي إلى:

- تقديم نوعية تسيير الموارد البشرية

- إثبات أهمية الموظفين والعمال في كل قسم من أقسام المؤسسة.

- ( تحليل هيكل التكاليف الاجتماعي).

وفي هذا الإطار، ينبغي التعرف على **le profil** الأجراء والموظفين وعلى أجورهم ومن ثم على تطور كتلة الأجور خلال الفترة القادمة، وذلك من خلال معرفة درجة خبرتهم ومعرفتهم للتكنولوجية، وذلك من خلال الهيكل التنظيمي للمؤسسة وعقود التشغيل والاتفاقيات الجماعية للعمل، كذلك يتوقف التشخيص البشري على معرفة نوايا الأجراء والموظفين في المستقبل وذلك في حالة تغير المالك وانتقال ملكية المؤسسة إلى شاري جديد، وذلك من خلال معرفة من يفكر في الاستقالة من المؤسسة وكيف يؤثر ذلك على أدائها.

### ج- التشخيص القانوني والجبائي:

يهتم المهندس المالي وغيره من مسيري المؤسسة بالإطلاع على كل ما يتعلق بالمؤسسة، ويعتبر الجانب الضريبي والقانوني من أهم جوانب المؤسسة التي يتطلب تشخيصها وباستمرار، لذلك يتوجب على المهندس المالي أن يهتم وهو يقوم بوضع ترتيبات مالية بالجانب الضريبي والقانوني، وذلك من خلال معرفة وضعية المؤسسة إزاء مصالح الضرائب، المستجدات في القوانين الضريبية وخاصة على مستوى قانون المالية الجاري، علاقة المؤسسة إزاء مفتشية العمل، المنازعات إن وجدت وغيرها...

### د- التشخيص المحاسبي والمالي:

يبرز التشخيص المحاسبي مدى دقة حسابات المؤسسة التي تشمل حسابات الذمم والنتائج ومدى ملائمة المعطيات التقديرية والتي تم على أساسها تقدير الأرباح، وتعتمد هذه الدراسة على المراقبة الداخلية وبعدها تقدير الحسابات الجماعية باستخدام تقنيات المراجعة ومحاولة مطابقة حسابات المراجعة بالقواعد والمبادئ المحاسبية.

يأتي على رأس نظام المعلومات داخل المؤسسة النظام المحاسبي باعتباره يملك المعلومة الأساسية تشمل أغلب المعلومات الموجودة في الأنظمة الفرعية والتي يتم الإستعانة بها للقيام والبدء في التحليل المالي وإتخاذ الإجراءات التصحيحية من أجل تحسين نشاط المؤسسة وإستقرارها.

ويسمح التشخيص المالي بتجديد وجود أو غياب مؤشرين أساسيين هما التوازن المالي والمردودية، كما يسمح لنا التشخيص المالي للمؤسسة بالحصول على صورة واضحة على جوانب القوة والضعف لديها حيث يهدف التشخيص المالي إلى معرفة المركز المالي الحقيقي للمؤسسة.

تستند الهندسة المالية إلى أعمال التشخيص المالي التي تقدم المعطيات المحاسبية في شكل مالي والتي تستند بدورها إلى الواقع، والكل من أجل تسهيل تقييم المؤسسة الاقتصادية، وهي مهمة لا تخلو من ذاتية المقيم، يسمح التشخيص المالي بالتعرف على اتجاه تطور القيمة السوقية للمؤسسة. قد تعرف مؤسسة اقتصادية تحسناً في نتيجة دورة الاستغلال ما يساعدها على الإقدام على استثمارات حقيقية جديدة ومن ثم تحسين مستوى نموها الكامن وكذا قيمتها السوقية. على العكس من ذلك يمكن أن تعرف نتيجة الاستغلال تراجعاً مؤثراً بذلك على كل من قدرتها على توزيع الأرباح وقدرتها على التمويل الذاتي مما يضطرها في مالة استثمار حقيقي جديد على اللجوء إلى الاستدانة والنتيجة هي تدهور حصيلتها وقيمتها السوقية.

#### - أهمية التشخيص المالي:

- تجنب المفاجئات وتحسين القيادة والقدرة على التصرف.
- الكشف عن مدى تحقيق الأداء في المؤسسة وملاءمتها لمحيطها.
- يدرس العوامل الداخلية والخارجية التي تؤهل وتعيق النمو السليم للمؤسسة.
- الحصول على صورة واضحة وشاملة للوضع الحالية للمؤسسة.
- معرفة المركز المالي للمؤسسة.
- يسمح بإستغلال الموارد المالية بطريقة عقلانية منتظمة.

#### - أهداف التشخيص المالي:

- يسمح التشخيص المالي للمشخص بمعرفة ماضي المؤسسة وخصوصياتها.
- يسمح بتسيير التدفقات النقدية ووضع نظام معلومات، كما يسمح بالتسيير والتحكم أكثر في السيولة.
- يمكن من تقدير وتحقيق المفاهيم التالية: النمو، المردودية، التوازن، المخاطر.
- على المستوى الخارجي: يوفر المعلومات من النتائج المالية المحصلة، كما يمكن من تقييم الوضعية المالية ومدى إستعداد المؤسسة للإستدانة وقدرتها على تسديد مستحققاتها في الأجل المحددة.
- على المستوى الداخلي: يمكن من تقدير المركز المالي للمؤسسة، كما يحدد المخاطر المالية والإستغلالية لإتخاذ القرارات المستقبلية للمؤسسة.

#### - مقومات التشخيص المالي:

يعتمد نجاح تشخيص الوضع المالية للمؤسسة على مجموعة من المقومات والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

- أن يسلك المشخص المالي في عملية التحليل منهجاً علمياً يتناسب مع أهداف عملية التحليل، ولا بد أن يعتمد على استخدام اساليب وأدوات تجمع هي الأخرى بقدر متوازن بين الموضوعية والملائمة للأهداف التي تسعى إليها من جراء عملية تشخيص حالة المؤسسة ومن أجل أن يحقق القائم على عملية التشخيص المتطلبات والأهداف المنشودة من هذه العملية لابد له أن يراعي العناصر التالية:

- أن يكون لديه خلفية كافية عن المؤسسة ونشاطها والمحيط الذي تنتهي إليه بنوعية الداخلي والخارجي وما يتضمنه هذا الأخير من تأثيرات اقتصادية واجتماعية وسياسية

- أن يبرز الفروض التي يبني عليها عملية التشخيص وأيضا المتغيرات الكمية والنوعية والتي ترتبط بالمشكلة محل الدراسة.

- أن لا يقف المشخص عند مجرد كشف عوامل القوة ومواطن الضعف في نشاط المؤسسة بل أن يتركز على أسبابها واستقرار اتجاهاتها.

- أن يتسم المشخص نفسه بالموضوعية وذلك بالتركيز على فهم دورة والمتمثل في كشف الحقائق كما هي قبل أن يقوم بتفسيرها بشكل مجرد بعيد عن التحيز الشخصي، من أجل أن يقوم بعدها بتقديم تقرير وما يتضمن من مؤشرات وبدائل أو حلول تخدم متخذ القرار وذلك بمراعاة التوصية بما يراه البديل الأنسب.

- أن تتمتع مصادر المعلومات التي يستقي منها المشخص معلوماته، بقدر معقول من المصداقية، أو الموثوقية، ولا بد أن تنتم بنوع من الموازنة بين الموضوعية من جهة والملائمة من جهة أخرى.

#### - إستعمالات التشخيص المالي:

\* يستعمل لدراسة وتقييم الفصل الذي قد تتعرض له المؤسسة خلال دورة إستغلالها، لأنه يستعمله المصرفي قصد التعرف على إمكانية سداد المؤسسة للقروض عند حلول تاريخ الإستحقاق.

\* يستعمل المورد للتعرف على قدرة التمويل الذاتي وتوفير السيولة قصيرة الأجل، كذلك يستخدمه المساهمين من أجل المقارنة بين النتائج والطاقات المستخدمة.

\* يستخدم التشخيص المالي مجموعة من النسب المالية والمتعلقة بكل من:

\* نسب الهيكل المالية: هي النسب التي تقدم صورة عن الهيكل المالية للمؤسسة في زمن معين، وتفسر العلاقة الموجودة بين مختلف عناصر الأصول والخصوم، وكذا مجموع الميزانية والتي تنقسم إلى نسب الأصول ونسب الخصوم.

\* نسب التمويل: وهي تلعب دورا كبيرا في معرفة حقيقة كل طرف من الأطراف المكونة للخصوم، فهي تحدد مدى ميول المؤسسة إلى الديون بنوعيتها ويتبين ذلك من خلال النسب التالية:

1- نسب التسيير: تأتي هذه النسب لتكمل النسب السابقة في التحليل مع الأخذ بعين الإعتبار حجم نشاط المؤسسة من خلال قياس دوران السلع الحقيقية أو العناصر المالية (الحقوق والديون).

2- نسب المردودية: والتي تقيس مدى كفاءة المؤسسة في إستخدام الأموال عن طريق الأصول المتداولة والأصول الثابتة ومردودية رؤوس الأموال.

\* يهتم التشخيص المالي بتقديم معطيات محاسبية في شكل مالي تستند إلى الواقع، وكل هذا من أجل تقييم المؤسسة، ومن أجل ذلك يتم الإعتماد على :

-الأموال الخاصة: والتي تتمثل في المبلغ الأصلي التي قدمها المساهمون عند التأسيس أو لاحقاً، هي تساهم في تمويل جزء من الإستثمار وكذا أرباح المساهمين غير الموزعة، إلى جانب ذلك تستخدم الأموال الخاصة كضمان للدائنين الذين يمولون الجزء الآخر من إستثمارات المؤسسة-ففي حالات الإفلاس يتم تعويض الدائنين أولاً بينما المساهمون فهم آخر من يتم تعويضهم-

-صافي الأصول: تمثل مجموع الأصول مطروح منها الديون القائمة على المؤسسات أي أن صافي الأصول يمثل الأموال الخاصة.

إضافة إلى ما سبق، يتطلب من المهندس المالي أن يتأكد من توازن الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وذلك على عدة مستويات، وهذا لا يعني أنه يوجد هيكل مالي مثالي، لكن على كل مؤسسة أن تعمل على جعل هيكلها المالي متوازناً خاصة فيما يتعلق بتواريخ استحقاق الأصول والخصوم فمثلاً لا يمكن تمويل الاستثمارات بواسطة ديون قصيرة، حيث يجب أن يكون هناك تلاؤم من حيث عامل الزمن ما بين الموارد المالية للمؤسسة واستخداماتها لهذه الموارد.

ومن أجل ذلك تسعى المؤسسات إلى المحافظة على توازن هيكلها المالي من خلال الدراسة والتحليل المستمر لمجموعة من النسب المالية مثل السيولة والملاءة والدين والربحية والمردودية وغيرها، ويمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

**نسبة السيولة:** يتم قياس هذه النسبة بقسمة الأصول التي يقل تاريخ استحقاقها عن سنة على الخصوم التي يقل تاريخ استحقاقها كذلك عن سنة.

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{الأصول التي يقل تاريخ استحقاقها عن سنة}}{\text{الخصوم التي يقل تاريخ استحقاقها عن سنة}}$$

حيث تتكون الأصول المتداولة من المخزونات والذمم والمتاحات النقدية، أما الخصوم المستحقة في الفترة القصيرة فهي يشمل كل الديون التي تستحق في أقل من سنة، وهي تتكون من:

- قروض الموردين للمؤسسة،
- قروض قصيرة تستخدم في تمويل أنشطة استغلال أو حاجات جارية للمؤسسة،
- الجزء الخاص بالفترة القصيرة الأجل سواء من الاقتراض الطويل الأجل أو من الأصول الأخرى،

- الخصوم الأخرى القصيرة الأجل مثل الأجور التي تدفع للعمال والموظفين أو مستحقات الضرائب والاقتطاعات الاجتماعية المستحقة على المؤسسة.

فإذا قلت نسبة السيولة عن الواحد (1) فهذا يعني أن المؤسسة لها ديون تفوق وسائل الدفع المتوفرة لديها، مما يجعلها قد تتعرض للتوقف عن الدفع، وكلما كانت النسبة أكبر كانت المؤسسة تتمتع بسيولة في الفترة

<sup>1</sup> - مسعود مجيطن، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة تخصص مالية ومحاسبة، شعبة العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص ص: 15-18.

الزمنية القصير أكبر، وهو شيء جيد من ناحية، لكن من ناحية ثانية، فهذا يعني أن المؤسسة لا تستخدم موارها استخداما أمثلًا، غير أن المؤسسة تسعى دائما على أن تكون نسبة السيولة لا تقل عن الواحد لأنه إذا قلت عن ذلك فهذه إشارة سلبية من المؤسسة إلى المتعاملين معها.

#### - نسبة الدين:

تقاس هذه النسبة بقسمة صافي الدين القائم على المؤسسة على الأموال الخاصة، حيث يمثل صافي الدين عن إجمالي الدين مطروح منه ( الأصول المالية + السيولة).

$$\text{نسبة الدين} = \text{نسبة الملاءة} = \frac{\text{صافي الدين}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

حيث تعبر نسبة الدين المنخفضة على التسيير الحذر وهو مؤشر إيجابي، أما في حالة النسبة العالية فذلك يعني أن المؤسسة تعرض نفسها لمخاطر قد يكون لها تأثير سلبي على ملاءة المؤسسة، حيث تقاس نسبة الدين مستوى ملاءة المؤسسة وهو من بين المؤشرات التي تعتمدها البنوك في عملية الإقراض.

#### نسبة المردودية:

تعبر نسبة المردودية عن العائد الذي يحصل عليه أصحاب الأموال الخاصة من أسهمهم، ويمكن حساب هذه النسبة بقسمة العائد على الأسهم الذي يحصل عليه أصحاب الأموال الخاصة مقسوم على مجموع الأموال الخاصة:

$$\text{نسبة المردودية} = \frac{\text{العائد على أسهم أصحاب الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الأموال الخاصة}}$$

#### -خطوات التشخيص المالي:

تعني خطوات التشخيص المالي تلك المراحل العلمية المتبعة في عملية التشخيص حيث تختلف هذه الخطوات من مؤسسة لأخرى ومن محل لآخر وذلك حسب الهدف من عملية التشخيص، وبصفة عامة تتلخص الخطوات الرئيسية لمنهجية التشخيص في النقاط التالية :

أ - تحديد الهدف من التشخيص ( السياسة والقرارات المراد اتخاذها).

ب - الفترة الزمنية المعنية بالدراسة.

ج - اختيار زمن المقارنة أو الطريقة المناسبة للتشخيص.

د - جمع المعلومات المالية والاضافية الخاصة بمحيط المؤسسة.

هـ - اجراء الحسابات اللازمة واستعمال النسب ووضع المؤشرات في الجداول.

و- تحليل ومقارنة النتائج بالمعايير المعتمدة.

ي- التشخيص الشامل وهو عبارة عن تحديد نقاط القوة ومواطن الضعف ووضع ملخص في حدود جودة المعلومات المتاحة ووضع التوصيات.  
ر - القيام برسم السياسات واتخاذ القرارات المناسبة.

## ثانياً- تقييم المؤسسة:

تبرز أهمية التقييم في كافة الأحداث الهامة التي تعرفها المؤسسة في حياتها، مثل حالة الاندماج، الاستحواذ، التخلي عن جزء من الملكية، التعرض إلى ردة اقتصادية أو إعادة الهيكلة المالية.

### 1-تعريف تقييم المؤسسة:

تعتبر عملية التقييم عن تحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من وضعيتها الحالية والمستقبلية، لهذا فهي عبارة عن مجموعة من المراحل تهدف إلى إجراء تشخيص دقيق حول المؤسسة قصد تحديد قيمة يتم على أساسها التفاوض حول سعر التنازل عن المؤسسة، وتتمثل المراحل الأساسية لتقييم المؤسسة في: جمع المعلومات، القيام بتشخيص وضعيتها المؤسسة، اختيار طريقة التقييم، وتحديد قيمة المؤسسة إضافة إلى ذلك، تعتبر عملية تقييم المؤسسة وسيلة وليس غاية، كونها تعد أساس نجاح الهدف من عملية التقييم، كما تحظى قيمة المؤسسة بأهمية كبيرة عند مختلف الأطراف التي لها علاقة بها من ملاك، مساهمين ومسيرين، ما جعلها محل اهتمام كبير من طرف النظرية المحاسبية والنظرية المالية، من أجل تحديد كيفية إيجاد قيمة تعبر فعلاً عن الوضعية الحقيقية لها.

إنطلاقاً من ذلك، تعرف عملية التقييم بأنها تحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من وضعيتها الحالية والمستقبلية، حيث تقوم على مقاربات وطرق مختلفة تركز على فرضيات واعتبارات مالية معينة، فهي بذلك تتطلب معرفة عميقة بالمؤسسة وتوقعات أكثر.

كذلك، تعرف عملية تقييم المؤسسة بأنها العملية التي تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة والتي يمكن أن يعبر عنها بالأموال الخاصة، والتي تحدد بصافي قيمة الأصول والتمثلة في الفرق بين قيمة الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية بعد تقييمها، أي قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين.

كذلك، يهتم التقييم بتحديد قيمة المؤسسة وقيمتها المنقولة مثل الأسهم والسندات، حيث يعتبر العامل المهم في نجاح باقي قرارات المؤسسة، ومن أجل ذلك يتم الإستعانة بمجموعة من المؤشرات عند تقييم الأداء المالي المؤسسة، من بينها:

- تقييم الأداء والنتيجة: وذلك عن طريق تحليل مختلف أنشطة المؤسسة.
- تقييم الأداء والتمويل والتي يمكن من خلالها إدراك قيود التمويل التي قد تواجهها المؤسسة.
- تقييم الأداء والمردودية: بمعنى العلاقة التي تربط بين كل من النتيجة ومجموع رأس المال.

إنطلاقاً من ذلك، تكتسي عملية تقييم المؤسسة أهمية بالغة باعتبارها أداة من أدوات الهندسة المالية، إذ أن اتخاذ أي قرار على مستوى أعلى الحصيلة يتطلب من المهندس المالي دراية كاملة بالمؤسسة، حيث لا يمكن الشروع في عملية تقييم مؤسسة إلا بعد القيام بتشخيص دقيق ومعمق للمؤسسة المعنية وذلك يعني أن التقييم هو مرحلة تأتي بعد التشخيص.

ويعتبر التقييم ضروري في عملية نقل ملكية المؤسسة أو دخولها إلى البورصة، أي أن المقاربة المتبعة في كل عملية إصدار أسهم تتطلب تقييمًا للمؤسسة الاقتصادية، كما أن عملية الإدراج في البورصة تتطلب التقييم وكل عمليات رفع الأموال أو الاندماج أو البيع أو الاقتناء تتطلب تقييمًا للمؤسسة.

فضلاً عن ذلك، تتمثل قيمة المؤسسة في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي يخلص إليه خبير متخصص، حيث يعكس القيمة المعادلة لحاصل جمع قيم أصولها المادية الملموسة وقيم أصولها المعنوية غير الملموسة وذلك في ظل استمرارية النشاط ويمكن التمييز بين عدة مفاهيم للقيمة في المؤسسة كالآتي:<sup>1</sup>

- القيمة السوقية العادلة: تتمثل في المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب و يتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة و لا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه.

- القيمة الاستثنائية: عبارة عن القيمة الحالية للمنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين.  
- القيمة الدفترية: بالنسبة لأصل معين فهي التكلفة التاريخية ناقص الاهتلاك المتراكم أما بالنسبة لمؤسسة تكون القيمة الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية - قيمة شهرة المحل: تعتبر شهرة المحل نوعاً خاصاً من الأصول غير المادية ويمكن تعريفها على أنها "مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب ال زبائن إلى منشأة أعمال معينة و هي في جوهرها تتوقع استمرار تفضيل العملاء و تشجيعهم لأي سبب من الأسباب  
- قيمة التصفية: وهي صافي المبالغ النقدية التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول مطروحة منها الخصوم.

- قيمة الإحلال: القيمة الاحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية وتقدير التكلفة الاحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث و تكنولوجيا متطورة.  
- قيمة النفاية أو القيمة المتبقية: وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي و ينقرر إخراجه من الخدمة.

كما يجب التفرقة بين مفهوم القيمة والسعر حيث أن السعر يعبر عن معدل التبادل لشيء ما مقابل شيء آخر في حين أن القيمة هي أساس تحديد سعر التبادل أي أن القيمة لا تتطلب عملية التبادل .

<sup>1</sup> - برايس نورة، تقييم المؤسسة في إطار سياسة الخوصصة، دراسة مؤسسة عمومية اقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باجي مختار، 2017.

## 2- أهمية تقييم المؤسسة:

يكتسي تقييم المؤسسة الاقتصادية أهمية بالغة باعتباره أداة من أدوات الهندسة المالية التي يتطلبها اتخاذ أي قرار على مستوى أعلى الحصيلة والتي ينبغي أن يكون المهندس المالي على دراية تامة بها. لا يمكن الشروع في عملية تقييم مؤسسة إلا بعد القيام بتشخيص دقيق ومعقد لها. كما سبقت الإشارة إليه، فإن التقييم يأتي بعد التشخيص.

كل عملية إصدار أسهم تتطلب تقييماً للمؤسسة الاقتصادية، كما أن عملية الإدراج في البورصة تتطلب التقييم وكل عمليات رفع الأموال أو الاندماج أو الاستحواذ أو التنازل عن فرع من فروع أنشطة المؤسسة، كلها تتطلب تقييماً للمؤسسة المعنية.

إذا كان التقييم يعرف بأنه محاولة قياس قيمة تتكون من عناصر مادية وأخرى معنوية، وهي حالة المؤسسة الاقتصادية، أي تحديد سعر للمؤسسة، فإنه لن يقتصر على تحديد القيمة فقط بل يتعداها إلى التعرف على القدرة الكامنة على النمو التي تتمتع بها المؤسسة الاقتصادية.

على هذا الأساس، أي عندما يتوفر العنصران المذكورين فقط، يمكن القيام بتحديد قيمتها ومن ثم عرض سعر شراء لأسهمها على المساهمين فيها وعلى المستثمرين بصفة عامة بما فيهم الجدد.

## 3- أغراض عملية التقييم:

إن الحاجة إلى التقييم تظهر عند دخول المؤسسة في بعض المعاملات بغية تحقيق أغراض معينة نذكر منها: الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة، إعادة هيكلة المؤسسة لغرض تخفيض التكاليف وزيادة أرباحها.

- فتح رأسمالها أو جزء منه، أو زيادته عن طريق الاكتتاب في بورصة القيم المنقولة.

- اتخاذ قرار شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين، في إطار تسيير المحافظ الاستثمارية.

- تصفية المؤسسة في حالة إفلاسها، لغرض الوقوف على قيمة أصولها وتسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف.

- الخصوصية، الاندماج والاستحواذ وإقامة الشراكة بين مختلف المؤسسات؛

- التسيير بالقيمة من طرف مسيري المؤسسة، قصد التوجيه و اتخاذ القرارات التشغيلية و الإستراتيجية بما فيها القرارات المالية.

#### 4- طرق تقييم المؤسسة:

يعتبر التقييم ضروري في عملية نقل ملكية المؤسسة أو دخولها إلى البورصة، وتتم عملية التقييم، أي القياس، بطرق معينة، ولا يمكن أن يقوم بها إلا محترفون وبالتالي فإن عملية التقييم ليست بالمهمة السهلة، أي كانت المقاربة المتبعة، وعليه يمكن تصنيف مختلف طرق التقييم إلى ثلاث أنواع، هي:<sup>1</sup>

أ- مقارنة بالذمة المالية:

هذه المقاربة تعتمد في تحديد قيمة المؤسسة على دراسة حصيلة المؤسسة، وذلك انطلاقاً من أصولها، حيث يتم حساب القيمة بطرح قيمة التزامات المؤسسة من قيمة أموالها الخاصة VP، غير أن الأصول الخاصة منها البنائيات والتجهيزات المعمرة تثير إشكالا يتمثل في ضرورة تصحيح أسعارها أي تحيينها، وهوما يتطلب تدخل محترفين حسب كل نوع من الأصول حتى يتسنى تحديد قيمة المؤسسة تحديدا دقيقا، كما أن هذه الطريقة في القياس لا تعطي الأهمية اللازمة للأصول غير المادية.

يمكن توضيح المعادلة السابقة كما يلي:  $V_p = (\text{الأصول الثابتة} + \text{المخزون} + \text{الذمم} + \text{الخزينة}) - (\text{القروض} + \text{مستحقات إزاء الهيئات الاجتماعية} + \text{ديون الموردين})$

#### ب- مقارنة بالتدفقات:

أي مبلغ مالي له قيمة محددة كقدرة شرائية. إذا لم يخصص المبلغ المالي للاستهلاك الآني فإن ذلك يعني أنه سيخصص لاحقا، هذا ما يعني أن هذا المبلغ المالي هو عبارة عن ادخار يمكن استثماره مقابل عائد خلال الفترة التي تفصله عن الاستهلاك المستقبلي. هذا يعني أن الوقت نقود.

تعتمد هذه المقاربة في تحديد قيمة المؤسسة على حساب القيمة الحالية للعائد الذي تحققه أصولها، أي القيمة الحالية للتدفقات المالية المستقبلية لأصول المؤسسة، هذه الطريقة أسهل وتسمح بالاستغناء عن الخبراء من خارج المؤسسة، غير أنها هي الأخرى تصطدم بمشكلة تحديد قيمة التدفقات المالية المستقبلية للأصل بالإضافة إلى صعوبة تحديد معدل التحويل إلى القيمة الحالية.

تعبّر القيمة الحالية عن السعر الذي يكون مستثمرا ما مستعدا لدفعه من أجل الإستثمار في المؤسسة أي العائد المنتظر هو المحدد لحجم الإستثمار، فإذا كان العائد ضعيفا مقارنة بمؤسسات أخرى مماثلة، فإن المستثمرين لن يقدموا على الإستثمار في هذه المؤسسة، والعكس صحيح. وهو ما يعني أن نتيجة تقييم المؤسسة أي القيمة المحددة لها من خلال التقييم، ليست بسعر صفقة بل هي فقط مؤشر يمكن الإعتماد عليه في توجيه المفاوضات.

<sup>1</sup> - مسعود مجيطة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 16-17.

ج- مقارنة مركبة أو مقارنة بالمقارنة:

تقوم هذه المقارنة على أساس مبدأ بسيط، وهو أن قيمة الأصل تكون متساوية تماما مع قيمة أصول مماثلة أو مشابهة لها ومن نفس القطاع، هذا المبدأ تكون له مصداقية بقدر ما تكون سوق المالية تتصف بالكفاءة، وتتبع الخطوات التالية عند العمل وفق هذه المقارنة:

- تكوين عينة من المؤسسات الاقتصادية، بحيث تكون متماثلة، لها نفس الحجم، نفس مستوى التطور،  
- تحديد المؤشرات التي تتمتع بالنجاعة ونقوم على أساسها بحساب مضاعف، نحدد انطلاقا منه قيمة المؤسسة موضوع التقييم.

### خلاصة:

يلجأ المهندسون الماليون في مجال تشخيص وتقييم المؤسسات إلى استخدام أكثر من طريقة واحدة في آن واحد و تحديد مجال قيم يتم على أساسه تحديد قيمة تكون أقرب ما يمكن إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة، تبعاً للهدف المنشود من عملية التقييم.

غير أن تقييم المؤسسة تعتبر عملية معقدة تعتمد على مجموعة من الخطوات و المراحل، التي يتبعها الخبير المقيم للوصول في الأخير إلى قيمة عادلة، وتعتبر مرحلة التشخيص أهم مرحلة يعتمد عليها الخبير المقيم، لكونها تساهم بشكل كبير في تحديد قيمة حقيقية للمؤسسة.

كذلك، عادة ما تواجه عملية تشخيص وتقييم المؤسسات صعوبة في عملية التقييم في كيفية تطبيق الطرق المختلفة للتقييم على أرض الواقع، فاستخدام أكثر من طريقة واحدة في التقييم يؤدي إلى تحديد توليفة مناسبة من الطرق و تقييم أفضل للمؤسسة، إضافة إلى أن عملية التقييم تتصف بنقص الموضوعية كونها تتأثر بشخصية المقيم.

### المحور الرابع: آليات وأساليب جلب الأموال

يهدف هذا المحور إلى توضيح مختلف الآليات التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل أنشطتها، أو من أجل إيجاد حلول للمشاكل المالية التي تعاني منها، وهي بذلك أمام مجموعة من الخيارات إما أنها تحصل على التمويل من البنوك أو أنها تلجأ إلى الأسواق المالية وبالتحديد إلى بورصة الأوراق المالية لتجد نفسها أما تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية.

وعليه سيتم من خلال هذا المحور مناقشة أساليب وآليات التمويل المختلفة وذلك كما يلي:

أولاً- آلية التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية

ثانياً- آلية التمويل عن طريق الأسواق المالية والبورصات

ثالثاً- رأس مال استثمار

رابعاً- رأس مال مخاطر

خامساً- التمويل المهيكل

### تمهيد:

يعتبر الحصول على الأموال مطلباً ضرورياً بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، فهي تسعى إلى إعادة هيكلة مالية أو توسع اقتصادي أو نقل ملكيتها أو السعي إلى السيطرة على مؤسسة أخرى، بالإضافة إلى تقنيات التمويل التقليدية المعروفة، والمتمثلة في زيادة الأموال الخاصة أو القرض السندي، هناك ترتيبات مالية جد متطورة وتوصف " بأموال خاصة جديدة " أو شبه أموال خاصة، كما أن رأس مال - استثمار يشكل حالة خاصة في تمويل عملية إنشاء مؤسسات تتصف بكونها تتوفر على نمو كامن قوي وكبير جداً، وهي مؤسسات حديثة النشأة في مجال التكنولوجيات المتقدمة.

## أولاً- آلية التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية:

يعتبر التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية أحد طرق التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل الحصول على التمويل المناسب، ويكون ذلك من خلال البنوك والمؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية بين المؤسسات التي هي بحاجة إلى التمويل ومختلف الأعوان الاقتصادية التي تكون لديها أموال فائضة فتلجأ إلى البنوك من أجل الإحتفاظ بها أو من أجل توضيفها، ويعرف هذا النوع من التمويل بالتمويل غير المباشر أو التمويل عن طريق الوساطة المالية.

### 1- تعريف البنوك والمؤسسات المالية:

تعرف البنوك بأنها مؤسسات مالية ومصرفية تتعامل بأدوات الإئتمان المختلفة من حيث النوع والآجال في السوقين المالي والنقدي، من خلال قيامها بمهمة الوساطة بين المقرضين والمقترضين (المدخرين والمستثمرين) بهدف تحقيق الربح.<sup>1</sup>

وبذلك يعتبر التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية بأنه عملية تتضمن مبادلة نهائية ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض البنك أو المؤسسات المالية حقا على نفسها إتجاه دائنيها بمقابل مبلغ نقدي، باستعمال النقود التي تم الحصول عليها من ذلك.

وفيما يتعلق بتطور هذا النوع من التمويل، فهو ليس حديث النشأة وإن عرف بعض التغييرات في المهام والأدوار، وإنما كان متواجدا منذ القدم وزاد شيوعه خاصة في القرون الوسطى، أين كان التجار وغيرهم يقومون بالإحتفاظ بالفائض من النقود المعدنية (الذهبية أو الفضية) لدى الصيارفة مقابل إيصال أو تعهد، وبذلك أصبحوا يتمثلون في الطرف الأول للوساطة، وإنطلاقا من الخبرة الكبيرة للصيارفة في مجال النقود مع تأكدهم من أن أصحابها (المودعين) لن يطلبوها بصورة جماعية، إستخدموا تلك النقود المعدنية المودعة لديهم في منح قروض مقابل حصولهم على فوائد من المقترضين، وهم بذلك يتمثلون الطرف الثاني من الوساطة.<sup>2</sup>

وهكذا عرفت هذه القنوات تطورا في جمع المدخرات ومنح القروض وأصبح من الضروري تواجد البنوك والمؤسسات المالية للقيام بدور الوساطة المالية، ويرجع ذلك إلى جملة من الأسباب أهمها:  
- عدم مقدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال ويقلل من إمكانيات الإستعمال الأمثل للموارد.

<sup>1</sup> - ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، 2006، ص:202.

<sup>2</sup> - زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، "إدارة البنوك"، ط2، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ص:11. (بدون سنة نشر).

- صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى أكبر من الفائض المالي للطرف الآخر لهذه العلاقة المالية، لذلك وجدت الوساطة المالية من أجل تعبئة الإدخار المتمثل في الفوائض المالية الخاصة بمختلف الأعوان الإقتصاديين وإستخدامها في منح قروض إلى أطراف أخرى، وذلك عن طريق تحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، وبذلك تحتل البنوك والمؤسسات المالية أهمية كبيرة فبدونها يصعب القيام بالمعاملات المالية على أكمل وجه.

## 2- أهمية التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية:

يؤدي التمويل من خلال الوساطة المالية دورا هاما في الإقتصاد، وينعكس ذلك خاصة في الوظائف والمهام التي يقوم بها في الأسواق المالية، فوجوده يساعد هذه الأسواق على القيام بعملها بكل فعالية وبدونها يصعب على تلك الأسواق القيام بالعديد من المهام، والمتعلقة ب:<sup>1</sup>

-التوسط بين المدخرين والمستثمرين.

- منح الائتمان بأجاله المختلفة.

- التأثير على كمية وسائل الدفع.

-تنويع الأصول المالية والنقدية التي تتعامل بها في السوقين المالية والنقدية.

كما تكمن أهمية التمويل من خلال البنوك والمؤسسات المالية في الدور الذي يقوم به في إدارة وتنظيم عملية التبادل وتوفير المعلومات اللازمة، إذ يشكل حلقة وصل في توفير المعلومات عن مصادر الإقتراض والكفاءة المالية والإئتمانية للمقترضين، حيث تستطيع البنوك والمؤسسات المالية القيام بوظيفتها من خلال حصولها على المعلومات الدقيقة عن فرص الإستثمار، وتوجيه الأموال إلى أفضل مجالات إستخدامها أي تلك التي تعود عليها بأفضل عوائد وتتمتع بأعلى إنتاجية.

كما تعمل البنوك والمؤسسات المالية أيضا على توفير القود اللازم لعمل آلة الإقتصاد،<sup>2</sup> إذ لا بد من توافق يتعلق بحجم الموارد والفترة الزمنية التي يتم التمويل بمقتضاها، لأن الفشل في تطابق الفترة الزمنية قد يتسبب في عدم إستمرارية العرض والطلب وبالتالي يؤثر سلبا على النشاط الإقتصادي.

<sup>1</sup>- ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سبق ذكره، ص:202.

<sup>2</sup>- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، "النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، ط2، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص:205.

فضلا عما سبق ذكره، يمكن توضيح أهمية التمويل من خلال الوساطة المالية على النحو التالي:<sup>1</sup>

1- يتيح وجود البنوك والمؤسسات المالية لأصحاب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سيولة لمواجهة مثل هذه الإحتمالات، كما يمكن أن يتجنب أصحاب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة وبما تتمتع به من مركز مالي قوي تكون في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ التزاماتها إتجاه المودعين، فضلا عن ذلك، تتميز الوساطة المالية بمصادقية مضمونة بالنظر إلى القوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، وهو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشرة، وبحكم نشاط الوساطة المالية فهي تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت، مما يعفي وجودها أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقترضين أو المستثمرين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا الجهة المضمونة التي يدعون فيها أموالهم.

2- يساهم وجود البنوك والمؤسسات المالية توفير التمويل المناسب لأصحاب العجز المالي وذلك بأقل تكلفة ممكنة، خاصة فيما يتعلق بالوقت اللازم لتدبير الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة، كما تسمح كذلك بتوفير التمويل اللازم وبتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشر تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتبطة بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال، فضلا عن ذلك يجنب وجود الوساطة المالية الجهات المقترضة مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على إفتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة، فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض أو تمويل تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.

3- تستفيد البنوك والمؤسسات المالية نتيجة وظائفها الكثير من المنافع، كالتالي تتعلق بعوائد القروض التي تساهم في تعظيم إيراداتها، حيث يعتبر أهم دخل تحققه والذي يمثل الأساس الذي تقوم عليه نشاطاتها، كما أنها غالبا ما تستعمل موارد مالية غير مكلفة مثل الودائع التي لا تمنح عليها فوائد في معظم الأنظمة النقدية العالمية، من جهة أخرى يمكن لمؤسسات الوساطة المالية إمكانية إنشاء نقود الودائع، وهذا ما يعني أنها تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه من الودائع، وهو الشيء الذي يساهم في زيادة أرباحها.

بناءً على ما تقدم، يعتبر تواجد البنوك والمؤسسات ضرورة حيوية، ليس فقط لكونها متعاملا إقتصاديا وماليا مهما، ولكن لكونها تسمح بإيجاد الحلول للعديد من المشاكل المرتبطة بالتمويل، فهي عادة ما تساهم في تفادي إحتمالات عرقلة النشاط الإقتصادي الذي قد ينتج عن عدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، سواء من حيث الوقت أو المبلغ المراد إستثماره.

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص ص: 8-10.

### 3- خصائص التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية:

تتمتع البنوك والمؤسسات المالية بخاصية هامة تتمثل أساسا في الثقة الكبيرة التي تمنحها إياها فئات المدخرين والمقترضين على حد سواء، فهذه الفئات تلجأ دائما إلى المؤسسات المالية من أجل تحقيق رغباتها،<sup>1</sup> لكون المؤسسات المالية تمثل حلقة الوصل بين فئات المدخرين الذين ليس لهم فرصة لإستثمار أموالهم وبين الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي التي تحتاج إلى أموال وليس لديهم فكرة كافية عن فئات المدخرين في النشاط الإقتصادي.

ولكن قبل أن نتطرق إلى أهم خصائص الوساطة المالية، نود أن نقدم أهم العناصر التي ترتبط بنشاط مؤسسات الوساطة المالية، وذلك على النحو التالي:<sup>2</sup>

- **تعبئة الموارد:** وهي تمثل الطرق ومختلف الصيغ التي يتيحها الوسطاء الماليون لأصحاب الفئات المالي، أو بالأحرى مختلف الأدوات التي يتعامل وفقا لها الوسيط المالي للحصول على الفوائد المالية، والتي تتمثل عادة في: شهادات الإيداع، الودائع لأجل، أذون الخزينة، السندات والأسهم وغيرها من الأصول المالية الأخرى.

- **توظيف الموارد:** بعدما تحصل الوساطة المالية على مختلف الموارد المالية، تقوم بتوظيفها بأشكال مختلفة كمنح القروض\* التي تعد أساس نشاط الوساطة المالية.

وفيما يلي نذكر أهم الخصائص العامة للوساطة المالية:

- يمكن أن تكون الوساطة المالية عبارة عن شخص طبيعي أو إعتباري، تعمل كحلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الإستثمار وبين الإستثمار الباحث عن الأموال.<sup>3</sup>

- تتميز مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية، تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين.<sup>4</sup>

- توفر مؤسسات الوساطة فرص إيداع لصغار المدخرين بأية مبالغ يشاءون إيداعها، بدون التقيد بحد أدنى للإستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين.

<sup>1</sup>- إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون، "إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص:89.

<sup>2</sup>- الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص:56.

\* تختلف القروض فيما بينها في المدة الزمنية، موضوع القرض، والضمانات الممنوحة.

<sup>3</sup>- حسين بني هاني، "إقتصاديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص:326.

<sup>4</sup>- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص:75.

- تساهم الوساطة المالية في تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي ذو الطبيعة التضخمية، بتعبئة السيولة الموجودة، والتي ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها في جمع الأموال.<sup>1</sup>
- إن الأدوات المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة المالية تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين.
- تعطي مؤسسات الوساطة المالية إحتياجات المقترضين بمبالغ كبيرة وتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة، والتي قد يتطلب تجميعها التعامل مع آلاف المدخرين وإقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة من قبل المستثمرين أو المقترضين.
- تقوم البنوك والمؤسسات المالية بدور أساسي يسمح لها بتحقيق عدة مزايا، أهمها: تحقيق مستوى كبير من المردودية عند توظيف الأموال المجتمعة بدلا من إستثمارها بشكل فردي.<sup>2</sup>
- إضافة إلى الخصائص السابقة، تعمل البنوك والمؤسسات المالية بالتوسط بين أصحاب العجز المالي والفائض المالي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة وذلك عن طريق:
- القضاء على الصعوبات الناجمة عن العلاقة المالية المباشرة، والتوفيق ما بين الأهداف المتعارضة وذلك من حيث السيولة والربحية والمخاطرة. وبذلك فإن الوساطة المالية تعتبر صائبة للتمويل.
- القيام بعمليات الإقتراض لفترات أطول، باستعمال أموال يمكن لأصحابها أن يطلبوها في أي لحظة.

## ثانيا- جلب الأموال عن طريق البورصة:

قبل التطرق إلى مفهوم البورصة وكيفية التمويل عن طريقها، لا بد أن نعرض على مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية باعتبارها مجال من مجالات الهندسة المالية من جهة، ومن جهة أخرى باعتبار أن البورصة تعد أحد أهم الأسواق التي تتفرع إليها الأسواق المالية.

### 1- مفهوم الأسواق المالية:

#### 1-1- تعريف الأسواق المالية وأهم خصائصها:

لقد تعددت التعاريف المتعلقة بالأسواق المالية، حيث يوجد من يعرفها بأنها الوحدات التي تتدفق من خلالها الأموال، وهناك من يعتبرها بأنها المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، ومن خلال ما يلي نوضح مفهوم الأسواق المالية:

<sup>1</sup>- الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص:10.

<sup>2</sup> - Jérémie Delecourt, "Investisseurs institutionnelles et private equity", revue d'économie financière, 2010, paris, p:36.

-تمثل الأسواق المالية ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأدوات المالية ومشتري تلك الأدوات وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي تم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.<sup>1</sup>

-تعتبر الأسواق المالية نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال<sup>2</sup>

-كذلك تعرف الأسواق المالية بأنها: "الأمكان التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة. حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوفر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض، ويتم ذلك بطرق عديدة تتلاءم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل القومي ومستوى الأسعار".<sup>3</sup>

من خلال ما تقدم، نتوصل إلى أن الأسواق المالية تمثل إطار أو مجال يجمع بين الفئات المدخرة والتي ترغب في الإستثمار، وبين الفئات التي هي بحاجة إلى الأموال، وذلك عن طريق تداول أصول مالية متنوعة وبمساعدة قنوات مختصة من شأنها تحقيق الكفاءة والفعالية في المعاملات.

إلى جانب ما سبق، تتميز الأسواق المالية بمجموعة من الخصائص والصفات التي تميزها عن غيرها من الأسواق، فهي بمثابة الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشتريها وذلك بغض النظر عن وسيلة ومكان الجمع، إلا أن أهم ما يميز آلية هذا الجمع وتحويل الموارد هو ضرورة توفر الأسواق المالية على قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة في ظلها،<sup>4</sup> فضلا عن ذلك تتصف الأسواق المالية بمرونة كبيرة وهذا ما يساعد على زيادة عمقها وتأثيرها وبالتالي يمكن إعتبارها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الإقتصادية، ومن خلال ما يلي نتعرض إلى أهم خصائص الأسواق المالية:<sup>5</sup>

<sup>1</sup>- صافي أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص:12.

<sup>2</sup>- محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية-الأصول العلمية والتحليل الأساسي"-، ط1، زمزم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص:22.

<sup>3</sup>- عصام فهد العريبي، "الإستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002، ص:09.

<sup>4</sup> ظاهر حيدر جردان، "مبادئ الإستثمار"، دار المستقبل، للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص:29.

<sup>5</sup>- محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص:35.

- توفر الأسواق المالية الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الإستثمارات ذات الآجال المختلفة.
- تساعد على رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الإقتصاد القومي.

### 1-2- طبيعة الأسواق المالية وأهميتها:

تعتبر الأسواق المالية وسيلة لعرض الأموال، حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى إستثمارات مفيدة، لذلك يقال بأن الأسواق المالية تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج، وبذلك تظهر الوظيفة الإقتصادية لأسواق المال في تخصيص موارد المجتمع على أفضل إستخداماتها.

تقوم الأسواق المالية بتحويل الأموال بين الفئات المختلفة لمجموعة مختلفة من الأسباب، منها ما يرجع إلى صعوبة إنتقال الأموال مباشرة بين الأطراف المختلفة وذلك إما لعدم توفر المعلومات عن تلك الأطراف أو لعدم وجود الثقة بينهم، بالإضافة إلى إختلافهم حول سعر الأموال أو آجال إستحقاقها وكذلك الإختلاف المرتبط بدرجة ال خاطرة في الإستثمار.<sup>1</sup>

فضلا عن ذلك، تعتبر الأسواق المالية من طبيعة مختلفة، فهي لا تتطلب وجود مكان مادي للسوق، غير أنها تشترط توافر مجموعة من الشروط اللازمة لعقد الصفقات بين أطراف التعامل، من جهة أخرى لا توجد سلع وخدمات في هذه الأسواق إذ أن التملك أو الملكية لا تمثل أحد متطلبات السوق، لكن أهم يتطلبه التعامل هو سهولة التعامل وانخفاض تكلفة إنتقال الأدوات المالية المختلفة، حيث يساهم مختلف المتعاملون في تشغيل السوق من خلال توفير المعلومات والتسهيلات المادية اللازمة لنقل الملكية.

وعليه، تؤدي الأسواق المالية دورا حيويا في تطوير النظام المالي وتحقيق النمو الإقتصادي فهي تساهم بشكل كبير في تحويل الأموال من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الإقتصادية، كما أنها تعد مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الإستثمارية في الاقتصاد، كذلك تساعد الأسواق المالية على تحقيق المرونة والكفاءة وذلك من خلال قدرتها على تعبئة الموارد المالية وتحويلها من عند الأفراد الذين ليس لديهم فرص إستثمارية منتجة إلى الأفراد الذين لديهم مثل هذه الفرص، فإذا لم تكن الأسواق المالية يبدو أنه من الصعب تحويل الأموال وبالتالي فإن كل أطراف التعامل تكون في وضع غير مفيد، وبذلك فهي تمثل أهمية كبيرة ويظهر ذلك من خلال:

<sup>1</sup> - محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

- تطوير نمو المؤسسات الإقتصادية، لأن الأسواق المالية تمثل قناة لتدفق الأموال في شكل أسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل.<sup>1</sup>
- ترتبط أهمية الأسواق المالية بالدور الفعال للشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية إتجاه حركة الأسعار والتغيرات التي تحدث في الإقتصاد المحلي والدولي، ويرجع ذلك إلى السيولة العالية لأدوات الإستثمار التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، إذ يتميز الإستثمار فيها بالسرعة الكبيرة مقارنة بالأسواق الأخرى التي تتطلب وقت أطول لتحويل السلع إلى سيولة.<sup>2</sup>
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين عن طريق رفع عوائد المدخرات من خلال الإكتتاب في الأسهم والسندات، وكلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق ملائمة، فإن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرات يكون أكبر، خاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك الممكن تحقيقها من خلال التوظيف في الأجهزة المصرفية.<sup>3</sup>
- نشر سلوك الإستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث تعرض أسهم وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة، كما أنه وبمجرد عرض الأدوات الإستثمارية القابلة للتداول في السوق المالية يؤدي مباشرة إلى تحويل المدخرين إلى مستثمرين، وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي على السيولة المدخرة مقابلها.
- تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، وهي تعتبر انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية للدولة، ويمكن أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيراً إيجابياً من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفاء لها، هذا ما يدفع إلى وجود سياسة قومية هدفها تشجيع الإدخار والإستثمار ومحاولة تجنيد رأس المال للمشاركة في عملية التنمية.<sup>4</sup>
- تربط الأسواق المالية النشاطات الإستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الإستثمارية طويلة الأجل، وما يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية والتي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل إلى جانب الأسهم والسندات المصدرة لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن أسواق رأس المال، بالإضافة إلى وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانباً هاماً من الأسواق المالية.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الإستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 2004، ص:120.

<sup>2</sup> - Berrand Jacquillat, Bruno Solnik, " Marchés financiers et gestion de portefeuille et des risques", Edition Dunod, paris, 1991, p:38.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003، ص:84.

<sup>4</sup> - صلاح الدين حسن السيسى، "بورصات الأوراق المالية"، ط1، عالم الكتب للنشر والطباعة، القاهرة، 2003، ص:10.

- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكانتها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل العرض والطلب لهذه الأدوات وبيان احتياجات الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأحسن الظروف لتمويل هذه الاحتياجات.
- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.<sup>1</sup>

### 1-3- وظائف الأسواق المالية:

- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا ومقياسا لحقيقة الوضع الإقتصادي، كما أن المعاملات التي تتم على مستواها توضح أهمية الأموال السائلة المتداولة، ومن خلال جداول الأسعار نستطيع أن نعرف على مدى إرتفاع أو إنخفاض ميل المنتجين نحو الإنتاج، فالأسواق المالية تقوم بمجموعة من الوظائف الهامة والتي نقوم بتلخيصها من خلال النقاط التالية:<sup>2</sup>
- تسهيل إنتقال الموارد الإقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، وهذا ما يساهم في خدمة الإقتصاد القومي ويزيد من رفاهية المواطنين، كما يتيح لرجال الأعمال فرصة الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ مشروعاتهم لتقديم السلع والخدمات التي يرغب فيها المواطنون.
- تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الإقتصادية التي يتوافر لديها أموال فائضة عن برامجها الإستثمارية إلى الوحدات الإقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها التنموية، وهذا ما يساعد على زيادة حجم الإستثمارات في الإقتصاد القومي وزيادة معدل النمو الإقتصادي.
- توفير السيولة لحملة الأوراق المالية.
- إيجاد قنوات لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإنتاج.
- المساعدة في ظهور بعض الكفاءات والخبرات في المجال المالي والإقتصادي، وتمكين المصارف من إستثمار مواردها وإستخدام إيرادات الإستثمارات في زيادة الإئتمان.

### 2- مفهوم الأسواق النقدية:

- تعتبر الأسواق النقدية أسواق مالية قصيرة الأجل، تتعامل بأدوات إستثمارية تكون سهلة التحويل إلى سيولة ولا تتعدى أجالها سنة، ويتم إصدار تلك الأدوات من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذلك بعض الجهات الحكومية.

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 207.

<sup>2</sup> - محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 25-27.

## 2-1- تعريف الأسواق النقدية وأهميتها:

يمكن تعريف الأسواق النقدية وفق عدة معايير، حيث يمكن تعريفها من خلال الأدوات المالية المتداولة فيها والجهات المصدرة لتلك الأدوات، كذلك يمكن التطرق إليها من حيث نوع الفئات المتعاملة فيها والأجال التي تتم فيها المعاملات، وبشكل عام تعرف الأسواق النقدية بأنها:

- "سوق القروض قصيرة الأجل، تضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك بإستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل على القروض اللازمة استناداً إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي."<sup>1</sup>

- "هي عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها عمليات الإقراض أو الإقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية أو فيما بين البنوك المحلية والمؤسسات المالية المحلية الأخرى، بحيث تتأثر الأسواق النقدية بنوعية السياسة النقدية المطبقة كما أنها ترتكز على عامل مهم هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على العرض والطلب، ومن شأن معرفة العوامل التي تؤثر على السوق سواء كانت محلية أو خارجية تمكين المتعاملين من معرفة تحركات وإتجاه أسعار الفائدة."<sup>2</sup>

- "الإطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية ذات الإستحقاقات قصيرة الأجل، هيكلها المؤسسي يتمثل بمجموعة الأطراف المشاركة في السوق والمنتشرة جغرافياً، فهذه السوق ليس لها هيكل مادي وتنظيمي محدد لأن المشاركين فيها هم أطراف متعددة في طبيعتها وخصائصها"<sup>3</sup>

إذاً، الأسواق النقدية هي سوق المعاملات المالية القصيرة الأجل التي لا تتعدى سنة، حيث تقوم الجهات المقترضة المختلفة بالحكومات والشركات المعروفة والهيئات العامة وغيرها بإصدار قيم مالية مختلفة وذلك من أجل الإستفادة من العائد المحقق.

تعد الأسواق النقدية من أقدم الأسواق المالية، وقد إرتبطت نشأتها بنشأة الودائع والبنوك التجارية التي تؤدي دوراً قيادياً حيث تتركز أهم أنشطتها في عمليات الخصم وعمليات الإقراض، وتمثل المؤسسات المالية والمصرفية الأطراف الأكثر تعاملاً في هذه الأسواق خاصة من خلال قيامها بدور الوساطة المالية، أما المستثمرين الأفراد فدورهم محدود نسبياً نظراً لتدني معدل العائد المتوقع من أدوات الإستثمار المتداولة فيه.

<sup>1</sup> - مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية (أدوات وآليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)"، ج1، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص:16.

<sup>2</sup> - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، "الأسواق المالية: بورصة الأسهم والسندات المالية- مفاهيم وتطبيقات"-، دار زهران للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص:36.

<sup>3</sup> - أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص:60.

وعليه، ترجع أهمية الأسواق النقدية إلى مختلف الوظائف التي تقوم بها وإلى الخصائص التي تتصف بها وتميزها عن بقية الأسواق الأخرى، فالأسواق النقدية تعتبر رافدا هاما للتمويل القصير الأجل لأنها توفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الأموال اللازمة بالأجل القصير، فهي أموال تخص مستثمرين يرغبون بإستثمار أموالهم على درجة عالية من الأمان وفي أصول مالية سريعة التسييل، وما زاد من أهمية هذه الأسواق كذلك هي التطورات التي حدثت في بيئة الإستثمار والتي ساهمت في تحرير الأسواق النقدية من بعض القيود الحكومية الأمر الذي وسع من دورها في التمويل وعمق فاعلية السوق الإقتصادية، كذلك ترجع أهمية الأسواق النقدية إلى مجموعة النقاط التالية:<sup>1</sup>

- تأمين السيولة لعموم المتعاملين في السوق وبطريقة مأمونة وسائلة.
- تمثل الأسواق النقدية الإطار العام لرسم السياسة النقدية للبلد والسيطرة على عرض النقود.
- تؤدي البنوك المركزية دورا بارزا في التأثير على السوق من خلال التأثير على حجم الإئتمان عبر أدواته الكمية والنوعية.
- توفر الأسواق النقدية أدوات مالية خالية المخاطر في الغالب الأعم، لتمثل قنوات إستثمار مأمونة لبعض الأطراف التي ترغب في توظيف سيولتها الفائضة المؤقتة.
- فضلا عن ذلك، تؤدي الأسواق النقدية دورا فاعلا في السياسة النقدية للدولة، ويكون ذلك من خلال دور البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، إذ يستطيع التحكم في إحتياجات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذه السوق، كما أن تحك البنوك المركزية المباشر في معدلات الفائدة القصيرة الأجل التي تمنحها البنوك التجارية تمكنه من السيطرة غير المباشرة على معدلات الفائدة الطويلة الأجل أيضا.<sup>2</sup>

## 2-2- خصائص ومميزات الأسواق النقدية:

- تكتسب الأسواق النقدية خصائصها من الأدوات المتداولة على مستواها والتي تميزها عن الأسواق الأخرى، فبالإضافة إلى أن هذه الأسواق تختص بالمعاملات قصيرة الأجل وأن لها هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، تتصف هذه الأسواق بمجموعة من الخصائص التالية:<sup>3</sup>
- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود، وهذا ما يساهم بشكل كبير في التقليل من مخاطر الفشل.
- إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي فإنها غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة، هذا ما يجعل الإستثمار في هذه الأسواق مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من

<sup>1</sup>- نفس المرجع السابق، ص:60.

<sup>2</sup>- حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:40.

<sup>3</sup>- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشيفات، "الإستثمار في البورصة: أسهم- سندات- أوراق مالية"، ط1، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص:70.

الأشخاص الطبيعيين أو يجري التبادل من خلال توسط سماسرة أو متاجرين يتركز دورهم في جمع الزبائن في صالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة، وذلك لأنه يصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام تملك هذه الأدوات مباشرة وعلى أفراد، وهذا ما يقلل بدوره من درجة المخاطرة. - تتميز الأسواق النقدية بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرصية للفوائد المصرفية، وبالتالي فإنها تستثمر الأموال الكبيرة الموجهة للإستثمار في فترات قصيرة.

إلى جانب الخصائص السالفة الذكر، توفر الأسواق النقدية أدوات بمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية في بعض منها لا سيما أدوات الخزنة والأوراق الحكومية الأخرى، كما أن أغلب تلك الأدوات ذات قابلية تسويقية عالية بفضل سهولة تسيلها بسرعة وبمرونة عالية، بالإضافة إلى ذلك تتمتع الأدوات المتداولة على مستوى أسواق النقد بدرجات ضمان عالية -فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض- وتوفرها لعوائد مناسبة للمستثمر الذي لا يرغب في تحمل المخاطر.

### 2-3- الأوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية:

يتم التعامل في الأسواق النقدية من خلال أدوات قصيرة الأجل تتميز بسهولة تحويلها إلى نقود بشكل سريع، وهو ما يضيف على السوق النقدية صفة المرونة وضمان المعاملات، ومن ضمن الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية ما يلي:

### 2-3-1 شهادات الإيداع المصرفية:

هي إحدى الأدوات الإستثمارية الهامة التي يتم تداولها في الأسواق النقدية، وقد ظهرت نتيجة لحدة التقلبات في أسعار الصرف والإضطرابات في الأسواق النقدية والمالية، وتقلص فرص الإستثمار المحلي،<sup>1</sup> وهي عبارة عن ودائع تصدر من طرف البنوك التجارية تعطي بموجبها الحق للمستثمرين في تداولها لفترة محددة تتراوح غالبا بين شهر واحد وأربعة أشهر،<sup>2</sup> وهي تحمل معدلات فائدة غير أنها لا تباع بخصم عن القيمة الإسمية، وترجع أهمية إصدار هذه الشهادات في كونها عادة ما تصدر من قبل البنوك أو المؤسسات المالية المعروفة في الدول المتقدمة كما أنها تصدر بفئات كبيرة وبالتالي غالبا ما ينحصر تداولها فيما بين المستثمرين الكبار من بين المؤسسات القادرة على شرائها، كذلك تمثل هذه الشهادات أداة ذات عائد مستقر يتمثل في الفائدة، كما أنها توفر وسيلة لتعبئة الإدخارات وزيادة الوعي المصرفي وذلك بسبب تقلص فرص الإستثمار المحلي والأزمات التي تحصل في أسواق المال.

### 2-3-2 القبولات المصرفية:

تعتبر القبولات المصرفية من الأدوات الإستثمارية الهامة كما هو الحال بالنسبة لشهادات الإيداع، وهي أدوات دين تصدرها البنوك التجارية تمثل سحبوات بنكية يستعين بها المستوردون المحليون في إستيراد

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:44.

<sup>2</sup> - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشيفات، مرجع سبق ذكره، ص:75.

بضائع أجنبية على الحساب لذلك تعتبر من الأدوات الفعالة لتنشيط التجارة الخارجية،<sup>1</sup> وهي عبارة عن أوراق تجارية تحمل وعد بدفع مبلغ من المال في تاريخ لاحق، وتكون هذه الأوراق مضمونة الدفع من قبل البنك الذي ختم عليها بكلمة "قبلت" "Accepted" ويحصل البنك مقابل ذلك على عمولة معينة،<sup>2</sup> ويكون الهدف من وراء هذا التعهد هو توفير أداة مالية قابلة للتداول في السوق النقدية الثانوية بحيث تكتسب الورقة سيولة عالية، فضلا عن ذلك تتصف القبولات المصرفية في معظم الأحيان بقابليتها للخصم لدى البنوك المركزية وهذا ما يوفر لمالكيها صفة الأمان.

### 2-3-3 أدوات الخزنة:

هي من أدوات التمويل بالمديونية، تصدرها الحكومة من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لآجال قصيرة غالبا ما تكون أقل من سنة، وهي تعتبر من بين الأدوات الهامة في أسواق النقد ويتم تداولها في السوق الثانوية على أساس الخصم.

تقبل البنوك التجارية على شرائها بفضل ما تتميز به من خصائص فهي تعتبر أدوات خالية من المخاطر حيث تتمتع بالثقة والأمان لكونها صادرة عن الحكومة، كما أنها تتمتع بدرجة سيولة عالية وعادة ما يكون العائد عليها معفى من الضريبة، إضافة إلى ذلك تصدر هذه الأدوات بفئات قليلة مما يجعلها أكثر جاذبية من غيرها للإستثمار خاصة بالنسبة لصغار المستثمرين،<sup>3</sup> إلى جانب ذلك تتميز هذه الأدوات بوجود سوق مستمرة هي السوق الثانوية حيث يتنوع المتعاملون فيها والمستثمرون كالأفراد ومختلف المؤسسات المالية والمصرفية وحتى المستثمرون الأجانب وهم على إستعداد دائما للشراء أو البيع لكل الإصدارات الحالية منها.<sup>4</sup>

### 2-3-4 الأوراق التجارية:

تعتبر الأوراق التجارية من أقدم أدوات الإستثمار القصير الأجل، تصدرها مؤسسات مالية تتمتع بمراكز إئتمانية ومالية متينة وتصدر لآجال قصيرة ويتم التعامل بها في سوق النقد الثانوية، وهي عبارة عن سند تعهد غير مضمون بأصول مادية من قبل المصدر، وفيه يتعهد المصدر بدفع مبلغ محدد وفي تاريخ محدد للمشتري، حيث يكون الضمان الوحيد هو قدرة المقترض الإيرادية والثقة الإئتمانية فيه،<sup>5</sup> تتخذ الفئة الأكبر من المستثمرين في هذه الأوراق شكل المستثمرين التأسيسيين وذلك بغرض توظيف الفائض النقدي من الأموال وتشكل كل من صناديق التقاعد والصناديق المشتركة وبعض المستثمرين والأفراد النسبة

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:46.

<sup>2</sup> - عبد الله الطاهر، موفق علي خليل، مرجع سبق ذكره، ص: 365.

<sup>3</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:32.

<sup>4</sup> - محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص:53.

<sup>5</sup> - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:49.

الأعلى لمبيعات هذه الأوراق في أسواق النقد، أما بالنسبة للشركات غير المالية فيمكن الغرض الأساسي من إصدارها لهذه الأوراق في تمويل الإحتياجات الموسمية أو لتمويل رأس مال التشغيل.

### 2-3-5 سوق اليورو دولار:

يستخدم هذا المصطلح للدلالة على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي والتي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة، وذلك بدلا من الإحتفاظ بالعملة المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع،<sup>1</sup> ولقد إستمدت هذه السوق تسميتها عندما بدأت البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات وودائع لأجل بالدولار وتلتزم برد هذه الودائع عندما يحين أجلها للسداد بالدولار، حيث تقوم هذه البنوك بإقراض من يحتاج إلى أموال دولارية بإستخدام ما لديها من وودائع بالدولار ولكن بفائدة أعلى من تلك الفائدة التي تدفعها لأصحاب الودائع، ويشترك في سوق اليورو دولار كل من البنوك المركزية، البنوك التجارية، الشركات، السماسرة، الحكومات والهيئات الحكومية، صناديق الإستثمار والهيئات الدولية والأفراد، بحيث يكون كل منهم إما مقرض أو مستثمر، فضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بالميزات التالية:<sup>2</sup>

- تؤدي أسواق اليورو دولار دورا رئيسيا في زيادة العرض من الأموال بالعملة الأجنبية مما يسهل عمليات التمويل فيها وخفض تكلفتها.

- يترتب على الدور الذي تؤديه هذه الأسواق تضيق الفجوة بين أسعار الفائدة على القروض الدولية في أسواق اليورو دولار.

- بسبب حرية تنقل الأموال في هذه السوق بين قطر وآخر، فقد إنعكس آثار ذلك التدفق النقدي الداخل والخارج على أسعار العملات المحلية مقومة بالعملات الأجنبية فصارت أسعار الصرف لهذه العملات تتذبذب صعودا أو هبوطا حسب زيادة أو إنخفاض العملات الأجنبية في سوق اليورو دولار.

- تساهم سوق اليورو دولار في إزدهار السوق النقدية الدولية بفضل العوائد العالية بالنسبة للعوائد المحلية التي تمنحها للمستثمرين بالإضافة إلى تكاليف الفائدة المنخفضة بالنسبة لتكاليف الفائدة المحلية التي يدفعها المقترضون، هذا بالإضافة إلى عدم خضوع الأسواق النقدية الدولية للقوانين والإجراءات التي تحكم الأسواق المالية المحلية.

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشيفات، مرجع سبق ذكره، ص:78.

<sup>2</sup> حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:52.

### 3- مفهوم أسواق رأس المال:

تعتبر سوق رأس المال أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى فهي تتعامل في القروض متوسطة وطويلة الأجل، ويتم ذلك عن طريق إصدار مختلف الأدوات المالية مثل الأسهم والسندات مثل سندات البنك العقاري والسندات التي تصدرها بعض الشركات المساهمة، يتم التعامل في ظلها من طرف عدد كبير من المستثمرين وبحجم كبير من رؤوس الأموال.

### 3-1 تعريف أسواق رأس المال وأهميتها:

تمثل أسواق رأس المال جزء من السوق المالية، وهي تهتم بالمعاملات متوسطة وطويلة الأجل، يتم التعامل على مستواها بأدوات مالية ذات ميزة خاصة وهي تمثل كل من الأسهم والسندات، وقد تعددت التعاريف المتعلقة بأسواق رأس المال ولعل أهمها ما يلي:

- "أسواق رأس المال هي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم،<sup>1</sup> تتمثل أهميتها في كونها منبع رئيسي لتمويل النشاط الاقتصادي بحيث تضمن نموه وتطوره."<sup>2</sup>

- "أسواق رأس المال تمثل فضاء أو مجال إلتقاء عارضي وطالبي رؤوس الأموال، حيث أن الطالبين للأموال يمثلون إحتياجات المؤسسات لتمويل إستثماراتها، وكذا الدولة والجماعات المحلية وغيرهم لتغطية عجزهم المالي، أما العارضين فيمثلون المدخرين المستثمرين."<sup>3</sup>

- "تعتبر أسواق رأس المال على ذلك الإطار الذي تلتقي من خلاله الوحدات الإستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة الأجل سواء من خلال الإكتتاب الأولي للأداة المالية أو من خلال عمليات المتاجرة على آليات السوق."<sup>4</sup>

إنطلاقاً مما سبق، يتضح لنا بأن أسواق رأس المال تتعامل بالأدوات المالية التي تزيد مدة أجالها عن سنة، سواء من خلال الإقراض أو من خلال تداول مختلف أنواع الأوراق المالية، وعادة ما يتم ذلك بواسطة وسطاء متخصصين ومتعاملين ماليين متنوعين.

تتضح أهمية أسواق رأس المال من خلال تقديمها للتسيير اللازم لإلتقاء أصحاب المدخرات الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في أصول مالية كالأسهم والسندات، وأصحاب الأفكار الإستثمارية المنتجة الذين

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجميل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002، ص:254.

<sup>2</sup> - ouvrage collectif sous la direction de M.Moutoussés, "100fiche pour comprendre la bourse et les marchés financiers", édition IFC, saint germain, France, 2001, p30.

<sup>3</sup> - Bernard Jacquillat, Bruno Solnik, opcit, p :43.

<sup>4</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:92.

هم بحاجة إلى هذه المدخرات لاستثمارها في أصول عينية، كما أن التعامل في هذه السوق وبالتحديد في السوق الثانوية يكون عن طريق فئة متخصصة تدعى الوساطة المالية والتي تكون على دراية بأحوال السوق وتقدم النصح والمعلومات وتتفاوض على الأدوات المالية.

إلى جانب ذلك، تساعد أسواق رأس المال على تمويل المشاريع الاقتصادية دون الإفراط في خلق النقود ومنح الائتمان المصرفي وهذا ما يحد من الآثار التضخمية، كما أنه من شأن وجود هذه الأسواق في أي اقتصاد منح فرص بتكلفة مناسبة إذا ما قورن ذلك بالإقراض من الخارج، لأن الإفراط في هذا الأخير قد يفقد الدولة مكانتها وإستقلاليتها الاقتصادية، بالإضافة إلى ذلك فإن السماح لسوق رأس المال بمباشرة نشاطها بالعملات القابلة للتحويل قد يعمل على تحول هذه الأسواق من سوق محلية إلى سوق دولية، هذا ما يؤدي بدوره إلى تطور نمو الإقتصادي للبلد.<sup>1</sup>

بالإضافة إلى ذلك يمكن توضيح أهمية أسواق رأس المال من خلال:<sup>2</sup>

- توجيه المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار وتنشيط حالة الإقتصاد القومي ككل.
- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- مراقبة الإستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، حيث تعتبر أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحياة الاقتصادية المستقبلية.

- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع إنخفاض كبير في أسعارها، وذلك عن طريق تقديمها للتسهيلات اللازمة التي تمكن أصحاب الأصول المالية كحزمة الأسهم والسندات من بيع هذه الأصول عند الضرورة لتمويل إحتياجاتهم المالية العاجلة.

### 3-2- خصائص أسواق رأس المال وأهم أنواعها:

يرتبط مفهوم سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل التي لها دور فعال في تمويل المشاريع الإنتاجية طويلة الأجل، ويعود ذلك إلى مستوى كفاءة هذه الأسواق بفضل تواجد السوق الثانوية التي تضمن تداول أدوات الإستثمار المختلفة،<sup>3</sup> وتتضح السمة الأساسية لأسواق رأس المال في المخاطرة العالية كون أدواتها ذات إستحقاق لأكثر من سنة، وعليه فإن المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة مقارنة بسوق النقد، بمعنى أن المستثمر يطلب عائدا أعلى على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى،<sup>4</sup> إلى جانب ذلك نجد أن أسواق رأس المال أكثر تنظيما لكي تتمكن من تسيير حجم

<sup>1</sup>- نظير رياض محمد، "الإدارة المالية والعولمة"، المكتبة العصرية للنشر، مصر، 2001، ص:54.

<sup>2</sup>- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص:07.

<sup>3</sup>- وليد أحمد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص:32.

<sup>4</sup>- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:92.

الصفقات الكبيرة المنفذة وهذا ما يزيد من مرونتها وإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات، وهو ما يعطي بدوره خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها على غرار أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء أخرى من الأسواق المالية الدولية في نفس الوقت.<sup>1</sup>

يتكون هيكل سوق رأس المال من السوق الأولية وإطارها عمليات الصيرفة الإستثمارية والسوق الثانوية وحدودها تتوزع بين عمليات السوق المنتظمة والسوق الموازية والسوق الثالث والسوق الرابع، وذلك ما سيتم توضيحه من خلال ما يلي:

### 3-2-1 السوق الأولية (سوق الإصدار):

تتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدار الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للإكتتاب عند تأسيسها أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الإعتبارية التي يحق لها الإصدار،<sup>2</sup> فعلى مستوى هذه الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة وطرح رأس المال للإكتتاب في صورة أوراق مالية، وتتضمن السوق الأولية مجموعة من المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية، وتتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك الإستثمار، كما قد تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي تنسم فيها السوق بالصغر، وتعتبر السوق الأولية حلقة وصل بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية فهي تتيح للأفراد فرصاً متعددة لإستثمار مدخراتهم، كما تتيح المنشآت المعنية مصادر متنوعة (أسهم أو سندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو.<sup>3</sup>

### 3-2-2 السوق الثانوية (التداول):

تعتبر السوق الثانوية تلك السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون هذه الأسواق منظمة أو غير منظمة، ففي السوق الأولى تتم الصفقات (بيع وشراء) الخاصة بالأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظمة فتتكون من عدد من التجار والسماصرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، ويكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين، كذلك يمكن أن تكون هذه الأسواق محلية أو عالمية فالأسواق المحلية يتم في ظلها تداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الأسواق

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجميل، "الأسواق المالية والنقدية"، ط1 دار الصفاء للنشر، عمان، 2002، ص: 56.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 26.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

العالمية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.<sup>1</sup> يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين.

توفر هذه الأسواق السيولة للمستثمرين الذين يشترو الأوراق المالية من السوق الأول، فالمستثمرين وخاصة حملة الأسهم يخططون للإحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد وذلك في الوقت الذي يمكنهم فيه إسترداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها طالما أن تلك المؤسسات مستمرة في ممارسة النشاط، وعليه فإنه إذا لم تكن السوق الثانوية موجودة ما كان للسوق الأولية أن تؤدي دورها بكفاءة.<sup>2</sup>

وتجدر الإشارة إلى أهمية سوق التداول ومدى تأثيره على سوق الإصدار، حيث قد يحجم المستثمرون عن دخول السوق الأولى وبالتالي شراء الإصدارات الجديدة، كما أن سوق التداول يلعب دورا هاما بالنسبة للوحدات الإقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشدا لهذه الوحدات عند تسعير أوراقها المالية الجديدة.<sup>3</sup> وتشمل السوق الثانوية بدورها نوعين من الأسواق هما:<sup>4</sup>

أ- **الأسواق المنظمة:** يقصد بها بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء (البورصات)، كما توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط في التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة.

ب- **الأسواق غير المنظمة:** هي أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها، ويستخدم هذا الإصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، حيث يتم التعامل في ظل هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض، ويقوم التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الإتصالات السريعة التي تربط بين السمسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار. ويمكن التمييز ضمن هذه السوق كل من السوق الثالثة والسوق الرابعة:

\* **السوق الثالثة:** هي قطاع من السوق غير المنظمة، تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وتكون بيوت السمسرة هذه على إستعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، ويمثل جمهور العملاء في هذه

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 05.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 06.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

<sup>4</sup> - عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة، عمان، الأردن، 2010، ص ص: 21-22.

السوق المؤسسات الإستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات (التقاعد) والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

\* **السوق الرابعة:** يقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة والتي يكون الهدف منها، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة وإستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من الهواتف والحواسب الآلية، لذلك يتم في ظل هذه السوق إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

وتجدر الإشارة، إلى أنه يمكن أن تقسم الأسواق الثانوية إلى سوق تتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنظمة، وإلى السوق التي تشمل السماسرة من غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية، إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساسا في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، والذين يحتكرون التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

#### 4- مفهوم بورصة الأوراق المالية:

تعبر البورصة عن تلك السوق التي تشهد عمليات التداول من بيع وشراء للأوراق المالية عن طريق الوسطاء، وهي تعمل على وضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول لتسهيل التعاملات بين الوسطاء وترقية التداول على الأوراق المالية في سوق البورصة.

#### 4-1- تعريف البورصة وأهم خصائصها:

تتمثل البورصة في النظام الذي يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

تعرف البورصة بأنها سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، تتميز بأنها سوق منظمة حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية وفقا للقوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكمها ومن خلال الوسطاء، ويكون ذلك بصورة علنية، ويخضع المتعامل المالي على مستواها لرقابة السلطات المختصة.<sup>1</sup>

تتميز بورصة الأوراق المالية بميزة الأسواق المنظمة، حيث يعلم المستثمر إلى أين يتجه وبالتالي فهو غير قلق بشأن كيفية إيجاد بائع أو مشتري للورقة المالية، كذلك تساهم بورصة الأوراق المالية في حماية

<sup>1</sup> - عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية (دراسات قانونية مقارنة)"، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2009، ص:25.

المستثمر من الغش أو عدم الإهتمام من خلال القواعد التي تلزم بها أعضائها بشأن التعامل مع عملائها،<sup>1</sup> فضل عن ذلك تتصف بورصة الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق، من أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

- تتميز البورصة بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة ويتم ذلك من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية، كما أن التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- تتميز البورصة بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- يتطلب الاستثمار في البورصة توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

#### 4-2 أهمية وأهداف البورصة:

تعتبر البورصة سوق مستمرة تساعد على سرعة إتمام عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المختلفة، كما أنها تساهم في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ وإتخاذ قرار الإستثمار المناسب، من خلال إستعمال الوسطاء الماليين لمختلف المعلومات المالية المتوفرة على مستواها، حيث يكون هؤلاء الوسطاء مسؤولون عن التفاوض على مختلف الأوراق المالية، وتحديد سعر عادل لها في إطار قواعد البورصة وتحت إشراف لجنة عمليات البورصة، وبالتالي هذا ما يساهم بدوره في تحقيق الكفاءة والفعالية في البورصة وزيادة حيويتها.

فضلاً عن ذلك، يعتبر تواجد البورصة ضرورة حتمية تتطلبها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات وجاءت لتلبي رغباتهم لما لها من أهمية خاصة في حماية المستثمرين والقضاء على الظلم الذي قد يقع فيه طرفي المبادلة البائع والمشتري نتيجة سيادة حالة من عدم المعرفة أو الجهل بأحوال السوق واتجاهات الأسعار، أو تحت ضغوط الاضطرار والحاجة وعدم وجود من يرغب أو يحتاج إلى الأوراق المالية التي يحوزها، أو حدوث حالة احتكار من جانب شخص بذاته لأوراق مالية بعينها.

<sup>1</sup>- نفس المرجع السابق، ص:23.

<sup>2</sup>- جمال جويدان الجميل، مرجع سبق ذكره، ص:56.

ومن ثم فإن البورصات تعمل على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير العلانية الكاملة والشفافية الواضحة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، حيث تعمل البورصة على ضمان حقوق المتعاملين جميعا وبما يكفل حماية ووقاية أي منهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم.

وبالتالي فإن البورصات لها دور رئيسي تزداد وتتضح أهميته وضرورته في المجتمعات الحرة اقتصاديا والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية للأشخاص والمؤسسات والمنظمات والتي معها تقوم البورصة بالدور الكبير في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار فضلا عن القيام بأدوار عديدة.<sup>1</sup> كذلك تظهر أهمية اعتماد نظام بورصة في إقتصاد دولة ما في كونها أداة شفافة في سبيل تبني نظام الخصخصة بحيث تكشف بمجرد اعتمادها والإنخراط فيها الوضعية الحقيقية الإجتماعية والمالية والإدارية بكل مؤسسة، كما يعكس واقع البورصة أيضا الحالة العامة لإقتصاد الدولة المعنية أو للتجمعات الإقتصادية الجهوية أو للشركات العالمية العملاقة.

وعليه، من بين أهم الأهداف التي أنشئت من أجلها البورصة ما يلي:

- السماح لمؤسسات القطاع العام والخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور، وتقييم هذه الشركات عن طريق السوق.
- ضمان التمويل عن طريق الإدخار العمومي.
- تحقيق شفافية أكبر في مبدأ الحركية النقدية (السيولة وإنقال رؤوس الأموال) إستثمارا وإدخارا وربحا وخسارة.

#### 4-3- كيفية التعامل في البورصة:

تعتبر بورصة الأوراق المالية سوقا يتم على مستواها نوعين من الصفقات هي:  
\*الصفقات العاجلة(النقدية): يتم اللجوء إلى هذا النوع من الصفقات من طرف المستثمرين الذين يرغبون بالإحتفاظ بالأوراق المالية التي اشتروها لفترة من الزمن والحصول على ما تحققه من إيرادات، وتتم هذه العمليات بتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة من البائع إلى المشتري أو خلال فترة قصيرة جدا والتي تمتد من يوم إلى 03 أيام مع دفع قيمتها فورا وعندئذ نقول أن الصفقة نقدية.

\*الصفقات الآجلة: وهي تمثل الجزء الأكبر من الصفقات التي تتم على مستوى البورصات، بحيث لا يرافق هذه الصفقات تسليم الأوراق المالية من البائع إلى المشتري مباشرة بعد سداد قيمتها، بل إن تنفيذ الصفقة يتم عادة بعد فترة معينة من إبرامها والتي تكون عادة لمدة شهر، بالإضافة إلى ذلك لا يتم تنفيذ

<sup>1</sup> - جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، فرع: النقود والمالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص:51.

الصفقة من خلال تسليم الأوراق المالية وقبض قيمتها، بل تتم تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة أي: السعر عند إجراء الصفقة والسعر عند إنتهاء الأجل المتفق عليه.

#### 4-4- أهمية إدراج المؤسسات في البورصة:

يقتصر الإدراج في البورصة على المؤسسات والهيئات ولا يعني بأي حال من الأحوال الأشخاص الطبيعيين ولا حتى المؤسسات الصغيرة والناشئة، وهو لا يعني أيضا أن التمويل المباشر هو عبارة عن الإصدارات من الأسهم والسندات وطرحها في السوق المالية للاكتتاب، حيث أن جزء بسيط فقط من هذه الإصدارات هو من قبيل التمويل المباشر، وهو الأسهم والسندات التي يتم الاكتتاب فيها من قبل العائلات، أما الباقي منها فيتم الاكتتاب فيه من قبل مؤسسات مالية مثل شركات التأمين وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد والبنوك وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى.

يتطلب إدراج أي مؤسسة في البورصة أن تتوفر فيها شروط محددة، أهمها:

- أن تكون من الناحية القانونية شركة ذات أسهم.

- أن تتمتع بصحية مالية وسمعة جيدة.

يعني الإدراج في البورصة فتح رأس مال المؤسسة لمساهمين غرباء، سواء من خلال التنازل عن جزء من أسهمها أو بزيادة في رأسمالها. بالمقابل فإنه يعطي المؤسسة الاقتصادية فرصة الحصول على الأموال اللازمة لنموها وتطورها بأفضل شروط وبكلفة أقل. كما أن الإدراج في البورصة يسمح للمؤسسة بإعادة ترمين نفسها وتحديد سعر أصولها بكيفية مستمرة. إذ تتحدد قيمتها في السوق آنيا، وذلك من خلال تداول أصولها.

كما أن إدراج مؤسسة في البورصة يسمح لها بالحصول على قدر أكبر من الأموال - في حالة ما إذا كانت ترغب في ذلك-، وذلك بسبب توزع مخاطر المؤسسة على أكبر عدد من المساهمين، كما يسمح للمؤسسة الاقتصادية من تطوير سمعتها وتحسين صديقتها عند مورديها وزبائنها ومموليه.

ففي حالة دخول مستثمرين جدد على حساب مساهمين قدامي، أي على سبيل المثال، خروج لهؤلاء من رأسمال المؤسسة، فإن الأمر عادة ما يكون يتعلق برأس المال المخاطر الذي رافق المؤسسة في نموها وتطورها و الذي حان وقت خروجه كما كان مقررا له. تجدر الإشارة إلى أن هذا الأخير يخرج في الوقت المناسب، أي عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة تسمح بتحقيق فائض قيمة مجزيا للمخاطرة التي تحملها رأس المال المخاطر في مرافقته للمؤسسة في تطورها خلال السنوات الأولى من عمرها، وبالتالي فإنه في هذه الحالة يكون دخول المؤسسة إلى البورصة قد تم عن طريق التخلي عن أصول.

لكن وبمقابل المزايا التي تتمتع بها المؤسسات عند دخولها إلى البورصة، إلا أنه يمكن أن تواجهها بعض العوائق مثل:

- الإفصاح دوريا عن معلومات قد تكون المؤسسة لا تريد ذلك لأهميتها وربما لخطورتها عندما تصل إلى المساهمين والمنافسين، حيث قد تتعلق تلك المعلومات بتسيير الاستراتيجي للمؤسسة وتطورها، وهو ما

يدفع الشركة أحيانا إلى التكتم عن بعض المعلومات أو تجميلها خوفا من التأثير سلبا على قيمتها السوقية.

- إمكانية انتقال السيطرة على الشركة إلى مساهمين جدد، إذ تتطلب عملية الإدراج في البورصة تحضيرات من عدة جوانب، مما يجعل المؤسسة تلجأ إلى طلب خدمة الهندسة المالية من الجهات المختصة، تبدأ عملية التحضير للدخول من عملية تشخيص الوضعية الاقتصادية والمالية للمؤسسة وتقييمها تقييما دقيقا.

ضف إلى ذلك أنه تقليديا عادة ما يتم جلب الأموال إما عن طريق المساهمين المؤسسين للشركة، وهي ما تسمى بالأموال الخاصة، أو عن طريق الاقتراض بجميع أنواعه، بما فيه القرض السندي، حيث يكتسي قرار الاختيار ما بين التمويل عن طريق الاستدانة والتمويل عن طريق زيادة الأموال الخاصة أهمية بالغة، فحديثا أصبحت تتوفر ترتيبات مالية جديدة، مثل "الأموال الخاصة الجديدة" مشنقات الأسهم والسندات، شهادات استثمار و رأس مال استثمار وغيرهما.

تجدر الملاحظة إلى أن الاستثمار في الأسهم يكتسي أهمية بالغة باعتباره يسمح بنمو وتطور المؤسسات الاقتصادية الناشئة والصغيرة والمتوسطة لتصبح مؤسسات كبيرة. يقال عن المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها جد مرتبطة بنمط تمويل وتسير قديمين.

### ثالثا - رأس مال استثمار:

يعرف رأس مال الاستثمار بأنه عبارة عن نشاط مالي يتمثل في تقديم مستثمر أموال خاصة لمؤسسات غير مدرجة في البورصة مقابل الدخول في رأسمالها، يتخذ رأس مال استثمار عدة أشكال وذلك حسب وضعية المؤسسات الاقتصادية في السوق، ففي حالة تمويل عملية إنشاء مؤسسة فإن رأس مال الاستثمار يتخذ شكل رأس مال مخاطر، إلى جانب ذلك يمكن أن يكون رأس مال تمويل نمو المؤسسة أو تمويل نقل جزئي لمليتها أو رأس مال ترددي حالتها، ويتم الاستثمار في جميع هذه الحالات من قبل صندوق استثمار أو من قبل خواص ميسورين.

عادة ما يتم تمويل مؤسسات اقتصادية عن طريق نقل جزئي لمليتها إلى الغير من قبل رأس مال- استثمار، والقاعدة في هذه الحالة هي أن تكون صيغة التمويل عبارة عن إعادة شراء بأثر رافعة مالية، يعرف هذا الأخير بأنه عبارة عن "عملية إعادة شراء مؤسسة مستهدفة من قبل شركة هولدينغ التي تتلقى إسهاما ماليا في شكل قرض مصرفي وتكتتب في دين سندي من أجل الاقتناء.

تجدر الإشارة إلى أن هذه التقنية المالية التي ابتكرت في الولايات المتحدة الأمريكية في الستينات من القرن المنصرم عرفت رواجاً واسعاً حول العالم. غير أنها عرفت فشلاً لاحقاً عند انفجار أزمة 2008. كما تتميز الرافعة المالية بأثر ثلاثي: مالي وقانوني وضريبي، وعادة تستخدم تقنية الرافعة المالية في

تمويل مؤسسات اقتصادية غير مدرجة في البورصة، إن نجاح تقنية الرافعة المالية يبقى مرهونا بشرط أن تكون الربحية المتوقعة للمؤسسة المستهدفة أكبر من كلفة التمويل أي معدل الفائدة على القرض.<sup>1</sup>

#### رابعاً - رأس مال مخاطر:

يتم اللجوء إلى رأس مال مخاطر في حالة محددة، وهي تتعلق بإنشاء مؤسسات جديدة في مجال التكنولوجيات الجديدة أي ما يسمى رأس المال المخاطر والذي يعتبر من اختصاص مؤسسات مختصة. كما تدل التسمية فإن رأس المال المخاطر يقوم بتمويل عملية إنشاء مؤسسات اقتصادية، وهي متخصصة في التكنولوجيات الجديدة، كما أنها تتصف بكونها تتوفر على قدرة كبيرة على النمو والتوسع وخاصة على الابتكار والإبداع مما يجعلها قادرة على تحقيق نتائج أحياناً خارقة للعادة يتخصص رأس المال المخاطر في مرافقة مثل هذه المؤسسات الاقتصادية وبمجرد ما تقلع فهو يغادرها نهائياً، فعادة ما تتم المغادرة بمناسبة إدراج هذه المؤسسة في البورصة، بطبيعة الحال قد يحقق أرباحاً كبيرة كما أنه قد يتكبد خسائر لأنه رأس مال مخاطر ويكمن المخاطر الكبير في هذه الحالة هو أن رأس المال المخاطر قد لن يجد شارباً لأسهمه عندما يعرضها للبيع أو، وهو أسوأ من ذلك، أن المؤسسة لن تقلع في البقاء على قيد الحياة وتصفى تصفية قضائية.<sup>2</sup>

#### خامساً - التمويل المهيكل:

يمكن تعريف التمويل المهيكل من خلال ثلاث خصائص وهي: تجميع أصول، انفصال بين مخاطر الدين والجهة المبادرة بهيكل التمويل، تصنيف تسلسل المخاطر في شكل شرائح متفاوتة درجة المخاطر، بعبارة بسيطة إنه منتج مالي على المقاس.

فالمستثمر الذي يرغب في الحصول على عائد كبير عليه تحمل مخاطرة متناسبة مع العائد الكبير المنتظر وهو ما تعبر عنه الشريحة الدنيا من هذا الترتيب المالي أي التمويل المهيكل، الشريحة التي تمتص أول خسارة قد تحصل نتيجة توقف عن الدفع. ثم تأتي الشريحة الوسطية التي تمتص أية خسارة تزيد عن ما تسمح بامتصاصه الشريحة الدنيا، أما الشريحة العليا التي يفترض فيها أن لا تنطوي على مخاطر، فالعائد عليها بسيط، وهي تتحمل الخسارة التي تزيد عما تسمح بامتصاصه الشريحتان الدنيا والمتوسطة.

<sup>1</sup> - مسعود مجيطة، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

<sup>2</sup> - مسعود مجيطة، نفس المرجع السابق.

فالمؤسسات الاقتصادية التي تلجأ إلى التمويل المهيكل هي التي تعتمد على كثافة رأس المال والمؤسسات التي تتميز بالابتكار مثل مؤسسات الطاقات المتجددة ومؤسسات الاتصالات ومؤسسات اللوجستيك والذكاء الاصطناعي: أي التكنولوجيات الجديدة.

إلى جانب ما سبق، فإن التمويل المهيكل هو تقنية مالية عالية التركيب بسبب حقوق وواجبات كل الأطراف المعنية بها (الدائن والمدين الأصليين، الكيان الذي تم استحداثه للقيم بمهمة هيكلية التمويل، المستثمرون الجدد)، بالإضافة إلى حساب تدفقات العوائد المتوقعة من قفة الأصول وتوزيعها حسب الشرائح، وهو ما يتم من خلال استعمال نماذج رياضية<sup>1</sup>.

كل هذه المهن: مرافقة المؤسسات في الدخول إلى البورصة، الاندماج والاستحواذ، التخلي عن نشاط معين وإعادة التمرکز على النشاط الرشيبي، فهي تخص أعلى الحصيلة، إذن فالهندسة المالية تهتم بعمليات أعلى الحصيلة وهي الأموال الخاصة والطويلة الاجل.

<sup>1</sup> - نفس المرجع.

### خلاصة:

لقد سمحت عمليات إلغاء القوانين والنصوص التنظيمية خاصة في ظل الموجة العالية للعولمة الاقتصادية بصف عامة والمالية على وجه الخصوص، إلى توفر مجموعة من الخيارات المالية المتاحة لأي عون اقتصادي يسعى إلى ترقية مشروع استثماري، أي أن التوجه نحو التمويل على المقاس يمكن لصاحب المشروع أن يلجأ إلى قرض مصرفي أو إلى زيادة رأس المال الخاص أو إلى التمويل عن طريق رأس مال استثمار، وغيرها من تقنيات التمويل الحديثة.

حيث توجد عدة أساليب ووسائل تمويل عديدة يمكن للمؤسسات الاقتصادية وهي تسعى إلى تمويل على المقاس ن تلجأ إليها والتي تعتبر أهم أدوات الهندسة المالية، من أهمها: الأسهم السندات المشتقات المالية الأدوات المالية المركبة وتقنية التوريق، وهو ما سيتم التطرق إليه في المحور اللاحق من هذه المطبوعة.

### المحور الخامس: أدوات الهندسة المالية

يهدف هذا المحور إلى تقديم مختلف الأدوات المالية التي ينطوي عليها مفهوم الهندسة المالية، فإلى جانب الأسهم والسندات، ظهرت المشتقات المالية والأدوات المالية المركبة ومختلف الأدوات المستحدثة التي تصدرها هيئات وصناديق الإستثمار وصناديق التحوط والصناديق السيادية، وسيتم تقديم هذه الأدوات على النحو التالي:

أولاً- الأدوات المالية التقليدية

ثانياً- المشتقات المالية

ثالثاً- الأدوات المالية المركبة

رابعاً- الأدوات المالية المستحدثة

### تمهيد:

تعتبر الهندسة المالية مجموعة من الآليات التي تساهم في التطور المالي للمؤسسة وتضمن نموها خارجيا، وذلك من خلال إستخدام تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية، وبالتالي فإن الهندسة المالية تكمن في تصور وتقييم وتسيير أدوات مالية جديدة مثل الأدوات المالية المركبة وغيرها من المنتجات المالية المشتقة والتي ظهرت نتيجة التطور التقني المفرط الذي عرفته الهندسة المالية خلال هذه العقود الأخيرة. حيث تسمح الأدوات المالية المركبة للمستثمرين بالحصول على عائد مرتفع يفوق عائد الأصول والأدوات المالية التقليدية، كذلك تساعد الأدوات المركبة المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع ظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تنسم بها هذه الأسواق المالية.

تعرف أدوات الهندسة المالية بصفة عامة على أنها: جميع الأدوات المالية الجديدة والتقليدية التي تسمح بشراء أو بيع مخاطر مستقبلية كما تساعد على سيولة الأسواق وتستعملها البنوك كضمانات ضد المخاطر المالية، كما أنها عبارة عن وسائل لتحقيق أرباح المستثمرين مقابل تحمل مخاطر محسوبة<sup>1</sup>. وقد أصبحت هذه الأدوات تُعد نشاطاً مالياً أساسياً في الأسواق المالية وأنها بدأت تكتسب أهمية متزايدة لكونها تبتدع طرقاً جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر، فأدوات الهندسة المالية يمكن أن تحقق العديد من الفوائد للمتعاملين بها إذا ما تم استعمالها بصورة صحيحة، ومن أبرز هذه الفوائد نذكر ما يلي<sup>2</sup>:

-إدارة المخاطر: يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدى من خلال عملية التحوط، إذ يمكن أن تستعمل المستقبلات والعقود الآجلة والخيارات للتحوط من مخاطر تقلب الأسعار والفوائد وأسعار صرف العملات الأجنبية، كما يمكن استعمال المبادلات وغيرها في إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة وتحديد مستويات تكاليف الفائدة على وفق استراتيجيات خاصة.

-الاستثمار: إذ يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرص الاستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية ودخول المتعاملين في عمليات صناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية فضلاً عن تنويع الخدمات المالية التي تُقدم للمتعاملين بما يخدم أغراضهم في بناء المحافظ المرغوبة.

-الكلفة: يسمح التعامل بأدوات الهندسة المالية بتقليل تكاليف المعاملات التقليدية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد كما يمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا (القواعد) للعوائد المتحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض، كما يمكن استعمالها في عمليات المراجعة (التحكيم) للحصول على هيكل تكاليف مناسب بالنسبة للمتعاملين.

-السيولة: تتمتع أغلب أدوات الهندسة المالية بسيولة عالية تمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم بصورة عامة وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز وإلغائها تبعاً لحاجته ورغباته.

-الاقتصاد العام: لقد أدى تعدد أدوات الهندسة المالية إلى إيجاد الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات، مركز الدلتا للطباعة، الطبعة الثالثة، الإسكندرية،

2006، ص 189

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 29 .

العالم بالسلع والأوراق المالية التي تشكل مبالغ ضخمة جدا وما يتحقق نتيجة ذلك من إيجاد فرص العمل الواسعة وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة في الرسوم والعمولات وغيرها. لكن، وبالرغم من المزايا التي تم تعديدها للتعامل بالأدوات المالية المشتقة، نجد أنها تتطوي على مخاطر كامنة في خصوصية وطبيعة عملها، والتي تعتبر أعلى من مثيلاتها في الأدوات المالية التقليدية، وهذا من شأنه أن يؤسس أنواع جديدة من المخاطر ويؤدي إلى صعوبات كبيرة للبنوك في حال استعمال هذه الأدوات بشكل غير مدروس ولا يستند إلى أسس سلامة قوية كالمخاطر الائتمانية ومخاطر السوق ومخاطر التمويل ومخاطر العمليات (أي التشغيل) والمخاطر النظامية وقد تصل هذه التهديدات التي تواجه المؤسسات البنكية إلى حد الإفلاس كما حدث مع بنوك عالمية كبيرة شكل سقوطها آثارا وخيمةً لنظمها المصرفية والمالية وكذا سلامة واستقرار اقتصادياتها وتشير الأرقام المتعلقة بأغراض التعامل في الأدوات المشتقة إلى أن ما نسبته 1 إلى 3% فقط من هذه التعاملات هدفها تسيير المخاطر وتوفير فرص أرباح جديدة، بينما يتجه الباقي إلى عمليات رهان ومضاربة شديدة على المستقبل.<sup>1</sup>

## أولاً- الأدوات المالية التقليدية:

### 1- الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم من الأصول المالية طويلة الأجل وأكثرها شيوعا بين عموم المستثمرين بغض النظر عن إمكاناتهم المادية وثقافتهم الإستثمارية، حيث تتوسع الشركات في إصدارها لعدة عوامل أهمها: زيادة الملاك بالشركات والرغبة لديهم في تحديد مسؤوليتهم بقدر المساهمة فقط، بالإضافة إلى التغيرات في اللوائح والقوانين المنظمة لأسواق المال والتي أدت إلى سهولة التعامل وتحقيق مزايا لكل من الشركات والملاك،<sup>2</sup> ويمكن أن نميز بين نوعين من الأسهم هما:

### - الأسهم العادية:

تعد الأسهم العادية أحد أهم أدوات تمويل رأس المال في الشركات المساهمة، وقد تبلورت مفاهيمها المعرفية بتطور ونضوج الأسواق المالية، وتعرف الأسهم العادية بأنها: أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يحق لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة إلى جانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم،<sup>3</sup> فالأسهم العادية تمثل حصة في شركة تعطي لمالكها نصيبا في ملكية الشركة، وهي تعتبر من الأصول المالية طويلة الأجل أي ليس لها تاريخ إستحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة.

<sup>1</sup>- بلعزوز بن علي، محاضرات في السياسات والنظريات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة،

2008

<sup>2</sup>- عاطف وليم أندرواس، "السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:18.

<sup>3</sup>- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:154.

يحصل حاملي هذه الأسهم على جملة من الحقوق أهمها: الحصول على نصيبهم من الأرباح عند توزيعها، والحصول على نصيبهم من موجودات الشركة عند تصفيتها، كذلك لحاملي الأسهم العادية الأولوية في الإكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة، من جهة أخرى يحق لحاملي الأسهم العادية الحضور في إجتماعات الهيئة العامة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة، إلى جانب الحق في إنتخاب مجلس الإدارة ومساءلتهم، وإمكانية الترشح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.

تتمتع الأسهم بخاصيتين هما: المسؤولية المحدودة حيث لا يسأل حملة الأسهم عن ديون الشركة إلا في حدود حصتهم في رأس المال، وحق المطالبة المتبقي حيث يعتبر حملة الأسهم آخر المتعاملين في إستيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، ففي حالة تصفية الشركة مثلا يكون لحملة الأسهم العادية المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من أصول الشركة بعد إستيفاء حقوق الأطراف الأخرى كالعامل والمصالح الضريبية والدائنين وغيرهم.<sup>1</sup>

#### - الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة بأنها أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي، كونه يحصل على عائد ثابت سنويا يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل إلتزاما ثابتا، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال الشركات،<sup>2</sup> ويتم إصدار الأسهم الممتازة في حالات معينة مثل وجود مستثمرين لا يرغبون في درجة مخاطرة عالية نسبيا مقارنة مع الأسهم العادية، أو رغبة الجهة المصدرة في الحصول على عائد أكبر من الأرباح التي ستوزع على حامليها، وقد إكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها، غير أنه لا يحصل حاملي الأسهم الممتازة على الأرباح المحتجزة للشركة، وإنما هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يحصلون عليه، ويحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الإسمية.<sup>3</sup>

حيث يتضح من خلال إسم الأسهم الممتازة وضعها المميز، حيث يحق لحامليها الحصول على حصة من الأرباح سواء أكانت الشركة تكسب أم لا، وهذا ما يجعلها تجذب المستثمرين الذين يريدون الحصول على دخل أو الذين يرون فيها ميزة تتعلق بالضرائب بسبب حصولهم على عوائد بدلا من فائدة الدين، كما أنه لا يحق لحاملي الأسهم العادية الحصول على حصة أرباحهم حتى يحصل أصحاب الأسهم الممتازة على نصيبهم أولا، كذلك فإن أصحاب هذه الأسهم يأتون في الترتيب بعد أصحاب سندات الدين المضمونة

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندرواس، "السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

<sup>3</sup> - السيد متولي عبد القادر، "إقتصاديات النقود والبنوك"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010، ص: 148.

والدائنين فيما يتعلق بالمستحقات سواء عند تصفية الشركة أو دفع حصص الأرباح، وإذا كانت الشركة تمر بظروف سيئة ولا يمكنها تحمل دفع حصص الأرباح الممتازة، فسيتم تجميع مستحقات هذه الأسهم ودفعها دفعة واحدة عندما تزدهر أحوال الشركة وذلك إذا كان حاملو هذه الأسهم لهم الحق الخاص بتراكم حصص الأرباح، أما أصحاب الأسهم الممتازة الذين ليس لديهم هذا الحق، يكون لديهم الحق عادة في فرض قيود على الشركة إذا لم يحصلوا على نقودهم، وأحيانا عندما لا يتم دفع حصص الأرباح يمنح لحاملي الأسهم بعض حقوق التصويت.<sup>1</sup>

من جهة أخرى، تتميز الأسهم الممتازة بأنها قابلة للإطفاء ضمن صناديق تخصصها الشركات بهدف إستهلاك السهم وإطفائه إما بسعر السوق أو بسعر إطفاء يحدد مسبقا أو حسب ظروف الشركة والسوق، كما يمكن أن يكون السهم الممتاز قابل للتحويل إلى أسهم عادية ويتم ذلك ضمن شروط يتفق عليها مسبقا، وتذكر في شهادة السهم سواء بخصوص مدة التحويل وسعر التحويل، وعادة خيار التحويل يترك لحامل السهم وحيثما نتاح أمامه تحقيق أرباح رأسمالية لا سيما عندما تكون الأسعار السوقية لأسهم الشركة العادية مرتفعة بأعلى من سعر التحويل، إضافة إلى ذلك يمكن أن ترتبط الأسهم الممتازة بخاصية الإستدعاء لأن الخاصية تتضمن حق للجهة المصدرة بإستدعاء السهم الممتاز خلال فترة محددة وبعلاوة عن القيمة الإسمية كما يمكن أن يكون الإستدعاء بسعر السوق.<sup>2</sup>

إنطلاقا مما سبق، يمكن أن نميز الأنواع التالية من الأسهم الممتازة:<sup>3</sup>

- أسهم ممتازة قابلة للإسترداد وأسهم قابلة للتحويل.
  - أسهم ممتازة متراكمة الأرباح وهي تلك التي تمثل تراكم الأرباح التي لم توزعها الشركة لحملة الأسهم الممتازة وذلك في حالات إستثنائية، لكن بمجرد حصول الشركة على أرباح كافية تقوم بتسديد أرباح الأسهم الممتازة قبل أن يحق لحاملي الأسهم العادية إستلام أرباحهم.
  - أسهم ممتازة غير متراكمة الأرباح بمعنى أنه لا يتراكم أي ربح غير مدفوع وهو يسقط إن لم تتمكن الشركة من دفعه من الأرباح المتوفرة لديها.
  - أسهم ممتازة مشتركة الربح والتي يحصل حاملوها على ربح أساسي بالإضافة إلى منحهم بعض الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الزائدة.
- الأسهم الخارجية:**

تعتبر الأسهم الخارجية نوع من الأسهم، فمثلا في بورصة لندن توجد العديد من الشركات الأجنبية المتعاملة فيها وخاصة من أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية وأستراليا وكندا واليابان وجنوب إفريقيا، كما

<sup>1</sup>- محمود أمين الزويل، مرجع سبق ذكره، ص:16.

<sup>2</sup>- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص:179-180.

<sup>3</sup>- برايان كويل، "نظرة عامة على الأسواق المالية"، ط1، دار الفاروق للنشر، مصر، 2006، ص:26.

أن معظمها تمارس أنشطتها التجارية في بريطانيا، لذلك من الممكن التعرف على نشاطها التجاري والحصول على تحليل أحد سماسرة الأوراق المالية الخبراء بشأن إدارتها وبياناتها المالية، مما يجعل تداول أسهم هذه الشركات مثل الإستثمار في كبرى الشركات البريطانية. كما أن دمج أسواق البورصة الأوروبية جعل من السهل الحصول على معلومات عن هذه الشركات وأسهمها، وخاصة مع وجود عدد كبير من سماسرة الأوراق المالية الجيدين في ألمانيا وفرنسا الذين يتعاملون من خلال الأنترنت.

فمن الناحية النظرية يمكن القيام بشراء أسهم خارجية من خلال سمسار الأوراق المالية في بريطانيا -بالرغم من أنه لا يقدم العديد منهم هذه الخدمة- أو عبر الأنترنت من خلال بعض مواقع السمسرة المعروفة، ولكن بالرغم من تزايد سماسرة الأوراق المالية الأوروبيين المتعاملين في الأسهم الخارجية، فإن معظمهم يتعاملون في الأسهم الأمريكية، غير أن ذلك لم يعد كالسابق حيث أصبح عدد متزايد من السماسرة المتميزين من ألمانيا وفرنسا يقومون بإنشاء مواقع لهم في بريطانيا.<sup>1</sup>

غير أن تداول الأسهم الخارجية يرتبط به العديد من المخاطر، فمثلا في حالة الإقتصاد الخارجي يحتاج المستثمر إلى معرفة ما إذا كانت نسب الفائدة على وشك التغيير في هذه الدولة أم لا لأن هذا قد يكون له تأثير مباشر على أسعار الأسهم، كما أنه في حاجة أيضا لمعرفة ما إذا كان إقتصاد هذه الدولة بصفة عامة في طريقه للإزدهار أم يتجه نحو التدهور، بالإضافة إلى ذلك فالمستثمر الفطن يجب أن يعرف بعض المعلومات عن حالة القطاع الذي سيقوم بالإستثمار فيه في هذه الدولة، من حيث إمكانية تأثره باتفاقيات التجارة أو إمكانية إعادة هيكلته أو حدوث سلسلة من عمليات الدمج به وما إلى ذلك، غير أنه من الصعب متابعة وضع الشركات، فالصحف البريطانية بشكل عام لا تهتم بالكتابة عنها ولا يقوم سماسرة البورصة بتحليل بياناتها المالية، وبالتالي لا يمكن متابعة منتجاتها وخدماتها في السوق.

ومن أكبر المخاطر المتعلقة بتداول الأسهم الخارجية، تأتي مخاطر أسعار الصرف ومخاطر في الطريقة التي تعمل بها بورصة الدولة الأجنبية نفسها، فنظم البورصة في الدول الكبرى مثل أستراليا والولايات المتحدة الأمريكية متقاربة إلى حد كبير من النظم التي تعمل بها البورصة في بريطانيا، ولكن البورصات الجديدة الصاعدة يمكن أن تكون عشوائية أو غير منظمة، وفضلا عن ذلك قد تكون هناك سجلات خاطئة للتعاملات وقد يكون هناك تفاوت في سجلات الملكية وبالتالي فإن التحكم في التعاملات قد يكون صعبا بعض الشيء.<sup>2</sup>

إلى جانب أنواع الأسهم التي تم التطرق إليها، يمكن أن نشير إلى وجود ما يعرف بـ: **حصص التأسيس** **أسهم التمتع** و**الأسهم المؤخرة**، حيث تمثل **حصص التأسيس** تلك الحصص التي تصدرها الشركة عند تأسيسها وليس لها قيمة إسمية تكتب على الصك إنما كل ما في الأمر أن لها نصيب في الأرباح، ولا

<sup>1</sup> - محمود أمين الزويل، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

<sup>2</sup> - محمود أمين الزويل، نفس المرجع السابق.

تدخل طبعا حصص التأسيس في رأس مال الشركة ويكتفي بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية وتمنح للمؤسسين مقابل جهودهم في تأسيس الشركة. أما أسهم التمتع فهي تعطى للمساهمين بدلا من الأسهم التي تم إستهلاكها بطريق القرعة ويكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الإمتياز الحكومي، أي أن الحكومة يؤول إليها جميع ممتلكات الشركة صاحبة الإمتياز، ومن ثم تقوم الشركة بإستهلاك نسب من الأسهم حتى تستهلك جميع الأسهم بإنهاء مدة الإمتياز، أما الأسهم المؤخرة فهي التي يقبض حملتها نصيبهم من الأرباح بعد حملة الأسهم الممتازة والعادية، وعادة يشتريها المؤسسون كنوع من طمأنة حملة الأسهم الأخرى وثقتهم بالشركة.

#### \*المخطر الأخلاقي في عقود الاموال الخاصة: نزاعات الوكالة

تتطوي عقود الاموال الخاصة في شكل إصدار أسهم، على نوع خاص من المخطر المعنوي يسمى بمخطر الرئيسي/ الوكيل principal - agent أو علاقة الوكالة relation agence، تكون علاقة الوكالة نتيجة عدم تماثل المعلومة، أي كون الوكيل (المسير) يتوفر على معلومات عن أنشطة المؤسسة وعن ربحها الفعلي أكثر من الرئيسي (المساهم)، وبالتالي فإن علاقة الوكالة هي أن المسير في حالة تحقيق المؤسسة التي يسيرها ربحا معتبرا، فإن حصته من الربح تكون صغيرة، أي تتناسب مع حصته في رأس مال المؤسسة. إن الربح الذي يحصل عليه المسير مضافا إلى أجرته قد يكون مجموع دخله غير مقنعا في نظره، وبالتالي غير محفز له على العمل على تعظيم القيمة السوقية للسهم، في هذه الحالة، فإن المسير لن يتصرف بالكيفية التي تخدم مصلحة المساهم، أي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يعبر عن فكرة نزاع الوكالة، كذلك قد يكون المسير غير نزيه فقد يلجأ إلى الاختلاس والتدليس، مثل تسجيل مصروفات شخصية كمصروفات عامة أو تحويل جزء من رقم الأعمال، وبالتالي فإن الطريقة الوحيدة للتقليل من مخطر نزاعات الوكالة هي الشفافية مثل الإفصاح الدوري عن الحسابات والرقابة الداخلية والتقييم من قبل وكالات التتقيط، وهي جميعا مكلفة، كما أنه في المؤسسات الاقتصادية الكبيرة، عادة ما تتسبب التجاوزات البيروقراطية في عدم الفعالية في صعوبة رقابة الأداء، وهو ما يمكن اعتباره من قبيل تكلفة الوكالة، كنتيجة لذلك يمكن للمساهم أن يقلص من المخطر المعنوي عن طريق اللجوء باستمرار إلى تدقيق الحسابات ومراقبة تصرفات المسير وهو ما يشكل تكلفة كبيرة، مما يجعل اللجوء إلى مزيد من الاموال الخاصة عن طريق إصدار أسهم أمرا غير مرغوب فيه، وهو ما يفسر جزئيا كون الأسهم كمكون للهيكل المالي للمؤسسة أقل من القرض السندي وأقل بكثير من القرض المصرفي.<sup>1</sup>

في حالة توقع المساهمين تكاليف صفقات مرتفعة وبالمقابل، تكاليف وكالة منخفضة، تعرف المؤسسة نموا وتتطور كمؤسسة كبيرة تعتمد على مسيرين؛ أما في حالة توقع تكاليف وكالة مرتفعة وتكلفة صفقات

<sup>1</sup> Frédéric Mishkin, monnaie banques et marchés financiers, nouveaux horizons, 10<sup>e</sup>

منخفضة، فإن من مصلحة المؤسسة إخراج بعض الأنشطة وتجنب الاندماحيات لتبقى صغيرة ومسيرة من قبل مقال فردي.

## 2- السندات:

تعتبر السندات عن شهادة دين يتعهد بموجبا المصدر ببيع قيمة القرض كاملة عند الإستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد، بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة. فالسندات تمثل جزء من القروض طويلة الأجل أو متوسطة الأجل، يحق لحامله أن يحصل على فائدة ثابتة سنويا فهو يمثل مجالات للإستثمار يتوافر فيه الأمان ولكن سعر الفائدة يكون متواضعا نسبيا مثل سندات البنك العقاري وتكون لمدة عشر سنوات.<sup>1</sup>

تعتبر السندات من أهم الأوراق المالية حيث أصبحت تمثل الجزء الأكبر من الأوراق المتداولة في أسواق الدول المتقدمة، ويرجع تداولها الكبير بسبب التذبذب الذي تعرضت له الأسهم وخاصة لكونها أوراق ذات عائد ثابت، وأيضا باعتبارها من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح أي أنها لا تخضع للضريبة. تتميز السندات بعدة خصائص فهي توفر لحملتها ثبات وإستمرارية العائد والأمان في إسترداد المبلغ، كما أنها تساعد على تدعيم السعر السوقي وتدعيم موقف المقترض من ناحية القدرة على السداد لإلتزامه بإسترجاع جزء من الإصدار قبل إستحقاق السند، كذلك تمكن السندات من تقليص متوسط فترة إستحقاق السند وبالتالي الحد من تذبذب سعره، بالإضافة إلى ذلك ترتبط السندات بخاصية الإستدعاء حيث يمكن للشركة المصدرة لها إعادة شرائها من حاملها على أن يكون هذا محدد في القرار الأولي، وتقوم الشركة بإستدعاء سندات المتداولة عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق وفي نفس الوقت تقوم بإحلال سندات أخرى تتماشى مع معدل الفائدة الحالي لتحقيق ربح أكثر.

لكن وفي مقابل هذه الخصائص يمكن أن يتعرض المستثمرين إلى مجموعة من الخسائر عند تعاملهم بالسندات وذلك في حالة إقتنائهم لسندات يفوق سعرها سعر إستدعائها من قبل المقترضين حسب شروط صندوق الإستهلاك، كذلك يمكن أن يتعرض المستثمرين لفقدان جزء من سنداتهم إذا تعرضوا لعمليات الإستدعاء بالقرعة، من جهة أخرى يتعرض حملة السندات إلى مجموعة من المخاطر والتي يمكن أن ترتبط ب:<sup>2</sup>

- تقلبات أسعار الفائدة: والتي يمكن أن تؤدي إلى إنخفاض أسعار السندات ( خاصة بالنسبة للسندات طويلة الأجل) ويكون ذلك عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم.
- مخاطر السيولة: والتي يمكن أن تؤدي إلى مخاطر الإفلاس وعدم السداد، حيث تفقد السندات سيولتها إذا كان حجم الإصدار ضئيلا أو إذا كانت درجة ملاءة الإصدار متدنية.

<sup>1</sup> - محمود أمين الزويل، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

<sup>2</sup> - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

- مخاطر الإستثمار: بمعنى قابلية المستثمر إعادة إستثمار القيمة الإسمية والفائدة على السند بعوائد مجزية، ويكون حملة السندات قصيرة الأجل ذات معدلات فائدة مرتفعة هم الأكثر تعرضا لمخاطر إعادة الإستثمار، حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس العائد في حالة إنخفاض معدلات الفائدة. إلى جانب ذلك، عادة ما يكون السند يدر عائدا ثابتا، أي أن معدل الفائدة عليه ثابت، لكن هناك سندات بمعدل فائدة متغير، وهي عادة سندات حكومية، حيث يكون معدل الفائدة المتغير على السندات تابعا لمعدل التضخم.

يتم دفع الفائدة على السند فصليا أو سنويا، لكن يمكن أن يتم رسملتها لتدفع مجمعة مع القيمة الاسمية للسند عن تاريخ الاستحقاق أو عند نهاية عمر السند وعندها نقول بأن السند هو ذو كوبون صفر. فضلا عن ذلك، تنقسم السندات إلى أنواع مختلفة، حيث يمكن أن نجد السندات حسب الضمان، سندات حكومية السندات القابلة إلى التحويل إلى أسهم وسندات الدخل، وذلك كما يلي:

#### - سندات الدين المضمونة وغير المضمونة

إن السندات التي ليس لها ضمان محدد لدعم سداد الفائدة بصورة منتظمة يطلق عليها سندات الدين غير المضمونة، بالتالي تكون هناك إمكانية لزيادة معدل الفائدة عليها وذلك مقارنة بسندات الدين المضمونة من خلال الأصول، وتختلف هذه السندات عن الأسهم العادية في العديد من الأمور، فمثلا في سندات الدين المضمونة البريطانية يتم في الغالب ضمانها باستخدام أصل ثابت من أصول الشركة، ولكن في الولايات المتحدة الأمريكية يكون هناك رهن متغير على أصول الشركة بصورة عامة، كما أن دفع فوائد على هذه السندات يتم بصورة منتظمة بغض النظر عن حالة الشركة ووضعها المالي. وبما أن نسبة الفائدة ثابتة فإن سعر الورقة المالية في السوق سيرتفع عندما تنخفض نسب الفائدة والعكس صحيح لضمان أن الربح العائد من استثمار المال في هذه الورقة المالية يكون متوازيا مع العوائد التي يمكن الحصول عليها في أي إستثمار آخر في سوق المال.<sup>1</sup>

#### - الضمانات:

هي أحد أنواع الأوراق المالية التي يتم إصدارها عادة مع سندات الدين غير المضمونة وتعطي صاحبها الحق في شراء أسهم عادية على مدار فترة معينة بسعر محدد مسبقا يعرف باسم سعر الضمان، وتقوم أيضا بعض شركات الإستثمار بإصدار هذا النوع من الأوراق المالية، وبما أن هذا النوع له قيمة قابلة للتحديد، فإنه يتم تداوله في البورصة بسعر يرتبط بالأسهم الأساسية المتعلقة به، بحيث تكون قيمته هي حاصل طرح سعر السوق للسهم من سعر الضمان.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - مايكل بيكت، مرجع سبق ذكره، ص:13.

<sup>2</sup> - مايكل بيكت، نفس المرجع السابق، ص:15.

ويمكن أن تؤدي هذه الضمانات إلى بدء استثمار ما، فعلى سبيل المثال إذا كان سعر السهم 100 دينار وكانت تكلفة تحويل الضمانات إلى أسهم عادية تبلغ 80 دينار، فإن السعر المعقول للضمان سيكون 20 دينار، فإذا ارتفع سعر السهم إلى 200 دينار فإن السعر الصحيح للضمان سيكون 120 دينار (بناء على طرح 80 دينار الخاصة بالتحويل للأسهم)، نتيجة لذلك عندما يتضاعف سعر السهم فإن سعر الضمان سيزيد بمقدار ستة أضعاف.

#### - الضمانات المغطاة:

هي إستثمارات جديدة نسبيا في بورصة كبيرة مثل بورصة لندن، وهي في حقيقتها عبارة عن عملية اختيارية أكثر مرونة يكون من السهل تداولها وبها نطاق واسع من الخيارات، ولقد ظهرت في ألمانيا في عام 1989، وهي مشهورة جدا.

ويمثل الضمان المغطى الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر محدد يطلق عليه سعر الأداء حتى تاريخ محدد والذي قد يتراوح بين 03 أشهر إلى 05 سنوات من وقت إصدار الضمان، ويمكن أن يعتمد الضمان على سهم واحد ولكنه يمكن أن يعتمد أيضا على مجموعة متنوعة من الأدوات المالية الأخرى. وكما هو الحال مع الإستثمارات الفرعية الأخرى، يمكن أن يستخدم المستثمرون الضمانات المغطاة كطريقة لتغطية مضارباتهم ولحمايتهم من تقلبات السوق أو لتنظيم الضرائب، وعلى عكس الضمانات التجارية التي تصدرها شركة ما للحصول على الأموال، فإن الضمان المغطى يصدره بنك أو أية مؤسسة أخرى كوسيلة غرضها التجارة. ويمكن أن تكون الضمانات المغطاة أمريكية أي تلك التي يتم تداولها في أي وقت قبل تاريخ الإستحقاق، أو أوروبية أي التي يتم تداولها فقط في تاريخ محدد، ولكن معظمها يتم شراؤه ثم بيعه مرة أخرى إلى الجهة المصدرة لها قبل تاريخ الإستحقاق، فإذا تم الإحتفاظ بالضمان إلى تاريخ الإستحقاق، فستتم إعادة شرائه نقديا بصورة تلقائية من قبل الجهة المصدرة له والتي ستدفع الفرق بين سعر الأداء وسعر الورقة المالية الأساسية.<sup>1</sup>

وتوجد أربع جهات مصدرة للضمانات المغطاة توفر ما يزيد عن 500 ضمان مغطى وشهادات الأسهم ومؤشرات فردية في بريطانيا وفي جميع أنحاء العالم، وهي تكون في الغالب عبارة عن بنوك إستثمارية عالمية كبرى لها أسعار عرض وطلب لضماداتها خلال ساعات البورصة المعتادة بالطريقة نفسها الخاصة بالأسهم، ويتداول المستثمرين هذه الضمانات من خلال سمسار أوراق مالية أو مستشار مالي أو بنك. يعتبر الضمان المغطى أقل تكلفة من الورقة المالية المعتمد عليها، لذلك عندما يتحرك سعر الورقة المالية، فإن سعر الضمان يتحرك معه بشكل متناسب، وبالتالي فنسبة المخاطرة في سعر الضمان أعلى من شراء الأصل المعتمد عليه، لذلك فإن تكلفة سعر شراء الضمانات المغطاة القليل نسبيا يمكن أن تؤدي إلى حدوث مخاطر إقتصادية كبيرة مما يجعل الضمانات إستثمار غير مستقر، ويعني هذا أنها يمكن أن

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 22.

تؤدي إلى الحصول على أرباح كبيرة أو خسارة التكلفة الكاملة لسعر الضمان إذا انخفض سعر الورقة المالية الأساسية أقل من سعر الشراء، وبالإضافة إلى ذلك فإن الضمانات لها فترة صلاحية محددة وتميل قيمتها إلى التضاؤل باقتراب ميعاد إستحقاقها.

ويمكن إستخدام الضمانات المغطاة للمضاربة على الأصل الأساسي سواء بالزيادة أو بالنقصان، ف شراء "عملية شراء خيارية آجلة" هو مضاربة بالزيادة، في حين أن "شراء عملية بيع آجلة" هو مضاربة بالنقصان، ومع كلا النوعين فإن أكبر مبلغ يمكن أن يخسره المستثمر هو تكلفة الضمان، وبذلك فإن الضمانات المغطاة تشبه العمليات الخيارية ولكن يتم تداولها وإدراجها بحرية في البورصة، نتيجة لذلك فهي تختلف عن العمليات الخيارية من حيث سهولة البيع والشراء لمستثمر القطاع الخاص العادي من خلال سمسرة الأوراق المالية المعتادين.<sup>1</sup>

#### - السندات الحكومية المضمونة:

هذا النوع من الأوراق المالية تقوم بإصداره الحكومة، فهو آمن ومضمون، وبالرغم من أن هذه السندات هي شكل من أشكال سندات الدين غير المضمونة غير المدعمة بأي من الأصول المالية، فإن الدولة ككيان من المفترض أن تضمنها، وبالتالي فإن العجز عن سداد السندات الآجلة منها أمر غير وارد إلى حد كبير، فلا توجد نسبة مخاطرة تقريبا.

لقد ظهر هذا النوع من الأوراق المالية نتيجة الإعتقاد أنه عندما تقل الإيرادات الضريبية بسبب أن الإقتصاد غير منتعش قليلا ويريدون تجاوز هذا العجز قصير الأجل ولا يريدون خسارة الناخبين بزيادة الضرائب لتغطية نفقات الدولة، فإن الفرق يجب تعويضه عن طريق الإقتراض عن طريق إصدار نوع من سندات الدين غير المضمونة ذات نسبة فائدة محددة وتاريخ إستهلاك معين عندما تقوم خزانة الدولة بشراء هذه الأوراق المالية مرة أخرى، يطلق على البعض من هذه الأوراق بسندات الخزانة، والبعض الآخر له تسميات مختلفة ولكن لا يوجد فرق بينهما وإنما هي مجرد أسماء للتمييز، وتتحدد نسبة الفائدة الخاصة بهذه الأوراق المالية بواسطة نسب الفائدة السائدة في ذلك الوقت والجهة التي اقترضت منها الحكومة.

فضلا عن ذلك، هناك سندات عامة أخرى لها نسبة مخاطرة أعلى قليلا من السندات الحكومية المضمونة، وهي تتضمن السندات التي تصدرها السلطات المحلية والحكومات الخارجية.<sup>2</sup>

#### - سند خاص:

السند الخاص هو سند يتم إصداره من قبل شركة لحساب مستثمر بهدف زيادة رأس مال الشركة، يدر السند الخاص عائدا دوريا على صاحبه. هذا النوع من السندات يتم تداوله في السوق. عادة ما نقول سند

<sup>1</sup> - مايكل بيكت، نفس المرجع السابق، ص:24.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص:18.

خاص لتمييزه عن سند الدولة، يوجد عدة أنواع من السندات، هي: سند بمعدل ثابت، بمعدل متغير، بمعدل قابل للمراجعة وبمعدل قابل للمراجعة، بمعدل مقيس على التضخم.

#### - سند الدولة:

هي سندات تصدرها هيئة تمثل الدولة مثل الخزينة العمومية؛ وهي سندات متفاوتة من حيث عمرها. هناك سندات قصيرة الأجل، أي لا تزيد عن سنة، وهناك سندات متوسطة الأجل، تكون مدتها محصورة ما بين سنة وسبع سنوات وهناك سندات طويلة الأجل تزيد مدتها عن سبع سنوات.

#### -سندات دولية: (اليورو بوند Les Euro bonds)

هي سندات تصدرها دولة بعملة غير عملتها، أو بالأحرى بعملة صعبة أجنبي أو بعملة السوق التي أصدرت فيها، مثلا سند محرر بالدولار تصدره الدولة الجزائرية أو سوناپراك. تجدر الإشارة إلى انه توجد سندات أوروبية تصدر في إطار آلية الاستقرار، وهي تصدر من قبل مجموعة دول الإتحاد، أي أنها سندات دين تخص الإتحاد لا عضوا من اعضائه. هذا يعني وجود تعاضض للدين، بحيث يمكن لدولة مثل اليونان أو إيطالية على سبيل المثال الاستفادة من قروض بمعدلات فائدة منخفضة مثل تلك التي تخص ألمانيا.

هذا النوع من السندات عادة أنه مشروط بفترة سماح في التأخر عن دفع المردود (الفائدة) قد تكون أشهراً وفترة سماح تأخر عن تسديد الأصل الأساسي هي أسبوع، بعدها يمكن لحملة السندات الدولية رفع دعوى قضائية على الدولة المصدرة لهذه السندات.

#### - سندات الخزينة:

وهي عبارة عن صكوك دين للفترة الزمنية القصيرة، أي أن عمرها لا يزيد عن سنة واحدة، تكون مناسبة لتمويل احتياجات قصيرة الأجل.

#### - سندات شبيهة للخزينة:

وهي صكوك دين، يتم إصدارها ليس دفعة واحدة بل شريحة بعد شريحة، إنها تمثل حصة من السندات التي أصدرتها الدولة والتي تكون ذات آجال استحقاق طويلة، أي أنها تستخدم لتمويل احتياجات الدولة الطويلة الأمد. بالنسبة لفرنسا، مدتها تتراوح من سنتين اثنتين إلى خمسين سنة. لقد تم أول إصدار من هذا النوع في فرنسا عام 9851، بينما تم في الولايات المتحدة الأمريكية قبل ذلك بكثير. صفة "الشبيهة" تستمد من كون الإصدارات الجديدة يكون لها نفس خصائص أدون الخزينة السابقة.

إلى جانب أنواع السندات السابقة الذكر، تجدر الإشارة إلى أنه ظهرت إتجاهات جديدة للسندات هي:<sup>1</sup>  
**- السندات الرديئة:**

تنشأ هذه السندات في حالة ما إذا كانت نسبة الأموال المقرضة إلى الأموال المملوكة مرتفعة كثيرا، وينشأ ذلك عندما يرغب أعضاء مجلس الإدارة إمتلاك حصة كبيرة في رأس المال الخاص بشركتهم، فيتم إصدار قروض تستخدم حصيلة لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.  
**- سندات الدخل:**

هي نوع من السندات لا تدفع الشركة المصدرة لها فوائد عليها إلا في حالة تحقيق الشركة للأرباح، ويتضمن هذا النوع من السندات شروطا أهمها:<sup>2</sup> تجميع الفوائد، إنشاء صندوق للإطفاء، القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، حق التصويت في حالة دفع الفوائد لعدد من السنوات.

**- سندات لا تحمل معدل كوبون:** وهي سندات تباع بخصم عن القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر قيمته الإسمية بحلول تاريخ الإستحقاق.

**- سندات بمعدل فائدة متغير:** هي نوع مستحدث لمواجهة التضخم، يحدد سعر الفائدة مبدئي على أن يعاد النظر فيه كل ستة أشهر وذلك ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

#### \*المخطر الأخلاقي في عقود الديون

يحتوي عقد الدين هو الآخر على مخطر معنوي، لكن بدرجة أقل المخطر المعنوي الذي يتضمنه عقد الأموال الخاصة. إن كون عقد الدين يختلف عن عقد الأموال الخاصة، يعني أن المدين يتعهد لدائنه بدفع خدمة الدين، بما فيها معدل الفائدة المتفق عليه، وما زاد عنه من أرباح، صغيرة كانت أم كبيرة، فهي تعود إلى المدين بالكامل. المشكل هو أن المدين قد يخاطر بقدر مفرط في ممارسة أنشطته بهدف تعظيم أرباحه، وهو يعلم بأنه في حالة تحقيق الهدف، أي تعظيم الربح، فهو المستفيد الوحيد، اما في حالة تعرضه للإفلاس فإن الدائن هو الخاسر، وهنا يكمن الخطر المعنوي في حالة عقد الدين. طبعا عقد الدين كما هو معلوم هو عبارة عن وثيقة قانونية وهي تتضمن شروطا كثيرة تكاد تتناول كافة الجوانب، لكن هذا لا يمنع من أن المدين قد يبادر إلى ممارسة أنشطة عالية المخاطر غير مرغوب فيها من قبل الدائن، وهو يعلم جيدا بأنه في حالة الخسارة فإن الدائن يتضرر هو الآخر. علي سبيل المثال، بدلا من استخدام الأموال التي تحصل عليها بمقتضى القرض في تمويل النشاط الانتاجي للمؤسسة القليل المخاطرة، يحوله إلى البحث والتطوير بهدف تطوير منتج جديد عالي المخاطرة، لأن احتمال نجاح الفكرة هو 10%

<sup>1</sup>- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 273-274.

<sup>2</sup>- شقيري نوري موسى وآخرون، "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 46.

فقط<sup>1</sup>. يمكن أن يكون المدين محنكا في استغلال الثغرات القانونية التي يتضمنها عقد القرض ويلجأ يستخدم الموارد المالية التي تحصلت عليها المؤسسة بمقتضى عقد القرض لتمويل أنشطة غير مرغوبة من قبل الدائن باعتبارها تتطوي على مخاطر عالية أكثر من منحة المخاطرة باعتبارها مكون من مكونات معدل الفائدة على القرض.

يمكن للوساطة المالية التقليل من المخطر المتعلق بـ *passager clandestin*، وهو ما يفسر كون الوساطة المالية المصدر الأهم في توفير الموارد المالية الخارجية للمؤسسة.

كما يمكن التغلب على المخطر الأخلاقي المتعلق بعلاقة الوكالة من خلال اللجوء إلى *société de capital risque*. هذه الشركة يمكنها أن توفر ليس فقط الموارد المالية اللازمة للمؤسسة، بل والخبرة اللازمة لتطورها مقابل الحصول على مناصب في مجلس إدارة المؤسسة لممثليها، وبالتالي مراقبة أنشطتها وأرباحها عن كثب. لا تسمح *société de capital risque* للمؤسسة الاقتصادية أن تقوم بعملية اندماج مع مؤسسة أخرى أو التخلي عن رأسمالها جزئيا للغير.

## ثانيا - المشتقات المالية:

يشير مصطلح المشتقات المالية إلى فئة واسعة من الأدوات المالية التي تتركز في الخيارات وعقود المستقبلية وغيرها، وهذه تكون بمثابة صكوك تستمد قيمتها من سعر ومتغيرات أخرى ذات صلة بالأصول الأخرى، وهي ليس لديها قيمة خاصة بها وتستمد قيمتها من الأصول المالية الأخرى: أي أنها أداة مشتقة تتحدد قيمتها من قيمة موجود مالي آخر قد يكون أوراق مالية وغيرها.<sup>2</sup>

لقد إزدادت أهمية المشتقات المالية منذ 80 سنوات القرض الماضي، إذ إزدادت أسعار الفائدة بشكل كبير بما في ذلك مقايضة سعر الفائدة وغيرها من المشتقات، كما أصبحت المشتقات المالية تعد أهم التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي، وتطورت على نحو ملحوظ في الربع الأخير منه، والمشتقات هي أدوات تستعملها المؤسسات المالية للحد من المخاطر التي تتعرض لها أو قد تتزايد المخاطر عندما تستعمل في عمليات المضاربة للاستفادة من التغيرات السعرية في المستقبل، وإزدادت أهمية المشتقات المالية بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الإتصالات وإنعكاسها على أسواق المال وما صاحبها من تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، مما أدى إلى إبتكار أدوات إستثمارية أساسية مثل الأسهم، السندات، العقارات، العملات الأجنبية، الذهب والسلع، ويتم تنفيذ

<sup>1</sup>-Frédéric Mishkin, monnaie banques et marchés financiers, nouveaux horizons, 10<sup>e</sup> Edition, p: 261.

<sup>2</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

المشتقات من خلال عقود مالية لها مدة زمنية محددة فضلا عن شروط معينة تحدد عند تحديد العقد بين طرفي العقد (البائع والمشتري)، ويمكن معرفة الغرض الرئيسي لإبتكارها المتمثل بحماية المستثمرين من التقلبات الواسعة في الأسواق وتخفيض المخاطر المتوقعة من تغير أسعارها في المستقبل، كذلك يعود النمو الهائل لأسواق المشتقات المالية لعدد من العوامل أهمها: إعادة توزيع المخاطر بين المشاركين في الأسواق المالية ما يساعد على جعل تلك الأسواق أكثر إكتمالا وتوفر المعلومات القيمة للمستثمرين عن الأساسيات الإقتصافية فضلا عن المشتقات المالية توفر أيضا وظيفة مهمة من اكتشاف السعر وجعل تفكيك الخطر سهل ويسير.

وللحديث أكثر عن هذه الأداة، سيتم تقديمها خلال المحور السادس من هذه المطبوعة بشيء من التفصيل باعتبارها أهم الأدوات والتقنيات التي تدخل في إطار الهندسة المالية، بل وباعتبارها ركيزة هامة للهندسة المالية إلى جانب تقنية التوريق.

### ثالثا- الأدوات المالية المركبة:

مع تطور صيغ التمويل والاستثمار التي تطبقها المصارف والمؤسسات المالية، ومع تعدد أغراضها وحاجاتها، لم تعد تلك الصيغ المقدمّة تقوم على عقد مالي واحد، بل على عدد من العقود المركبة والمجمعة في آن واحد، وهذا الجمع بين العقود أنشأ لنا ما أصبح يعرف باسم العقود المركبة. تعرف المنتجات المالية المركبة بأنها: "مجموع المنتجات المالية المتعدّدة التي يشتمل عليها المنتج الجديد، بحيث تعامل جميع الحقوق والأعباء المترتبة على تلك المنتجات وكأنها منتج واحد"، ويمكن من خلال التعريف، أن نستنتج ما يلي:<sup>1</sup>

- أنّ المنتجات المالية المركبة مكونة من منتوجين إثنين أو أكثر.
- أنه هناك ربط واندماج بين المنتجات المالية فيما بينها، بحيث تعطي لنا منتج واحد، وعليه فإنّ المنتجات المالية المتعدّدة التي ليس بينها ربط في المعاملة الواحدة، لا تدخل في موضوع المنتجات المالية المركبة.
- أنّ المنتجات المالية المركبة، تترتب عليها جميع الآثار والأعباء، بحيث تكون كآثار وتكاليف المنتج الواحد.

فضلا عن ذلك، وبالنظر إلى خصائص ومميزات العديد من المنتجات المالية المركبة المطبقة من طرف البنوك، نجد بأنها تتضمن العديد من المزايا والإيجابيات، والتي نوجزها فيما يلي:

<sup>1</sup> - حيرش عبد القادر، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، 2017-2018، ص:15.

- تنويع مصادر الربحية، وذلك من خلال تنويع المنتجات، وفي ضوء ازدياد حجم هذه المنتجات فمن المتوقع انخفاض التكاليف، لما يتحقق من وفورات الحجم الكبير؛
  - دعم المركز التنافسي للبنوك في السوق؛
  - تقليل المخاطرة والوصول الى ضمان رأس المال أو جزء منه؛
  - الحصول على السيولة النقدية؛
  - إحترام القوانين والنصوص التشريعية التي ترى بأن البنوك عبارة عن وسيط مالي وليس تاجرا.
- ومن خلال ما يلي، نقدم أهم أنواع الأدوات المالية المركبة:<sup>1</sup>

**1- الأسهم المرفقة بإذن اكتتاب في أسهم ABSA** Action à bon de souscription d'actions  
السهم المرفق بإذن اكتتاب في أسهم (1 bon de souscription = X actions) التي la parité التي تحدد عددها الجمعية العامة هو سهم عادي مرفق بإذن أو مجموعة أذن اكتتاب في أسهم عادية بمناسبة عملية اصدار مستقبلية، بحيث يتم الاتفاق على سعر وفترة محددين مسبقا (تحددهما الجمعية العامة). أي أن المستثمر في حالة كونه يرغب في ذلك يمكنه شراء سهم عادي يستلم معه إذنا أو مجموعة أذن اكتتاب في أسهم في عملية إصدار مستقبلية، وهو بذلك يكون بمثابة امتياز (خيار option) يمنح لمساهمين من أجل زيادة حصتهم في الشركة. تجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الأسهم يعطي للمستثمر وقتا كافيا لتوفير المال اللازم للاكتتاب وكذلك اختيار اليوم المناسب أو الفترة المناسبة للقيام بالاكتتاب. يتم إصدار هذا النوع من الأسهم بمناسبة زيادة رأس مال الشركة. كما يتم فصل السهم عن أذن الاكتتاب في سهم أو في مجموعة أسهم بمجرد إتمام عملية الاصدار، بحيث يتم تداول كل منهما في البورصة على حدى.

خلال الفترة المتفق عليها والتي تحدها الجمعية العامة للمساهمين، إما أن يكون سعر الممارسة prix d'exercice المتفق عليه أقل من سعر السوق ويكون من مصلحة المستثمر الاكتتاب في الاسهم؛ وإما أن يكون سعر الممارسة أكبر من سعر السوق ويمتنع المستثمر عن الاكتتاب. أما الشركة فيمكنها بواسطة الأسهم المرفقة بأذن اكتتاب في أسهم أن ترفع مبالغ مالية أكبر.

## 2- الأسهم المرفقة بأصل اكتتاب في سند قابل للتحويل ABSOC

هو سهم مرفق بإذن أو مجموعة أذن اكتتاب في سندات قابلة للتحويل إلى اسهم. أي أنه سهم يعطي لصاحبة إمكانية الاكتتاب، حسب سعر وخلال فترة لاحقة منصوص عليها في نشرة الاصدار، في سندات قابل للتحويل. أي ان الاكتتاب هو إمكانية أو خيار، بحيث يتم إذا أراد ذلك صاحب السهم المرفق بأذن

<sup>1</sup> - مسعود امجيطنة، مرجع سبق ذكره، ص:35.

الاكتتاب. تتوقف عملية الاكتتاب على المقارنة بين سعر الاكتتاب المتفق عليه وسعر السوق خلال فترة الاكتتاب.

### 3- السندات المرفقة بأصل اكتتاب في أسهم OBSA

يتم إصدار سندات مرفقة بأذن اكتتاب في أسهم من أجل زيادة رأس مال الشركة. واضح أن سند مرفق بأذن اكتتاب في أسهم هو منتج مالي هجين، أي يتكون من أصل ملكية وهو أذن الاكتتاب في أسهم، وأصل ذمة وهو السند باعتباره دين على الشركة التي أصدرته. تتميز السندات المرفقة بأذن اكتتاب في أسهم بمرونة عالية: يمكن للمكتتب فيها أن يحتفظ بالسند وأذن الاكتتاب في أسهم. يمكنه بيع السند أذن الاكتتاب في أسهم. الاحتفاظ بأحدهما وبيع الآخر.

أما مزايا السند المرفق بأذن اكتتاب في أسهم بالنسبة للشركة التي تصدرها فيتمثل بالتخفيض الفوري لكلفة الاستدانة. إذ أنها تسمح للشركة من الاستدانة بكلفة تقل عن معدلات الفائدة فيعلى القروض.

### 4- السندات المرفقة بأصل اكتتاب في سندات OBSO :

حيث يتم إصدار سندات مرفقة بأذن اكتتاب في سندات، ويعتبر هذا السند دين على الشركة التي أصدرته، كذلك يمكن أن نجد أدوات حديثة تمكن من زيادة رأس المال والتغلب على المشاكل المالية، وهي تتعلق بمشتقات السندات: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم OCA والسندات التي تسدد في شكل أسهم ORA.

### 5- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: OCA

هو سند مشتق من السند التقليدي، يعطي للحائز عليه خلال فترة التحويل إمكانية تحويله إلى سهم أو عدة أسهم للشركة التي أصدرته، أي السند القابل للتحويل فهو سند عادي يعطي للحائز عليه خيار التحويل إلى أسهم جديدة للشركة المصدرة. قد تتطابق بداية فترة التحويل مع تاريخ الإصدار أو مع تاريخ لاحق يتم تحديده.

ولهذا النوع من السندات مزايا عديدة: فهي تسمح للمستثمر التمتع بمزايا أمان السند والمزايا السعرية للسهم العادي فغالبا ما تكون أسعار هذه السندات أعلى من أسعار السندات العادية، كما أنها تتيح للوسطاء الماليين فرصة القيام بقدر كبير من التعامل والمتاجرة في البورصة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، نفس المرجع السابق، ص: 92.

## 6- السندات التي تسدد في شكل أسهم ORA :

السندات التي تسدد في شكل أسهم تخضع لنفس منطق السندات القابلة للتحويل إلى أسهم مع وجود اختلاف أساسي يتمثل في كون تسديد هذا النوع من السندات عند حلول تاريخ الاستحقاق في شكل أسهم وليس في شكل نقود كما الحال في حالة السند القابل للتحويل إلى أسهم. عليه فإنه تترتب نتيجة محددة وهي أن تسديد السند الذي يسدد في شكل أسهم يؤدي حتما إلى زيادة الأموال الخاصة للشركة.

## 7- الأدوات المالية المركبة الأخرى التي تتضمنها تقنيات الهندسة المالية:

تتضمن الهندسة المالية أدوات مركبة من نوع خاص، يمكن تقديمها على الشكل التالي:<sup>1</sup>

### 7-1- الأسهم العادية لأقسام الإنتاج:

الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، غير أن شركة جنرال موتورز أضافت في الثمانينات مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية ككل أصدرت الشركة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة E وربطت فيها التوزيعات -التي يحصل عليها حاملها- بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة H وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات، حيث تبدو الأسهم العادية للمؤسسة ككل وكأنها أسهم لشركة أم، بينما تبدو أسهم الأقسام الإنتاجية وكأنها أسهم لشركات تابعة، وتبعاً لذلك فإن ارتفاع سعر السهم خاصة في ظل السوق الكفئة يعني أداء متميز للقسم والذي يعتبر مركزاً للربحية.

### 7-2- الأسهم العادية التي يمكن ردها للشركة المصدرة:

في سنة 1984 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية إبتكار جديد يتعلق بإصدار أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة بعد الإصدار، أما إذا لم يصل إنخفاض القيمة إلى الحد المعين أو إذا تجاوزه ولكن بعد الفترة المنقوت عليها، فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض، وعادة ما يحصل المستثمر عند شراء السهم على عدد من الصكوك يطلق عليها :حق التعويض، هذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.

من خلال هذه الأسهم، يتمتع المستثمر بكافة مزايا الأسهم التقليدية، فإذا ما ارتفع سعر السهم في السوق يحقق أرباحاً رأسمالية، غير أن السهم المستحدث يتفوق على السهم التقليدي في أنه يحقق نوع من الحماية وذلك إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض، أما بالنسبة لإحتمال

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، ج1، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2014، ص ص: 337، 339، 371.

التعرض إلى خسائر فيكون في الحالة التي تتخفف فيها القيمة السوقية للسهم دون أن تصل إلى المستوى الموجب للتعويض وبالتالي فبالخسائر لن تتجاوز قيمة الفرق بين سعر شراء السهم وبين السعر المنخفض الذي وصل إليه السهم.

### 7-3- قروض الرهن العقاري المعكوسة:

ترتبط قروض الرهن العقاري بإمكانية شراء مسكن بقرض تقدمه مؤسسة مالية يسدد فيها المقترض أصل القرض والفوائد على أقساط دورية، غير أن قروض الرهن العقاري المنتظمة المعكوسة فهي إبتكار جديد من إبتكارات الهندسة المالية، ومفهوم هذا النوع من القروض يكمن في وجود شخص متقدم في السن ويرغب في تحسين مستواه المعيشي، ويرغب في الحصول على قرض رهن عقاري منتظم معكوس من خلال التعاقد مع مؤسسة مالية تشتري منه المنزل الذي يملكه والذي يكون قد ورثه أو إشتراه من موارده الذاتية، بحيث يتم تسديد القيمة على أقساط شهرية تكون بمثابة دخلا إضافيا له، وفي كل مرة يحصل فيها على دفعة من قيمة بيع المنزل تتناقص قيمة ملكيته الخاصة في العقار إلى أن يحصل على كافة الأقساط المتفق عليها، وحينئذ تكون ملكيته مساوية للصفر، وبنهاية العقد يكون المنزل قد أصبح مملوكا للمقرض، وفي ذات السياق يمك للشخص المسن طلب شراء نفس المسكن من نفس المؤسسة المقرضة في مقابل أقساط شهرية يسدها وذلك على افتراض أن بائع العقار رشيد قام بادخار جزء من الأقساط التي يحصل عليها حماية لنفسه، وبالتالي تستخدم تلك الموارد لتمويل إعادة شراء العقار بقرض رهن عقاري عادي وكل ذلك في حالة أنه ليس لديه دخل آخر من مصدر آخر يمكن أن يعتمد عليه في تمويل أقساط القرض.

### رابعاً - الأدوات المالية المستحدثة:

#### 1- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

عادة ما يكون من ضمن صلاحيات البنوك أن تنشئ أجهزة أو هيئات من نوع خاص تعرف بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، حيث تقوم هذه الهيئات بتجميع المدخرات من الأفراد والهيئات المالية عن طريق إصدار أسهم عادية ثم تقوم باستخدام الأموال في شراء أوراق مالية متداولة في البورصة، وتتمثل الميزة الأساسية لهذه الهيئات في قدراتها وخبراتها في تجميع المعلومات وتكوين المحافظ وتنويعها، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل المخاطر، ويمكن أن نميز بين نوعين من هذه الهيئات هما: \* شركات الإستثمار ذات رأسمال متغير SICAV وصندوق التوظيف الجماعي FCP.

\* OPCVM: organisme de placement collectif en valeurs mobilières, SICAV :societe d'investissement a capital variable, FCP : fond commun de placement

تقوم هيئات التوظيف الجماعي بدور كبير في تجميع المدخرات، وذلك لأنها تقدم خدمات تقنية وإحترافية للمدخرين الصغار وتمكنهم من تحقيق الأرباح وبالتالي فهي تقدم كفاءات ذات مستوى عال لتسيير الممتلكات، كما أنه يتم الجوء إلى هذه الهيئات من أجل تحقيق ثلاث أهداف متضاربة هي الأمان السيولة والمردودية.

#### أ- شركات الإستثمار ذات رأسمال متغير SICAV:

هي عبارة عن شركات مساهمة يتكون رأسمالها من أسهم تقوم بمعاملات محظورة على الشركات المغلقة، تم إنشاؤها لأول مرة من قبل الأمريكيين عام 1940 على شكل " MUTUAL FUNDS " أما في فرنسا فقد تم المصادقة على القوانين الخاصة بإنشاء هذا النوع من الشركات سنة 1957 إلا أنها لم تدخل حيز التنفيذ إلا بعد 7 سنوات أي سنة 1963.

تتمتع هذه الشركات بالشخصية المعنوية عكس صناديق التوظيف المشتركة، وهي تهدف إلى جمع الإدخارات الفردية وإعادة استثمارها في الأوراق المالية بمالها من خبرة ومعرفة وذات مصلحة مباشرة في المشاركة والتوظيف، فهي تجمع المدخرات وتصدر مقابلها وثائق استثمارية ثم تعيد توظيفها في الأوراق المالية سواء في السوق الأولية أو في البورصات، وتستفيد من الأرباح المحققة مشاركة بينها وبين المدخرين طبقاً لنظامها الأساسي، فعندما تعمل هذه الشركات في إصدار الوثائق الاستثمارية (مجال تجميع الأوراق) فإنها تعمل في إطار السوق الأولية، أما عندما توظف الأموال المجمعة في الأوراق المالية فهي تعمل في إطار السوق الثانوية من خلال السماسرة.

لقد سميت هذه الشركات بهذا الإسم نسبة إلى رأسمالها المتغير، حيث يرجع تغير مركزها المالي إلى كون هذه الشركات هي التي تقوم بتنظيم سوق أسهمها بنفسها دون اللجوء إلى البورصة، فإن أراد مساهم بيع أسهمه تقوم الشركة بشرائها وهذا ما يؤدي إلى إنخفاض رأسمالها، في حين من يريد الإنضمام إليها لا يحتاج إعطاء أمر في البورصة بل يكفي بأن يتقدم لشبابيك المؤسسة المصرفية أو المالية التي توظف الأوراق المالية للشركة المعنية وذلك بدفع ثمن السهم، وبذلك يرتفع رأس مال الشركة عن طريق الإكتتاب. تتحمل شركات ذات رأس المال المتغير مصاريف الشراء والإصدار من جهة والتي تطرح من رأس مالها، مصاريف التسيير من جهة أخرى والتي تطرح من الأرباح الموزعة، حيث يتم مراقبة مصاريف التسيير من طرف لجنة عمليات البورصة والتي وضعت لها مجالاً يتراوح عموماً بين 1% و 2% من متوسط الأصول والتي يتم تقييمها بصورة دورية. ومن بين أهم الخصائص التي تتميز بها شركات الإستثمار ذات الرأس المال المتغير أنها:

- تتمتع بالشخصية القانونية.
- ملكية الأوراق فيها تكون ملكية فردية.
- فترة التوظيف بالمال في هذه الشركة لصاحبه غير محدودة.
- تتميز الأوراق بنيل قسيمة الأرباح (dividend) في نهاية السنة.

- ينحصر نشاطها من خلال المعاملة في أسواق المال عن طريق شراء الأسهم والسندات.
- غياب أي سقف للإكتتاب: حيث لا يوجد مبالغ أقصى للإكتتاب.
- المردود غير مغطى من الضريبة.

#### ب- صندوق التوظيف الجماعي FCP:

تعرف هذه الصناديق بأنها ملكية مشتركة في القيم المنقولة، فهي تتمثل في مجموعة من القيم المنقولة والمبالغ الموظفة والمملوكة من طرف عدة أشخاص الذين يقع عليهم حق الملكية غير القابلة للتجزئة، حيث لا يمكن الخروج من مشاركة الصندوق إلا بعد إعادة شراء الحصص.

يتم تأسيس هذه الملكية المشتركة من طرف شركة أسهم التي تتكفل بتسييرها، وفي هذه الحالة لا يتمتع المدخر بسطة مراقبة التسيير فهو يتحصل على عائدات مساهماته، بينما تتمثل سلطته العقابية الوحيدة في سحب أمواله، إلى جانب ذلك يتكون كل صندوق من مودع يتكفل بإستقبال الأصول ومن مسير يخول له سلطة واسعة فهو من يؤمن إدارة الصندوق وتقييم المحافظ المعنية بالإضافة إلى تحديد القواعد الضرورية للتسيير بعد موافقة لجنة مراقبة عمليات البورصة، وتتميز صناديق التوظيف الجماعي بالخصائص التالية:

- ملكية جماعية للحصص.
- فترة التوظيف محددة عادة بأكثر من سنة عادة بين 03 سنوات و 08 سنوات.
- الأرباح المحصل عليها في السنة تضاف من جديد إلى رأسماله وترسمل للمدة المحددة أي تحقيق الربح يعاد توظيفه في السنة المقبلة.
- هناك سقف للإكتتاب أي حد أقصى وحد أدنى.
- يتميز مردود الصندوق بالإعفاء من الضرائب.

#### 2- صناديق الإستثمار:

صناديق الإستثمار هي هيئات تقوم بإستثمار الأموال المجمعة في الصندوق، وذلك بشراء جزء من رأس مال المؤسسة التي يستثمرون فيها الأموال، وتقوم هذه الصناديق بدور كبير في تطوير المؤسسات الناشئة التي لا يمكنها الإقتراض من البنوك ولا الدخول إلى الأسواق المالية (وبالتحديد إلى البورصة)، وتعد صناديق الإستثمار أحد الأدوات التي يتم التعامل بها من طرف شركات الإستثمار، ويمكن التمييز بين صناديق الإستثمار التالية: صناديق النمو، صناديق الإستثمار ذات رأس مال المخاطر، صناديق الإستثمار ذات الإيراد، صناديق الإستثمار ذات الإيراد والنمو.

فضلا عن ذلك، تعتبر صناديق الإستثمار أحد الأدوات التي تتعامل بها شركات الإستثمار، وهي مؤسسات مالية غير مسموح لها بقبول الودائع، ومن ثم فإن مصادر التمويل بالنسبة لها تتمثل في

مواردها الذاتية وفيما تقتضيه من المؤسسات المالية الأخرى، كما يمكن لها أن تحصل على الأموال من خلال ما تصدره من أسهم وسندات.

تتميز شركات الإستثمار بمساهمتها في التقليل من نسبة المخاطرة، حيث يمكن الحصول على مجموعة متنوعة من الإستثمارات موزعة على عدد كبير من الشركات، هذا ما يؤدي إلى تقليل المخاطرة المتعلقة بسوء أداء إحدى هذه الشركات أو إفلاسها، كما توجد ميزة أخرى وهي إدارة هذه الإستثمارات من قبل خبراء في البورصة.

تنقسم شركات الإستثمار وفقا لرأس المال إلى نوعين هما:<sup>1</sup>

**-شركات الإستثمار المفتوحة:** وهي شركات تتميز بأنها تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود، وأنها تقدم عروضاً مستمرة بلا إنقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع لجمهورها، وتتميز شركات الإستثمار المفتوحة بأن عدد الأسهم التي تحتويها محفظة صندوق الإستثمار الذي تديره غير ثابت وغير محدد، وإنما ينقلب نتيجة عمليات البيع والشراء والإسترداد، ويبقى الصندوق الذي تديره هذه الشركات مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاط الصندوق ظل قائماً. وبإمكان المستثمر شراء وثائق من هذا الصندوق عندما يشاء وبإمكانه كذلك بيع هذه الوثائق عندما يشاء، وذلك بعد إخطار قصير المدى قد لا يتجاوز الأسبوع، وفي هذه الحالة يقوم الصندوق بإصدار وثائق جديدة لسد الفراغ الذي تركه أي مستثمر يبيع وثائقه.

وتتميز شركات الإستثمار المفتوحة كذلك أنها تكون جاهزة ومستعدة دائماً لرد قيمة وثائق الإستثمار عند الطلب، غير أنه لا يجوز قيد أو تداول وثائق الإستثمار التي تصدرها شركات الإستثمار المفتوحة في بورصة الأوراق المالية، ولكن يتم الشراء والإسترداد عن طريق وكلاء توزيع وثائق صناديق الإستثمار، وذلك بموجب الإعلان الدوري عن قيمة الوثيقة.

**-شركات الإستثمار المغلقة:** هي تلك الشركات التي تقتصر على فئة محددة أو مختارة من المستثمرين، وعادة يكون لها هدف محدد وعمر محدد يصفى بعده الصندوق الذي تديره وتوزع عوائده على المستثمرين، وتتاح صناديق هذه الشركات بصفة دورية بين الحين والآخر وذلك إذا تبين لخبراء الإستثمار أن هناك فرصة جيدة متاحة للإستثمار في مجال معين.

تبيع هذه الشركات الأسهم أو الوثائق التي تصدرها، ولكنها لا تلتزم بإعادة شرائها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها، أي أن صناديق هذه الشركات لا تلتزم بإسترداد الوثائق التي تصدرها، وإنما يتم تداولها في سوق الأوراق المالية مثلها مثل أسهم أي شركة مساهمة أخرى على أساس أسعار السوق.

<sup>1</sup>- نزيه عبد المقصود مبروك، "صناديق الإستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص ص: 97-98.

فضلا عما سبق تقديمه، لا يعني إستثمار الأموال في شركات الإستثمار إختيارا عشوائيا للأسهم أو ترك كل القرارات المتعلقة بالإستثمار لمديرين الإستثمار بها، فيمكن أن يكون للمستثمر مقدار معين من التحكم والإختيار عن طريق شراء أسهم شركات الإستثمار الملائمة، حيث توجد شركات إستثمار متخصصة في أسواق البورصة الصاعدة مثل إستانبول والبعض الآخر يركز على دول المحيط الهادي وخاصة اليابان، كما أن بعضا منها يركز على شراء أسهم الشركات الصغيرة، والبعض الآخر يقوم بالمخاطرة بالتعامل في أسهم الشركات التي لها سجل نجاح متقلب، كما تتخصص بعض الشركات الأخرى في التعاملات الخاصة ببورصات دول أوروبا أو الولايات المتحدة الأمريكية والبعض الآخر في مجال التكنولوجيا... ويميل مديرو شركات الإستثمار بصفة عامة إلى أن يكونوا أكثر جرأة في أساليب الإستثمار المتبعة عن مديري شركات التوظيف برأس مال متغير،<sup>1</sup> كما يوجد نوع آخر من شركات الإستثمار والتي تكون لها فترة سريان محددة تحصل خلالها فئة واحدة من الأسهم على كل العائد، وعندما تنتهي فترة سريانها، تحصل الفئة الأخرى من الأسهم على الأرباح من خلال بيع الأسهم.

يتم إدراج شركات الإستثمار في قائمة أسعار البورصة، لذلك يمكن لأي شخص أن يعرف بصورة يومية أداء سعر السهم، وبالتالي يمكن مقارنته بأسعار الأسهم الأخرى، ومن الممكن حساب قيمة الأصول التي تملكها إحدى شركات الإستثمار فهي عبارة عن أسهم تخص شركات أخرى وأسعارها تكون متاحة بصورة عامة ماعدا تلك المتخصصة في شركات القطاع الخاص، وبمعرفة القيمة الحالية للأصول الأساسية، يمكن للفرد مقارنتها بسعر سهم شركة الإستثمار وسيوضح أن القليل منها فقط هو الذي سيكون أقل من قيمة الأصول.

### 3- صناديق التحوط:

تعتبر من أسرع الأدوات المالية نموًا في العالم، خاصة وأنها تتميز عن صناديق الإستثمار الأخرى بأنها تعتبر أوعية إستثمارية خاصة\* تضم عددا محددًا من المستثمرين، غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الإستثمارية، لكونها تتمثل في عقد شراكة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق، وبالتالي فليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الإستثمار ومن حيث إستخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف، ولعل هذا ما جعلها في كثير من الأحيان تشكل خطرا يهدد النظام المالي.

<sup>1</sup> - مايكل بيكت، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

\* تعتبر صناديق التحوط من الأوعية الإستثمارية الخاصة بالأثرياء، وما يفسر ذلك هي القيمة العالية للإشتراك بالصندوق والتي تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك. ومن جهة أخرى، فإن الأجرة التي يتقاضاها مدير الصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 2.1% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح.

ومن أجل تدنية حجم المخاطر التي تنجم عن إنتشار صناديق التحوط تم إتخاذ جملة من الإجراءات أهمها:<sup>1</sup>

- وضع قيود على نشاط البنوك التجارية في تمويل صناديق التحوط وحرمانها من أهم مصدر للرفع المالي.

- إلترام صناديق التحوط بالتقيد بقواعد الحيطة والحذر، خاصة فيما يتعلق بمراعاة الحد الأدنى للأموال الخاصة بما يتناسب وحجم الأصول على غرار ما هو معمول به في البنوك، والذي من شأنه إرغام مسيري صناديق التحوط على التقليل من المخاطرة والإستعمال المفرط للرفع المالي، حيث أثبتت هذه الأزرمة المالية على أن الخطر النظامي لم يعد يقتصر على الجهاز المصرفي فقط، فحجم هذه الصناديق والعلاقة القوية التي تربطها بالنظام المصرفي جعلتها سبب في الخطر النظامي ولذلك توجب إخضاعها لنفس القيود التنظيمية.

- إلزام الصناديق على رفع الحد الأدنى لقيمة الحصص، الأمر الذي من شأنه تقليص عدد المستثمرين وحرمانهم من جزء كبير من مواردها، كما يجب توعية المستثمرين وحثهم على الإهتمام بكيفية إدارة أموالهم والأخطار التي يتحملونها.

وفي ذات السياق، تعتبر صناديق التحوط أنها تلك الشركات التي تستخدم تشكيلا واسعة من الأدوات المالية مثل بيع الأسهم على الهامش، المشتقات المالية والرافعة المالية وذلك في أسواق متنوعة، حيث تكون إستثمارات هذه الصناديق مرتفعة، تهدف إلى المحافظة على رأس المال بفضل تقنيات تحوطية مثل الخيارات، وهي تستهدف المتعاملين الأغنياء سواء كانوا خواص أو مؤسساتيون، وهي بذلك لا تختلف كثيرا عن صناديق الإستثمار الكلاسيكية التي تستثمر خصوصا في الأسهم والسندات والتي تهدف إلى تحقيق الأداء المطلوب أي أداء معادل نسبيا لأداء مؤشر البورصة.

من اهم المزايا التي ترتبط بصناديق التحوط أنها:

- توفر الحرية للمستثمر في تنفيذ إستراتيجيه إستثماراته لتعظيم العائد.
- هي أوعية إستثمارية خاصة تضم عدد محدد من المستثمرين حيث غالبا لا يزيد عن 499 مستثمر غرضه الإستثمار في الأوراق المالية.
- غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الرقابة المرتبطة بها مراقبة صناديق الإستثمار، لأن صناديق التحوط هي عقد شراكة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق.
- هي أوعية خاصة بالأغنياء لأن قيمة الإشتراك في الصندوق هي ما بين 50 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى.

<sup>1</sup>- بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزرمة المالية 2008، "، الملتقى الدولي حول الأزرمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص:19.

- الإسترداد يتم شهريا أو سنويا.
- ليس هناك قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الإستثمار من حيث إستخدام المشتقات الرفع المالي والبيع على المكشوف.
- يتقاضى مدير الصندوق أجر عالىة من 1% إلى 2% من قيمة الأصول بالإضافة إلى 20% من الأرباح.

#### 4- الصناديق السيادية:

نشأت صناديق الثروة السيادية في فترة الخمسينيات من القرن الماضي وتحديدا سنة 1953م بالكويت لكنها شهدت تطورا ونموا كبيرا خلال السنوات العشرين الأخيرة فأغلب صناديق الثروة السيادية في العالم أنشئت في السنوات القليلة الماضية، وقد أصبحت صناديق الثروة السيادية تكتسب أهمية كبيرة ومنتزيدة في النظام النقدي والمالي الدولي وذلك راجع الى تأثيرها على الاستقرار المالي والتدفقات الرأسمالية في انحاء العالم كافة أي تجنب الوقوع في الازمات المالية التي تمثل اضطرابا حادا فصناديق الثروة السيادية قامت بدور كبير للحد من اثار الازمات المالية والانتكاسات التي شهدتها الأسواق المالية العالمية.

تعرف الصناديق السيادية على أنها صناديق مملوكة من قبل الدولة تستثمر الدولة من خلال هذه الصناديق في الأسهم والسندات هذه الاستثمارات لديها منظور طويل الاجل وعادة ما تهدف الى دعم الشركات المحلية والدولة عندما ستحتاج الأموال.

كما أن صناديق الثروة السيادية هي مكتسبات مهمة واختيارات الاستثمارات متعددة جدا حسب الصناديق وحسب الدول التي تراقبها ففي معظم الأحيان تمتع هذه الصناديق عن الاستثمار في مؤسسة معرضة للخطر من اجل تقليل احتمالات الخسائر فهي تستثمر بشكل رئيس في المؤسسات الاستراتيجية التي تساعد في النمو الاقتصادي للدولة.

كذلك، يمكن تعريف صناديق الثروة السيادية على انها عبارة عن صناديق مملوكة ومسيرة من طرف الدولة تقوم بتسيير ثروات واحتياطات مالية للدولة ونعمل على تحقيق مجموعة من الأهداف المالية والاقتصادية من خلال الاستثمار في أصول مالية وتختلف مصادر هذه الصناديق باختلاف ومصادر كل دولة، ومن بين أهم الفروقات بين صناديق الثروة السيادية ومختلف الهيئات المالية في الدولة أن:

- تتميز عن البنك المركزي من حيث أهدافها فهي تسعى للاستثمار لا لإدارة السياسة النقدية والمصرية للدولة

- تتميز عن صناديق المعاشات العمومية من طريقة الحصول على مواردها بالإضافة الى ان صناديق الثروة السيادية تهدف الى تمويل الأجيال القادمة.

- تتميز كذلك عن المؤسسات العمومية فهذه الأخيرة تأخذ شكل مؤسسات تجارية تخضع للقانون التجاري أما صناديق الثروة السيادية فهي صناديق استثمار وتقوم المؤسسات العمومية أساسا في إنتاج السلع والخدمات اما صناديق الثروة السيادية فتستثمر في أصول مالية.

لقد أصبحت صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية الدولية محل اهتمام ومن ثم انتباها متزايدا ونفسر ذلك أولا بالتزايد السريع لحجمها وثانيا بظهور عدة صناديق ثروة سيادية جديدة على مستوى العالم وأثر أزمة الرهن العقاري أدى ذلك وساهم في تحويل الأنظار الى هؤلاء المتعاملين الجدد في النظام المالي الدولي، وتكمن أهمية صناديق الثروة السيادية أيضا في انها تهدف الى تمكين الحكومات من تنويع الاستثمارات خارج الاقتصادات الوطنية والبحث عن افاق عائدات مثيرة للاهتمام في أماكن أخرى وبطريقة مختلفة وضمان المحافظة على الثروة للأجيال القادمة وتتميتها حيث تلعب صناديق الثروة السيادية دورا هاما ومتشعبا على الساحة المحلية والعالمية فهي تؤثر على الاقتصاد والتنمية سواء كان ذلك بالنسبة للدول المالكة لها او الدول المستقبلة لها بالإضافة الى ذلك فهي تقوم بدور رئيس في استقرار النظام المالي العالمي.

كذلك، تقوم صناديق الثروة السيادية بدور مهم في التنمية فهي تساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الشقين (الاجتماعي والاقتصادي) والتي يمكن ان تعزز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد المعنى فلها دور على اقتصاد الدول المالكة لها والدول المستقبلة لها حيث يمكن ان يمارس التأثير الموازن لصناديق الثروة السيادية بطرق متنوعة فعلى المستوى الوطني أعطت هذه الأخيرة للسلطات العمومية القدرة على تسيير مداخل رؤوس الأموال مع حل المشاكل الهيكلية المستمرة الامر الذي مكنتها من دعم النمو الاقتصادي لبعض الدول النامية اما على المستوى الدولي فبسبب حجمها المعتبر واستراتيجيتها في الاستثمار على المدى الطويل أصبحت صناديق الثروة السيادية قادرة على توفير السيولة والاستثمار عكس التيار لمساعدة الأسواق العالمية في فترات الازمة الاقتصادية ويختلف دور صناديق الثروة السيادية حسب الغرض الذي أسست من أجله ونوعها.

##### 5- شهادات الإستثمار:

شهادة الاستثمار هي قيمة منقولة، نسبيا حديثة العهد في عام 1983، تم استحداثها في فرنسا. وقد جاء ذلك متأخرا بالنسبة لدول أخرى مثل الولايات المتحدة الأمريكية. شهادة الاستثمار هي مثل السهم، تعطي لصاحبها حق الحصول على أقساط ربح Dividende تكون أكبر من تلك التي يحصل عليها حملة الاسهم، وذلك كتعويض عن فقدان حق التصويت. بالمقابل، فهي تختلف مع السهم في كونها لا تعطيه حق التصويت، أي أنها تحرمه من مراقبة رأس مال الشركة. كما أن شهادة الاستثمار تعطي الحق لصاحبها في الاستفادة من أسهم مجانا في حالة توزيعها على المساهمين، وفي الاكتتاب في حالة إصدارات جديدة .

يتم استحداث شهادات استثمار من قبل شركات عمومية أو خاصة، إما بمناسبة زيادة رأس مال الشركة أو بمناسبة تجزئة أسهم كانت موجودة. عادة أن لا يتجاوز حجمها نسبة 25% من رأس المال الاجتماعي للشركة، مما يجعل مستوى سيولتها ضعيفا. تجدر الإشارة إلى أن إصدار شهادات استثمار يكون مرفقا بإصدار شهادات حق تصويت، لكن هذه الأخيرة لا تمنح لمكتتبيها.

### خلاصة:

تعتبر أدوات الهندسة المالية الأدوات التي تسمح بشراء أو بيع مخاطر مستقبلية كما تساعد على سيولة الأسواق وتستعملها البنوك كضمانات ضد المخاطر المالية، وهي تتمتع بمزايا كبيرة تشير في الوقت نفسه إلى حجم المخاطر التي تتجم عن استخدامها والتي تتعلق بنوعية الأهداف المطلوب تحقيقها وكذا سلامة الاحتياطات الواجب اتخاذها فسوء استعمال المشتقات وتحول أهداف التعامل بها إلى المضاربة بالتوقعات وعدم الالتزام بقواعد وأسس التسيير السليم لهذه الأنشطة بالإضافة إلى غياب رقابة فعالة أدت كلاً إلى آثار كارثية في عديد المرات كما أنه حتى التعامل مع آثار هذه الهزات نظراً لتعقد طبيعتها لم يعد بالأمر الهين، وهو الأمر الذي يؤكد على ضرورة إعادة تحديد دور هذه الأدوات ضمن الصناعة المالية والمصرفية بما يتطلبه من تأكيد على مزاياها واستعمالاتها الهادفة وتحجيم والحد من الاستخدامات غير المناسبة لها.

### المحور السادس: تقنيات الهندسة المالية

ترتكز الهندسة المالية على مجموعة من الآليات والتقنيات تهدف من خلالها إلى إدارة المخاطرة وتقديم فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وكذلك عزل هذه المخاطرة بشكل منفرد ومن ثم إدارة كل مخاطرة على حدى، بالإضافة إلى أنها تتيح لإدارة المؤسسات المالية وسائل فعالة وكفئة لتخفيض درجة المخاطرة عموماً.

إنطلاقاً من ذلك، يهدف هذا المحور إلى تقديم مختلف المفاهيم المرتبطة بكل من المشتقات المالية والتوريق باعتبارهما الركائز الأساسية التي يقوم عليها مفهوم الهندسة المالية، وذلك من خلال تقديم:

أولاً- المشتقات المالية

ثانياً- التوريق

### تمهيد:

تعتبر المشتقات المالية بأنها أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر، حيث تشتق قيمتها من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره يعتمد على موجود آخر يشتق منه، ويمكن أن يتمثل هذا الموجود إما في الأوراق المالية أو العملات أو المؤشرات.

وإلى جانب المشتقات المالية، يعتبر التوريق في الأساس تقنية من تقنيات المالية الدولية، تم ابتكارها خلال عقد الثمانينات من القرن العشرين حيث أصبحت التقنية توظف على نطاق واسع، خاصة على مستوى الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، حيث كثيرا ما يتم استخدامها من قبل البنوك من أجل تحقيق أهداف عدة كالتخلص أو إبعاد بعض المخاطر عن حساباتها، تعزيز نسبة رؤوس أموالها الخاصة، وتسيير حصيلتها.

## أولاً-المشتقات المالية:

### 1-تعريف المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها:

"تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل، فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن أنواع منها : المستقبليات الخيارات العقود الآجلة والمبادلات، وسميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره تعتمد على -أو تشتق من- موجود آخر".<sup>1</sup>

كذلك، تعتبر عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر بإحترام إلزام مماثل، وقد يتعلق العقد بأصل مالي أو بعملة معينة، كما قد يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.<sup>2</sup>

### 2-أهمية المشتقات المالية:

تكمن أهمية المشتقات المالية لكون إصدارها يكون بهدف تحسين إدارة رأس المال بدلا من تجميع المزيد منه،<sup>3</sup> بالإضافة إلى أنها تعتبر عنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات وأيضا لأنها تساهم بشكل كبير في إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك واستخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تنوب عن الأوراق الأصلية، هذا إلى جانب أنها تسعى إلى تحقيق أهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة، وتتمثل أهم هذه الأهداف في التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد كالتغير في معدلات العائد وأسعار الأسهم أسعار الصرف وأسعار السلع بما في ذلك الذهب، وكذا المضاربة بها للإستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات، بالإضافة إلى إستخدامها بهدف الإستثمار طويل الأجل والمتمثل في الإحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ إستحقاق العقد.

فضلا عن ذلك، ترجع أهمية المشتقات المالية إلى كونها:<sup>4</sup>

-إبتداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع في الأدوات التقليدية بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.

<sup>1</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية(عقود المبادلات، الخيارات، المبادلات)، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2011، ص:15.

<sup>2</sup> - Gérard Marie Henry, " les marchés financiers", Armand colin, Paris,1999, p65

<sup>3</sup> - برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص:21.

<sup>4</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:21.

- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.
- تقليل تكاليف مصدري الأدوات المشتقة والمستثمرين فيها، مع رفع عوائد الإستثمار وتنوعها إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار المتاحة وتقليل مخاطر الخسارة.

### 3- خصائص المشتقات المالية وأهم المشاركين فيها:

- أصبحت المؤسسات المالية تتنافس فيما بينها وتتسابق لإبتكار أحدث الأدوات المالية وطرحها في الأسواق لجذب المستثمرين للتعامل بها، وذلك بفضل الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأدوات والمنتجات المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص:<sup>1</sup>
- أن التعامل بها يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.
- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك بإستخدام أموال أقل مما لو اشترت موجودات تظهر في الميزانية.
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد، وتوسع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
- تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً. ويرجع تداول المشتقات المالية لمجموعة متنوعة من الأسباب منها:<sup>2</sup>
- تمكن المستعملين من التغطية لبعض المخاطر الموجودة مسبقاً من خلال إتخاذ مواقف في أسواق المشتقات التي تعوض الخسائر المحتملة في السوق الأساسي أو في مكان معين ومعظم المستعملين للمشتقات يصفون أنفسهم المتحوطون.
- إستعمال أسلوب المضاربة أي إتخاذ مواقف لتحقيق الربح من تحركات الأسعار المتوقعة، ومن الصعب التمييز ما إذا كانت تجارة معينة للتحوط والمضاربة، وأسواق نشطة تتطلب مشاركة كل من المتحوظين والمضاربيين.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي ، "الهندسة المالية و أدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص:110.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق.

من جهة أخرى، يمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين:

\* المستخدمون النهائيون الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة، وهم يتمثلون في مختلف المؤسسات المالية والبنوك وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين والإستثمار وصناديق الإستثمار...

\* الوسطاء المتعاقدين الذين يلبون إحتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات من خلال صناعة الأسواق لهذه الأدوات الجديدة وذلك مقابل تحقيق الأرباح، ويتمثل هؤلاء الوسطاء في شركات الإستثمار والمصارف الفعالة في الأسواق المالية العالمية والتي تهدف من وراء التعامل بالمشتقات المالية إلى: تسعير المنتجات النقدية، المتاجرة لأغراض تحقيق الأرباح.

#### 4-أنواع المشتقات المالية:

يكمُن الغرض الأساسي للمشتقات المالية في إيجاد طرق وسبل مناسبة تساعد المستثمرين في إستراتيجيات مواجهة المخاطرة، وأيضاً من أجل الحصول على ميزة أفضل لإكتساب فرص مربحة متنوعة أو لتحويط المحفظة الإستثمارية ضد المخاطر المختلفة، وتختلف أنواع المشتقات المالية حسب نوع التعامل ورغبة المستثمر في إدارة مخاطره والحماية من التقلبات السعرية ومن أجل ذلك تتضمن المشتقات المالية أنواعاً عديدة مثل المستقبلات الخيارات العقود الآجلة والمبادلات وذلك ما سيتم تقديمه من خلال هذه المفاهيم:<sup>1</sup>

#### 4-1 الخيارات:

تعتبر الخيارات أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير الأسعار وتقلباتها، كما يستخدمها المضاربون لتحقيق الأرباح، وهي عبارة عن إتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه مصدرُ الخيار حامل الخيار (حامل العقد) الحق دون الإلتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، وبالتالي فهي عقود تعطي الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك، بحيث يمكن أن تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية، ويمنح المشتري هذا الحق مقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الخيار تدفع لمصدر الخيار، ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع أو شراء الأصل محل الخيار بسعر التنفيذ أو الممارسة. أما فيما يتعلق بعلاوة الخيار والتي يطلق عليها أحياناً بالعلاوة الزمنية أو سعر الخيار فهي تتأثر بعدة عوامل منها سعر التنفيذ، تاريخ النفاذ، سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، أسعار الأسهم الحالية ودرجة

<sup>1</sup> - حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 19. (بالتصرف).

تقبلها، توزيعات الربح المتوقعة، ويعتمد تأثير كل واحدة من هذه العوامل على نوع الخيار (شراء أو بيع) وعلى طريقة تنفيذه.<sup>1</sup>

إنطلاقاً من ذلك، تقوم عقود الخيار بتنظيم الإتفاق بين أطراف العلاقة التي تتمثل في كل من المستثمر وهو حامل الخيار وبائع العقد أي محرره، كما يضم العقد مجموعة من العناصر الأساسية وهي:<sup>2</sup>

- البائع والمشتري ويمثلان طرفي العقد.

- نوع الأصل محل التعاقد وكمية العقود وكمية الأصول في كل عقد بالإضافة إلى تاريخ العقد.
- سعر التنفيذ أو المضاربة وهو السعر المثبت على الموجود الذي يمكن بواسطته شراء الموجود أو بيعه عند تنفيذ الخيار.

- علاوة الخيار: حيث يحصل المستثمر على الخيار بعد أن يقوم بدفع مبلغ العلاوة الذي يدفعه مشتري الخيار لكاتب الخيار سواء كان الخيار خيار شراء أو خيار بيع.

- تنفيذ الخيار: والذي يقصد به الإتفاق عن بيع الموجود أو شرائه.

- تاريخ صلاحية الخيار الذي يستطيع بواسطته حامل الخيار تنفيذه.

وفي ذات السياق، يمكن التطرق إلى الخصائص التالية المرتبطة بالخيارات:<sup>3</sup>

- يكون لمشتري الخيار الحرية الكاملة في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، فهو حق وليس إلتزام، غير أنه يبقى ملزماً للطرف الآخر (محرر أو بائع الخيار) في حالة تنفيذ المشتري له.

- في حالة التعامل بخيار على الأسهم، فإنه لا توجد علاقة بين الشركة المصدرة للسهم وبين أطراف عقد الخيار.

- يسمى السعر المتفق عليه والمحدد في عقد الخيار بسعر التعاقد أو بسعر التنفيذ، أما سعر السوق فهو السعر الذي يباع به الأصل في السوق الحاضر لحظة تنفيذ العقد.

- يدفع مشتري الخيار مبلغاً معيناً غير قابل للرد في شكل علاوة محددة للطرف الآخر (محرر أو بائع الخيار)، ولا ترتبط هذه العلاوة بتنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه من جانب المشتري بل هي مقابل إلتزام البائع بتنفيذ العقد.

إضافة إلى كل ما سبق، يتم التعامل بعقود الخيارات من طرف فئات مختلفة وذلك حسب الغرض من ذلك، ومن أجل ذلك يمكن تصنيف عقود الخيار إلى خيار البيع وخيار الشراء، فمثلاً تقوم المصارف بشراء خيار شراء أو بيع خيار بيع لحماية عائد موجودات المصرف من الإنخفاض، كما أنها تقوم بشراء خيار بيع أو بيع خيار شراء عندما تريد حماية نفسها ضد إرتفاع تكاليف الودائع والقروض الأخرى،

<sup>1</sup>- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:351.

<sup>2</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:183.

<sup>3</sup>- محمد خلة توفيق، الهندسة المالية-الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار-، ط1، دار الفكر الجامعي، 2001، الإسكندرية، ص:101.

وتتفرع عقود الخيارات إلى عدة أنواع، وذلك حسب الأداة (أو السلعة) موضوع العقد أو حسب أطراف التعامل، وذلك كما يلي:<sup>1</sup>

\* الخيارات حسب الأداة موضوع العقد:

- **عقود خيارات أسعار الفائدة:** وهي عقود يلتزم بمقتضاها أحد طرفي العقد (بائع الحق) بضمان حد أقصى لمعدلات الفائدة لا يتم الزيادة عنه (في حالة قيام مشتري العقد بالإقراض) أو حد أدنى لمعدل الفائدة في حالة قيام مشتري الحق بالإستثمار أو بالجمع بين النظامين، وذلك مقابل مكافأة أو عمولة.

- **عقود خيارات أسعار الصرف:** هي عقود تعطي الحق لمشتريها في إتمام عملية شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية في تاريخ محدد في المستقبل، فقد يتفق مشتري العقد (الحق) مع محرر العقد على شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل علاوة الدفع، وهنا يحتفظ مشتري العقد بحق تنفيذ العملية أو عدم التنفيذ.

- **عقود خيارات المؤشرات:** هي عقود الخيار التي يكون موضوعها مؤشر للسوق المالية يمثل تشكيلة مكونة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، ولا يختلف هذا العقد عن عقود خيار البيع أو الشراء للأوراق المالية، إلا أنه في هذا العقد لا يتم تسليم الأوراق المالية موضوع المؤشر بالبيع أو الشراء.

\* الخيارات من ناحية أطراف العقد:

- **عقد خيار الشراء (call option):** وهو عبارة عن عقد قابل للتداول يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات لفترة معينة وبسعر محدد، فهو مستخدم من أولئك الذين يتوقعون إرتفاع أسعار الأسهم في السوق وهو ما يعبر عنه بإستخدام حقوق الشراء في المتاجرة أو المضاربة.

- **عقد خيار البيع (option put):** هو عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه الحق بأن يبيع لمحرر العقد وهو بائع حق الخيار أسهما بسعر معين وفي تاريخ محدد، ويتم إستخدامه من أولئك الذين يتوقعون إنخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد من خلال عمليات المضاربة.

- **عقد خيار مزدوج (double option):** وهو عقد يجمع بين خيار الشراء والبيع معا، وبمقتضاه يكون لحامل العقد الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية أو بائعا لها، وذلك حسب مصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا إرتفعت أسعار السوق كان مشتريا وإذا إنخفضت كان بائعا.

وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الخيارات تتأثر بمجموعة من العوامل، من بينها:<sup>2</sup> سعر الأصل الأساسي سواء كان أسهم أو سندات أو غيرها، درجة تغير سعر الأصل الأساسي، سعر تنفيذ حق الخيار والوقت

<sup>1</sup> - ملياني حكيم، شوقي طارق، "المشتقات المالية من أدوات التحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية"، مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014، ص ص: 06-07.

<sup>2</sup> - ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية(العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)"، ط1، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، 2014، ص: 337.

المتبقي حتى إستحقاق الخيار، بالإضافة إلى كل من سعر الفائدة الجاري ونسبة توزيع الأرباح إذا كان الأصل الأساسي سهما.

ومن الخيارات كذلك، خيار أوروبي الذي لا يمكن تنفيذه إلا في تاريخ محدد وخيار أمريكي والذي يمكن تنفيذه في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد، وتجدر الإشارة إلى أنه توجد على مستوى بورصة الأوراق المالية جهة ثالثة تضمن وفاء طرفي عقد الخيار بتعهداتهم وهي غرفة المقاصة أو بيوت السمسرة، حيث تتم هذه العمليات الآجلة الشريطية (الخيارات) دون حاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين المتعاقدين، وبالتالي يتكون عقد الخيار في بورصة الأوراق المالية من ثلاثة أطراف هي بائع الخيار ومشتري الخيار وغرفة المقاصة أو بيوت السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة، ولا بد في عقد الخيار من تحديد مجموعة من العناصر هي الأصل محل التعاقد وسعر التعاقد، تاريخ إنقضاء عقد التعاقد ومبلغ التعويض (العلوة)، صنف الخيار (أمريكي أو أوروبي)، ونوع عقد الخيار (بيع أو شراء).<sup>1</sup>

#### 4-2 المبادلات:

تسمى أيضا بالمقايضات وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد،<sup>2</sup> فهي تعتبر عن إتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق تحديدها، فالتبادل بالأساس هو إستبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر، وتستعمل عقود المبادلة لتحقيق غرضين أساسيين هما تخفيض مخاطر تغير أسعار الفائدة وتخفيض كلفة التمويل.

وعقود المبادلات بإعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية) وتكون ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيار، حيث تمكن هذه التقنية المدين من تغيير العملة التي منح بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه،<sup>3</sup> ومن أشهر عمليات المبادلات نجد:<sup>4</sup>

- **عقود مبادلات أسعار الصرف:** هي عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحدهما وبيع الأخرى حسب السعر الفوري، وفي نفس الوقت إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة على الإيداع والإقراض لكل من العملتين.

<sup>1</sup> - بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، "إدارة المخاطر - إدارة المخاطر لمشتقات المالية، الهندسة المالية"، ط1، دار الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص:99.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص:86.

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002، ص:220.

<sup>4</sup> - ملياني حكيم، شوقي طارق، مرجع سبق ذكره، ص:09.

- عقود مبادلات أسعار الفائدة: هي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض، ونميز بين نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة، إما عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة: وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة (المقترض) إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، ويحصل على الفرق بين السعرين إذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى، أو عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة: يهدف من خلالها مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار الفائدة.

- عقود المبادلات المبادلات الخيارية: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الإلتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الإتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، ويكمن الغرض من المبادلة الخيارية في إتاحة الفرصة للعميل المقترض للإستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكنه إحتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن إبتكارها، حيث يمكن أن نميز بين أنواع عقود المبادلات الأخرى والتي من أهمها: مبادلة الإستحقاق المستمر، مبادلة إستحقاق الخزنة، مبادلة أصل الدين ومبادلة حقوق الملكية، المبادلات السلعية،....

#### 3-4 العقود الآجلة:

تعرف العقود الآجلة بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد، ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل. فهي لا تختلف عن المستقبلات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية، بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد بها سوقا ثانوية، وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعة في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات.<sup>1</sup>

إلى جانب ذلك، تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- المرونة: حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية، هذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شرط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف.
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الإتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.
- تتضمن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الإئتمان أو مخاطر العجز عن السداد.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرواس، "السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:24.

<sup>2</sup> بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سبق ذكره، ص ص:124-125.

- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الإتفاق بين الطرفين.
- تتحدد قيمة العقد الآجل في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

#### 4-4 العقود المستقبلية:

هي عقود قانونية معيارية وإتفاقية تجهيز يمكن تحويلها إلى تاريخ تسليم آجل، وبحجم ومقدار محدد من سلعة معينة وبسعر محدد، تستخدم لتغطية أنواع متعددة من السلع، وبذلك فإن العقود المستقبلية شأنها شأن العقود الآجلة تشير إلى إتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينهما في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، غير أن الإختلاف الجوهرى بين هذه العقود يتمثل في كون أن العقود المستقبلية هي عقود معيارية يتم تحديد شروطها في بورصة المستقبلات أما أطراف العقد الآجل فلا يتحددون بالموصفات المعيارية وإنما فهم أحرار في تحديد كمية ونوعية الموجود ووقت التسليم.<sup>1</sup>

كذلك، تعتبر المستقبلات عقود تلزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم من خلاله. تختلف عقود المستقبلات عن الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات، بينما يتعين على طرفي عقود المستقبلات إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد.

ويشترط في العقود المستقبلية توافر مجموعة من العناصر هي البائع، المشتري، تاريخ العقد، نوع الأصل محل العقد والذي يمكن أن يكون بضاعة ورقة مالية مؤشر عملة...، تاريخ التسليم (التسوية) أي تاريخ إتمام عملية التبادل، الكمية، سعر التنفيذ أو سعر التسوية ومكان وطريقة التسليم.

أما بالنسبة لخصائص العقود المستقبلية فهي تتمثل في:<sup>2</sup>

- يتم شراء العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي يكون مرتفعا.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.

<sup>1</sup>- حاكم محسن الربيعي، مرجع سبق ذكره، ص:31.

<sup>2</sup>- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سبق ذكره، ص ص:131-132.

- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد، كما يشترط في السلعة أن تكون قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة وأن تكون ذات قيمة مقارنة بحجمها، هذا بالإضافة إلى ضرورة وجود طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

- لضمان تنفيذ الإلتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى "MARGIN" تتراوح قيمته عادة بين 5%-15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم إسترداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد.

## ثانياً - التوريق:

يتمثل التوريق في إمكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل القروض إلى أوراق مالية في صورة أسهم أو صكوك أو سندات، مما يعطي للدائن فرصة لترويج قروضه بعد تحويلها إلى أوراق مالية في البورصات المالية أي تحويل الدون المستحقة تجاه مدينه إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصة، وبالتالي يزيد حجم ونوع هذه الأوراق والمضاربين عليها، الأمر الذي يساهم في تطوير البورصة وإنعاش حركة التداول بها.

### 1-تعريف التوريق وأهم أساليبه:

التوريق في الأساس هي تقنية من تقنيات المالية الدولية، تم ابتكارها خلال عقد الثمانينات من القرن العشرين، خلال السنوات الأخيرة أصبحت هذه التقنية توظف على نطاق واسع، خاصة على مستوى الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة. يتم استخدامها من قبل البنوك من أجل تحقيق أهداف عدة كالتخلص أو إبعاد بعض المخاطر عن حساباتها، تعزيز نسبة رؤوس أموالها الخاصة، وتسيير حصيلتها.

يرتبط التوريق بتحويل أصول مالية قليلة السيولة إلى أصول مالية عالية السيولة، من بين شروط تقنية التوريق أن تكون الأصول التي يراد توريقها متجانسة، مثل قروض الرهن العقاري أو قروض الاستهلاك. بمقتضى عملية توريق تتحول القروض إلى سندات قابلة للتداول، أي يمكن تسيلها بسرعة.

هناك ثلاثة فاعلون في عملية توريق: المتنازل وهو الدائن في أول الأمر، الكيان المستحدث لهذا الغرض وهو الذي يقوم بعملية التوريق، أي إصدار سندات جديدة، المستثمر وهو المكتتب في السندات الجديدة.

إلى جانب ذلك، يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية:

أما بالنسبة لأساليب التوريق فهي تتمثل في:

- إستبدال الدين: يسمح تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب بإستبدال الحقوق والإلتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

- التنازل: يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الإستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم بإسترداد المبلغ من المؤجرين.

- المشاركة الجزئية: يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الإئتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

## 2- أهمية التوريق وكيفية سير عمله:

تظهر أهمية التوريق من خلال قدرته على الرفع من كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، كما أنه يسهل تدفق التمويل لعمليات الإئتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.

من جهة أخرى، يسمح التوريق بتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات إرتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى بالإضافة إلى رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أن التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات.

كذلك، يساهم التوريق في التقليل من مخاطر الإئتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة، وبالتالي إنحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وتخفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.

هذا بالإضافة إلى كونه أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

إنطلاقاً من ذلك، يمكن توضيح أهم الأركان التي تنطوي عليها عملية التوريق:

- وجود علاقة دائنة أصلية بين الدائن والمدين كالعلاقة بين البنك والمقرض والفرد أو الشركة أو الحكومة المقترضة، بالإضافة إلى رغبة الدائن في التخلص من الدين وتحويله إلى جهة أخرى.
- قيام الجهة المحال لها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية وذلك بإسناد الأوراق المالية إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.
- وجود مستثمر الذي يشتري السندات الجديدة ثم يقوم بتحصيل فوائدها في المواعيد المستحقة.

يمكن الإشارة إلى بعض المخاطر المترتبة عند التوريق كالمخاطر الائتمانية والمخاطر الدولية والتي لا فقط تعلق بالدين ومخاطر السوق، وإنما المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف والأوراق المالية.

إلى جانب ماسبق، تتم العملية عن طريق قيام البنك المعني باستحداث كيان وسيط خاص لهذا الغرض، يقوم بشراء الذمم موضوع التوريق عن طريق اقتراض يتم من خلال قيامه بإصدار سندات تعرض للاكتتاب في السوق تستند إلى محفظة الأصول؛ بحيث يتم تخصيص الإيراد لشراء حزمة الأصول موضوع التوريق؛ وبذلك يكون البنك قد أخرج الأصول المعنية من حصيلته نهائياً. أي أنه عندما تتم عملية التوريق يتم تحويل المخاطر من المؤسسة المتخلفة عن الأصول إلى المستثمرين الجدد. تجدر الإشارة إلى أن عملية التوريق تتم دون دراية من مدين البنك، أي العون أو الأعوان الاقتصاديين الذين تستند إلى ديونه لدى البنك الأصول موضوع التوريق.

وتجدر الإشارة إلى أنه خلال العقدين الأخيرين، أي التسعينات من 20 والعشرية الأولى من القرن 21، عرفت تقنية التوريق انتشاراً واسع النطاق على مستوى الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، وعلى مستوى الاقتصاديات الناشئة بدرجة أقل؛ وكان ذلك يتم أساساً في إطار تسيير حصيلة البنوك.

إلى جانب ذلك، ينبغي التمييز ما بين التوريق الكلاسيكي والتوريق الاصطناعي **synthétique**، هذا الأخير الذي يتم وفقاً له تحويل المخاطر فقط دون بيع الأصول المالية التي تم توريقها.

حيث تبدأ عملية التوريق الاصطناعي من إنتاج مشتق قرض **dérivé de crédit** باعتباره في آن واحد عامل تغطية وعقد بين الكيان الذي تم استحداثه لغرض القيام بعملية التوريق الاصطناعي والمؤسسة التي ترغب في تحويل مخاطر الأصول المعنية إلى الغير. مقابل هذا العقد يدفع الشاري للتغطية من المخاطر علاوة. يقوم الكيان بإصدار أصول مالية قابلة للتداول، يتم الاكتتاب فيها من قبل مستثمرين جدد، بحيث تخصص الإيرادات المالية المتأتية لا لدفع قيمة الأصول المورقة بل لشراء أصول مالية أخرى تكون قليلة المخاطر، مثل أذون الخزينة العمومية، لأن العقد يقضي فقط بشراء التغطية من المخاطر وليس بيع الأصول المورقة اصطناعياً. وهكذا تكون عملية التوريق الاصطناعي قد تمت وهي لا تستهدف تمكين صاحب الأصول من الحصول على السيولة بل تهدف فقط إلى تسيير المخاطر المتعلقة بها.

عند تاريخ الاستحقاق يقوم الكيان ببيع أذون الخزينة بحيث يدفع للمؤسسة الشارية للتغطية المبلغ اللازم من المال في حالة تحقق المخاطر، أي حصول خسائر، أما المبلغ الباقي فيتم تخصيصه لتسديد قيمة السندات المصدرة، تجدر الإشارة إلى أنه في حالة تحقق خسائر فإن إيرادات بيع أذون الخزينة قد تكون غير كافية لتسديد قيمة السندات، وهو ما من شأنها أن يثير مشاكل.

### 3- إجراءات التوريق وآلية عمله:

تتمثل أهم إجراءات التوريق فيما يلي :

عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لآخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا طريق من ثلاثة: فإما أن يطرح أسهما لزيادة رأس المال للإكتتاب العام، أو يلجأ للإقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو أخيراً، يطرح سندات مديونية للإكتتاب العام، وهو ما يعد قرصاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة ولآجال طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطريق الأول، أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية.

في حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح حق الدائنين حق إمتياز أو إختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، وفي كل الأحوال فإن الدائنين سيعولون - بالدرجة الأولى - في شأن الوفاء بديونهم على البنك، فإذا ما تعرض لإضطراب يخل بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس، فإنّ الوفاء بقيمة السندات يصبح معرضاً لخطر العجز عن الوفاء أو على الأقل الوفاء المتأخر لآجال غير معلومة أو منضبطة. أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن يُثار تساؤل حول كيفية تنفيذ ذلك.

حيث يبيع البنك بعض أصوله المضمونة بسعر منخفض لمنشأة متخصصة - غالباً ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط - يطلق عليها "وسيلة ذات غرض خاص من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها إنتمانياً، فتدخل الأصول في الدّمة المالية للبنك المتخصّص وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق، هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائنًا بها لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالباً مقترضين، وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).

تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقاً مالية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق (LBO) Leveraged Buyout وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحياناً اسم "المصدر"، وغالباً ما تلجأ الـ (SPV) للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدنيين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.

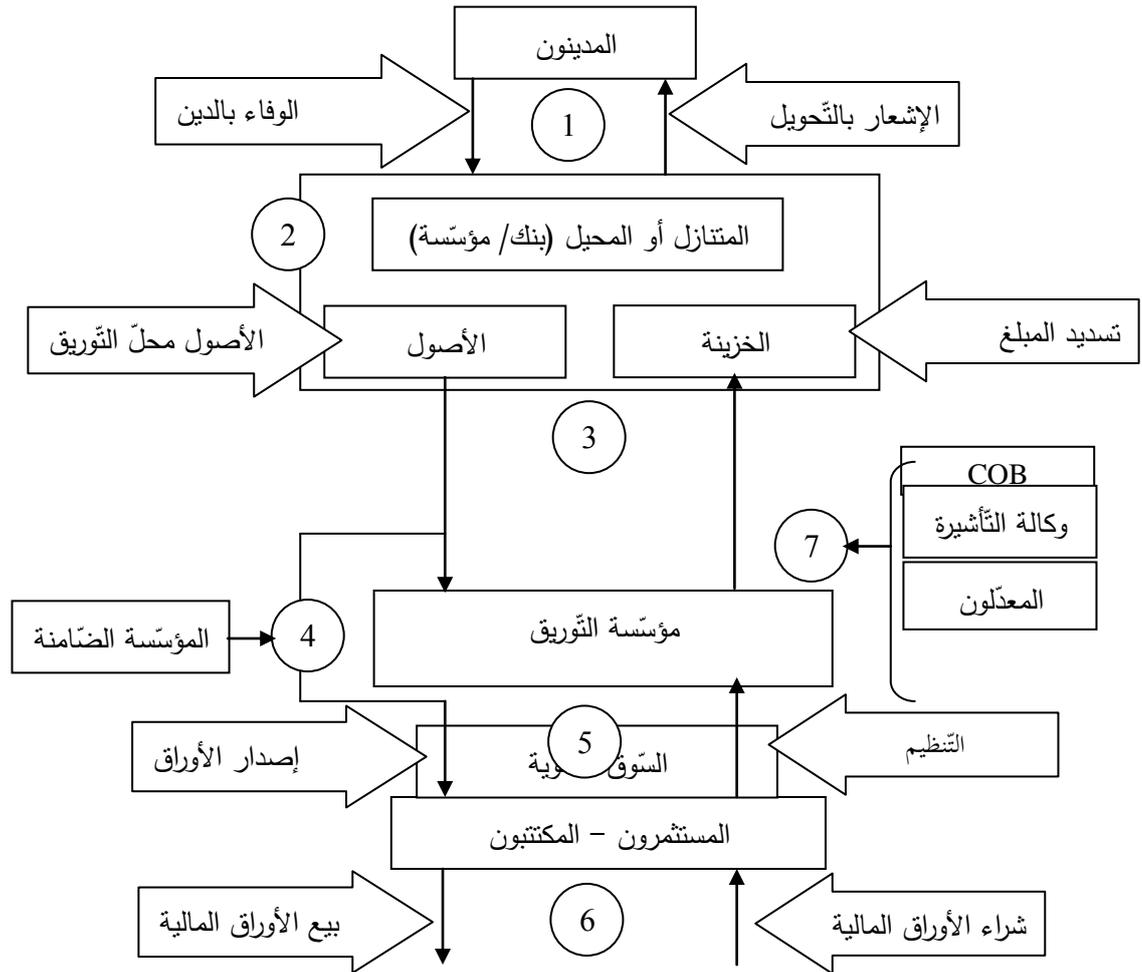
المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد، دون أن يعني كثيراً بإئتمان البنك البائع لسندات المديونية.

الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته وبين هذه السندات ذاتها يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ إستحقاق مديونياته لدى المدنيين الأصليين (المقترضين غالباً) زيادة قدرته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره (SPV) من الأوراق المالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر

هذه الأوراق المالية وتحمل مصاريف إصدارها وما يرتبط بذلك الإصدار من عمليات الترويج والدعاية والإكتتاب...إلخ.

يتعين على البنك البادئ للتوريق والـ SPV ضرورة الإتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ إستحقاق المتحصلات النقدية من المدينين وتواريخ إستحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم. يجب أن يحرص أطراف صفة التوريق على التوفيق ما بين قيم الفوائد المقررة على الديون الأصلية وقيم الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين. ومن خلال الشكل الموالي تتضح لنا آلية عمل التوريق:

### آلية عمل التوريق :



بيانات الشكل:

- 1- للبنك أو المؤسسة المتنازلة (Cédant) دين على مدين ما الذي يجب على هذا الأخير أن يوفّي به، والذي يُمنح له إشعار بتحويله.
- 2- يملك البنك أو المؤسسة المتنازلة الأصول محل التوريق التي هي جزء من الديون إتجاه المدينين.
- 3- تحويل الأصول وإسترجاع قيمة الديون المباعة.

- 4- الضمان برفع وتبعية الأوراق المالية.
- 5- إصدار الأوراق المالية من طرف مؤسسة التوريق.
- 6- بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية من طرف المكتتبين.
- 7- تعديل، تسعير، موافقة لجنة عمليات البورصة (COB)، تدوين المعلومات.

#### 4- التوريق كقناة رئيسية لنقل الأزمة:

إن إنجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يأتي بدون تكلفة أو بدون مخاطر، إنما هناك تكلفة تتمثل في تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصروفات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية، ودفع أجور القائمين بعملية التوريق، وتكاليف الإستشارات المحاسبية والقانونية، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتى تتناسب مع تقنية التوريق. ومن ناحية أخرى، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الإئتمان، ومخاطر الضمان، وحالات الإفلاس سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض، ومخاطر السوق، بالإضافة إلى مخاطر مؤسسية للجهات العاملة في التوريق، ومخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة.

فبالإضافة إلى ما يمكن أن يحققه التوريق من أهداف، كزيادة درجة سيولة الأعوان الاقتصاديين ومن تم ضمان تخصيص أمثل للادخار العالمي، وإعادة هيكلة حصيلة المؤسسات الاقتصادية المعنية، وتوزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من الأعوان الاقتصاديين بحيث تقل درجة خطورتها، فإنه، أي التوريق، يشكل إحدى أهم قنوات نقل عدوى الأزمات المالية عبر وحدات القطاع المالي الوطني للدولة الواحدة ومن تم عبر دول العالم بصفة عامة؛ في حالة عدم التحكم في الأزمة المالية فإنها ستتعمق وتنتقل عدواها إلى مستوى الاقتصاد الحقيقي؛ وهي الحالة التي تنطبق على الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الحالية. لقد قام المستثمرون المؤسسيون بإخراج الأصول المالية الرديئة من ميزانياتهم وتحميل مخاطرها لغيرهم؛ وبذلك تكون تقنية التوريق قد تحولت من تقنية تستخدم لتحقيق أهدافها المذكورة إلى قناة نقل العدوى عبر النظام المالي والاقتصادي العالميين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - مجبونة مسعود، مرجع سبق ذكره، ص:40.

## خلاصة:

لقد أصبحت الأدوات المشتقة مصدرا مباشرا ومنظما لإيرادات العديد من المؤسسات المصرفية والمالية وذلك من خلال قيام هذه المؤسسات بنشاطات عديدة في مجال صناعة الأسواق وذلك من خلال الدخول في صفقات مع العملاء وغيرهم من المتعاملين في أسواق المشتقات مع الإحتفاظ دوما بمراكز متوازنة للمحافظ المالية .

كذلك، أصبح اللجوء إلى التوريق كأحد الإبتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل ضرورة تتطلبها التطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية، إذ يعتبر التوريق من السياسات التمويلية الحديثة، فهو تقنية مالية مستحدثة تفيد تحويل القروض إلى الأوراق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وبالتالي تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، وبذلك يعتبر التمويل أقل تكلفة مقارنة بالإقتراض المصرفي بالنسبة للمؤسسات المقترضة وخاصة يرفع التوريق القدرة التّمولية للبنوك، كما يساهم في تطوير الدور التمويلي لسوق الأوراق المالية بضخ أوراق مالية جديدة، وخلق علاقات تمويلية بين قطاعات مختلفة، بالإضافة إلى نشر الشفافية وتفعيل دور مؤسسات التصنيف الائتماني.

### المحور السادس: تقنيات الهندسة المالية

ترتكز الهندسة المالية على مجموعة من الآليات والتقنيات تهدف من خلالها إلى إدارة المخاطرة وتقديم فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وكذلك عزل هذه المخاطرة بشكل منفرد ومن ثم إدارة كل مخاطرة على حدى، بالإضافة إلى أنها تتيح لإدارة المؤسسات المالية وسائل فعالة وكفئة لتخفيض درجة المخاطرة عموماً.

إنطلاقاً من ذلك، يهدف هذا المحور إلى تقديم مختلف المفاهيم المرتبطة بكل من المشتقات المالية والتوريق باعتبارهما الركائز الأساسية التي يقوم عليها مفهوم الهندسة المالية، وذلك من خلال تقديم:

أولاً- المشتقات المالية

ثانياً- التوريق

### تمهيد:

تعتبر المشتقات المالية بأنها أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر، حيث تشتق قيمتها من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره يعتمد على موجود آخر يشتق منه، ويمكن أن يتمثل هذا الموجود إما في الأوراق المالية أو العملات أو المؤشرات.

وإلى جانب المشتقات المالية، يعتبر التوريق في الأساس تقنية من تقنيات المالية الدولية، تم ابتكارها خلال عقد الثمانينات من القرن العشرين حيث أصبحت التقنية توظف على نطاق واسع، خاصة على مستوى الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، حيث كثيرا ما يتم استخدامها من قبل البنوك من أجل تحقيق أهداف عدة كالتخلص أو إبعاد بعض المخاطر عن حساباتها، تعزيز نسبة رؤوس أموالها الخاصة، وتسيير حصيلتها.

## أولاً-المشتقات المالية:

### 1-تعريف المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها:

"تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل، فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن أنواع منها : المستقبليات الخيارات العقود الآجلة والمبادلات، وسميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره تعتمد على -أو تشتق من- موجود آخر".<sup>1</sup>

كذلك، تعتبر عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر بإحترام إلزام مماثل، وقد يتعلق العقد بأصل مالي أو بعملة معينة، كما قد يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.<sup>2</sup>

### 2-أهمية المشتقات المالية:

تكمن أهمية المشتقات المالية لكون إصدارها يكون بهدف تحسين إدارة رأس المال بدلا من تجميع المزيد منه،<sup>3</sup> بالإضافة إلى أنها تعتبر عنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات وأيضا لأنها تساهم بشكل كبير في إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك وإستخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تنوب عن الأوراق الأصلية، هذا إلى جانب أنها تسعى إلى تحقيق أهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة، وتتمثل أهم هذه الأهداف في التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد كالتغير في معدلات العائد وأسعار الأسهم أسعار الصرف وأسعار السلع بما في ذلك الذهب، وكذا المضاربة بها للإستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات، بالإضافة إلى إستخدامها بهدف الإستثمار طويل الأجل والمتمثل في الإحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ إستحقاق العقد.

فضلا عن ذلك، ترجع أهمية المشتقات المالية إلى كونها:<sup>4</sup>

-إبتداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع في الأدوات التقليدية بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.

<sup>1</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية(عقود المبادلات، الخيارات، المبادلات)، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2011، ص:15.

<sup>2</sup> - Gérard Marie Henry, " les marchés financiers", Armand colin, Paris,1999, p65

<sup>3</sup> - برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص:21.

<sup>4</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:21.

- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.  
 - تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.  
 - تقليل تكاليف مصدري الأدوات المشتقة والمستثمرين فيها، مع رفع عوائد الإستثمار وتنوعها إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار المتاحة وتقليل مخاطر الخسارة.

### 3- خصائص المشتقات المالية وأهم المشاركين فيها:

أصبحت المؤسسات المالية تتنافس فيما بينها وتتسابق لإبتكار أحدث الأدوات المالية وطرحها في الأسواق لجذب المستثمرين للتعامل بها، وذلك بفضل الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأدوات والمنتجات المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص:<sup>1</sup>  
 - أن التعامل بها يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.  
 - يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك بإستخدام أموال أقل مما لو اشترت موجودات تظهر في الميزانية.  
 - تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد، وتوسع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.  
 - تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً. ويرجع تداول المشتقات المالية لمجموعة متنوعة من الأسباب منها:<sup>2</sup>  
 - تمكن المستعملين من التغطية لبعض المخاطر الموجودة مسبقاً من خلال إتخاذ مواقف في أسواق المشتقات التي تعوض الخسائر المحتملة في السوق الأساسي أو في مكان معين ومعظم المستعملين للمشتقات يصفون أنفسهم المتحوظون.  
 - إستعمال أسلوب المضاربة أي إتخاذ مواقف لتحقيق الربح من تحركات الأسعار المتوقعة، ومن الصعب التمييز ما إذا كانت تجارة معينة للتحوط والمضاربة، وأسواق نشطة تتطلب مشاركة كل من المتحوظين والمضاربين.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي ، "الهندسة المالية و أدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص:110.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق.

من جهة أخرى، يمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين:

\* المستخدمون النهائيون الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة، وهم يتمثلون في مختلف المؤسسات المالية والبنوك وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين والإستثمار وصناديق الإستثمار...

\* الوسطاء المتعاقدين الذين يلبون إحتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات من خلال صناعة الأسواق لهذه الأدوات الجديدة وذلك مقابل تحقيق الأرباح، ويتمثل هؤلاء الوسطاء في شركات الإستثمار والمصارف الفعالة في الأسواق المالية العالمية والتي يهدف من وراء التعامل بالمشتقات المالية إلى: تسعير المنتجات النقدية، المتاجرة لأغراض تحقيق الأرباح.

#### 4-أنواع المشتقات المالية:

يكمُن الغرض الأساسي للمشتقات المالية في إيجاد طرق وسبل مناسبة تساعد المستثمرين في إستراتيجيات مواجهة المخاطرة، وأيضاً من أجل الحصول على ميزة أفضل لإكتساب فرص مربحة متنوعة أو لتحويط المحفظة الإستثمارية ضد المخاطر المختلفة، وتختلف أنواع المشتقات المالية حسب نوع التعامل ورغبة المستثمر في إدارة مخاطره والحماية من التقلبات السعرية ومن أجل ذلك تتضمن المشتقات المالية أنواعاً عديدة مثل المستقبلات الخيارات العقود الآجلة والمبادلات وذلك ما سيتم تقديمه من خلال هذه المفاهيم:<sup>1</sup>

#### 4-1 الخيارات:

تعتبر الخيارات أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير الأسعار وتقلباتها، كما يستخدمها المضاربون لتحقيق الأرباح، وهي عبارة عن إتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه مصدرُ الخيار حامل الخيار (حامل العقد) الحق دون الإلتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، وبالتالي فهي عقود تعطي الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك، بحيث يمكن أن تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية، ويمنح المشتري هذا الحق مقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الخيار تدفع لمصدر الخيار، ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع أو شراء الأصل محل الخيار بسعر التنفيذ أو الممارسة. أما فيما يتعلق بعلاوة الخيار والتي يطلق عليها أحياناً بالعلاوة الزمنية أو سعر الخيار فهي تتأثر بعدة عوامل منها سعر التنفيذ، تاريخ النفاذ، سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، أسعار الأسهم الحالية ودرجة

<sup>1</sup> - حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 19. (بالتصرف).

تقبلها، توزيعات الربح المتوقعة، ويعتمد تأثير كل واحدة من هذه العوامل على نوع الخيار (شراء أو بيع) وعلى طريقة تنفيذه.<sup>1</sup>

إنطلاقاً من ذلك، تقوم عقود الخيار بتنظيم الإتفاق بين أطراف العلاقة التي تتمثل في كل من المستثمر وهو حامل الخيار وبائع العقد أي محرره، كما يضم العقد مجموعة من العناصر الأساسية وهي:<sup>2</sup>

- البائع والمشتري ويمثلان طرفي العقد.

- نوع الأصل محل التعاقد وكمية العقود وكمية الأصول في كل عقد بالإضافة إلى تاريخ العقد.
- سعر التنفيذ أو المضاربة وهو السعر المثبت على الموجود الذي يمكن بواسطته شراء الموجود أو بيعه عند تنفيذ الخيار.

- علاوة الخيار: حيث يحصل المستثمر على الخيار بعد أن يقوم بدفع مبلغ العلاوة الذي يدفعه مشتري الخيار لكاتب الخيار سواء كان الخيار خيار شراء أو خيار بيع.

- تنفيذ الخيار: والذي يقصد به الإتفاق عن بيع الموجود أو شرائه.

- تاريخ صلاحية الخيار الذي يستطيع بواسطته حامل الخيار تنفيذه.

وفي ذات السياق، يمكن التطرق إلى الخصائص التالية المرتبطة بالخيارات:<sup>3</sup>

- يكون لمشتري الخيار الحرية الكاملة في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، فهو حق وليس إلتزام، غير أنه يبقى ملزماً للطرف الآخر (محرر أو بائع الخيار) في حالة تنفيذ المشتري له.

- في حالة التعامل بخيار على الأسهم، فإنه لا توجد علاقة بين الشركة المصدرة للسهم وبين أطراف عقد الخيار.

- يسمى السعر المتفق عليه والمحدد في عقد الخيار بسعر التعاقد أو بسعر التنفيذ، أما سعر السوق فهو السعر الذي يباع به الأصل في السوق الحاضر لحظة تنفيذ العقد.

- يدفع مشتري الخيار مبلغاً معيناً غير قابل للرد في شكل علاوة محددة للطرف الآخر (محرر أو بائع الخيار)، ولا ترتبط هذه العلاوة بتنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه من جانب المشتري بل هي مقابل إلتزام البائع بتنفيذ العقد.

إضافة إلى كل ما سبق، يتم التعامل بعقود الخيارات من طرف فئات مختلفة وذلك حسب الغرض من ذلك، ومن أجل ذلك يمكن تصنيف عقود الخيار إلى خيار البيع وخيار الشراء، فمثلاً تقوم المصارف بشراء خيار شراء أو بيع خيار بيع لحماية عائد موجودات المصرف من الإنخفاض، كما أنها تقوم بشراء خيار بيع أو بيع خيار شراء عندما تريد حماية نفسها ضد إرتفاع تكاليف الودائع والقروض الأخرى،

<sup>1</sup>- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:351.

<sup>2</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:183.

<sup>3</sup>- محمد خلة توفيق، الهندسة المالية-الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار-، ط1، دار الفكر الجامعي، 2001، الإسكندرية، ص:101.

وتتفرع عقود الخيارات إلى عدة أنواع، وذلك حسب الأداة (أو السلعة) موضوع العقد أو حسب أطراف التعامل، وذلك كما يلي:<sup>1</sup>

\* الخيارات حسب الأداة موضوع العقد:

- **عقود خيارات أسعار الفائدة:** وهي عقود يلتزم بمقتضاها أحد طرفي العقد (بائع الحق) بضمان حد أقصى لمعدلات الفائدة لا يتم الزيادة عنه (في حالة قيام مشتري العقد بالإقراض) أو حد أدنى لمعدل الفائدة في حالة قيام مشتري الحق بالإستثمار أو بالجمع بين النظامين، وذلك مقابل مكافأة أو عمولة.

- **عقود خيارات أسعار الصرف:** هي عقود تعطي الحق لمشتريها في إتمام عملية شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية في تاريخ محدد في المستقبل، فقد يتفق مشتري العقد (الحق) مع محرر العقد على شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل علاوة الدفع، وهنا يحتفظ مشتري العقد بحق تنفيذ العملية أو عدم التنفيذ.

- **عقود خيارات المؤشرات:** هي عقود الخيار التي يكون موضوعها مؤشر للسوق المالية يمثل تشكيلة مكونة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، ولا يختلف هذا العقد عن عقود خيار البيع أو الشراء للأوراق المالية، إلا أنه في هذا العقد لا يتم تسليم الأوراق المالية موضوع المؤشر بالبيع أو الشراء.

\* الخيارات من ناحية أطراف العقد:

- **عقد خيار الشراء (call option):** وهو عبارة عن عقد قابل للتداول يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات لفترة معينة وبسعر محدد، فهو مستخدم من أولئك الذين يتوقعون إرتفاع أسعار الأسهم في السوق وهو ما يعبر عنه بإستخدام حقوق الشراء في المتاجرة أو المضاربة.

- **عقد خيار البيع (option put):** هو عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه الحق بأن يبيع لمحرر العقد وهو بائع حق الخيار أسهما بسعر معين وفي تاريخ محدد، ويتم إستخدامه من أولئك الذين يتوقعون إنخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد من خلال عمليات المضاربة.

- **عقد خيار مزدوج (double option):** وهو عقد يجمع بين خيار الشراء والبيع معا، وبمقتضاه يكون لحامل العقد الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية أو بائعا لها، وذلك حسب مصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا إرتفعت أسعار السوق كان مشتريا وإذا إنخفضت كان بائعا.

وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الخيارات تتأثر بمجموعة من العوامل، من بينها:<sup>2</sup> سعر الأصل الأساسي سواء كان أسهم أو سندات أو غيرها، درجة تغير سعر الأصل الأساسي، سعر تنفيذ حق الخيار والوقت

<sup>1</sup> - ملياني حكيم، شوقي طارق، "المشتقات المالية من أدوات التحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية"، مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014، ص ص: 06-07.

<sup>2</sup> - ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية(العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)"، ط1، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، 2014، ص: 337.

المتبقي حتى إستحقاق الخيار، بالإضافة إلى كل من سعر الفائدة الجاري ونسبة توزيع الأرباح إذا كان الأصل الأساسي سهما.

ومن الخيارات كذلك، خيار أوروبي الذي لا يمكن تنفيذه إلا في تاريخ محدد وخيار أمريكي والذي يمكن تنفيذه في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد، وتجدر الإشارة إلى أنه توجد على مستوى بورصة الأوراق المالية جهة ثالثة تضمن وفاء طرفي عقد الخيار بتعهداتهم وهي غرفة المقاصة أو بيوت السمسرة، حيث تتم هذه العمليات الآجلة الشريطية (الخيارات) دون حاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين المتعاقدين، وبالتالي يتكون عقد الخيار في بورصة الأوراق المالية من ثلاثة أطراف هي بائع الخيار ومشتري الخيار وغرفة المقاصة أو بيوت السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة، ولا بد في عقد الخيار من تحديد مجموعة من العناصر هي الأصل محل التعاقد وسعر التعاقد، تاريخ إنقضاء عقد التعاقد ومبلغ التعويض (العلوة)، صنف الخيار (أمريكي أو أوروبي)، ونوع عقد الخيار (بيع أو شراء).<sup>1</sup>

#### 4-2 المبادلات:

تسمى أيضا بالمقايضات وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد،<sup>2</sup> فهي تعتبر عن إتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق تحديدها، فالتبادل بالأساس هو إستبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر، وتستعمل عقود المبادلة لتحقيق غرضين أساسيين هما تخفيض مخاطر تغير أسعار الفائدة وتخفيض كلفة التمويل.

وعقود المبادلات بإعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية) وتكون ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيار، حيث تمكن هذه التقنية المدين من تغيير العملة التي منح بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه،<sup>3</sup> ومن أشهر عمليات المبادلات نجد:<sup>4</sup>

- **عقود مبادلات أسعار الصرف:** هي عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحدهما وبيع الأخرى حسب السعر الفوري، وفي نفس الوقت إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة على الإيداع والإقراض لكل من العملتين.

<sup>1</sup> - بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، "إدارة المخاطر - إدارة المخاطر لمشتقات المالية، الهندسة المالية"، ط1، دار الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص:99.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص:86.

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002، ص:220.

<sup>4</sup> - ملياني حكيم، شوقي طارق، مرجع سبق ذكره، ص:09.

- عقود مبادلات أسعار الفائدة: هي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض، ونميز بين نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة، إما عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة: وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة (المقترض) إلى التحوط ضد مخاطر إرتفاع أسعار الفائدة، ويحصل على الفرق بين السعرين إذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى، أو عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة: يهدف من خلالها مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط ضد مخاطر إنخفاض أسعار الفائدة.

- عقود المبادلات المبادلات الخيارية: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الإلتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الإتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، ويكمن الغرض من المبادلة الخيارية في إتاحة الفرصة للعميل المقترض للإستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكنه إحتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن إبتكارها، حيث يمكن أن نميز بين أنواع عقود المبادلات الأخرى والتي من أهمها: مبادلة الإستحقاق المستمر، مبادلة إستحقاق الخزنة، مبادلة أصل الدين ومبادلة حقوق الملكية، المبادلات السلعية،....

#### 3-4 العقود الآجلة:

تعرف العقود الآجلة بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد، ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل. فهي لا تختلف عن المستقبلات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية، بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد بها سوقا ثانوية، وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعة في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات.<sup>1</sup>

إلى جانب ذلك، تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- المرونة: حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية، هذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شرط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف.
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الإتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.
- تتضمن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الإئتمان أو مخاطر العجز عن السداد.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرواس، "السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:24.

<sup>2</sup> بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سبق ذكره، ص ص:124-125.

- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الإتفاق بين الطرفين.
- تتحدد قيمة العقد الآجل في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

#### 4-4 العقود المستقبلية:

هي عقود قانونية معيارية وإتفاقية تجهيز يمكن تحويلها إلى تاريخ تسليم آجل، وبحجم ومقدار محدد من سلعة معينة وبسعر محدد، تستخدم لتغطية أنواع متعددة من السلع، وبذلك فإن العقود المستقبلية شأنها شأن العقود الآجلة تشير إلى إتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينهما في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، غير أن الإختلاف الجوهرى بين هذه العقود يتمثل في كون أن العقود المستقبلية هي عقود معيارية يتم تحديد شروطها في بورصة المستقبلات أما أطراف العقد الآجل فلا يتحددون بالمواصفات المعيارية وإنما فهم أحرار في تحديد كمية ونوعية الموجود ووقت التسليم.<sup>1</sup>

كذلك، تعتبر المستقبلات عقود تلزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم من خلاله. تختلف عقود المستقبلات عن الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات، بينما يتعين على طرفي عقود المستقبلات إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد.

ويشترط في العقود المستقبلية توافر مجموعة من العناصر هي البائع، المشتري، تاريخ العقد، نوع الأصل محل العقد والذي يمكن أن يكون بضاعة ورقة مالية مؤشر عملة...، تاريخ التسليم (التسوية) أي تاريخ إتمام عملية التبادل، الكمية، سعر التنفيذ أو سعر التسوية ومكان وطريقة التسليم.

أما بالنسبة لخصائص العقود المستقبلية فهي تتمثل في:<sup>2</sup>

- يتم شراء العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي يكون مرتفعا.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.

<sup>1</sup>- حاكم محسن الربيعي، مرجع سبق ذكره، ص:31.

<sup>2</sup>- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سبق ذكره، ص ص:131-132.

- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد، كما يشترط في السلعة أن تكون قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة وأن تكون ذات قيمة مقارنة بحجمها، هذا بالإضافة إلى ضرورة وجود طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

- لضمان تنفيذ الإلتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى "MARGIN" تتراوح قيمته عادة بين 5%-15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم إسترداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد.

## ثانياً - التوريق:

يتمثل التوريق في إمكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل القروض إلى أوراق مالية في صورة أسهم أو صكوك أو سندات، مما يعطي للدائن فرصة لترويج قروضه بعد تحويلها إلى أوراق مالية في البورصات المالية أي تحويل الدون المستحقة تجاه مدينه إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصة، وبالتالي يزيد حجم ونوع هذه الأوراق والمضاربين عليها، الأمر الذي يساهم في تطوير البورصة وإنعاش حركة التداول بها.

### 1- تعريف التوريق وأهم أساليبه:

التوريق في الأساس هي تقنية من تقنيات المالية الدولية، تم ابتكارها خلال عقد الثمانينات من القرن العشرين، خلال السنوات الأخيرة أصبحت هذه التقنية توظف على نطاق واسع، خاصة على مستوى الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة. يتم استخدامها من قبل البنوك من أجل تحقيق أهداف عدة كالتخلص أو إبعاد بعض المخاطر عن حساباتها، تعزيز نسبة رؤوس أموالها الخاصة، وتسيير حصيلتها.

يرتبط التوريق بتحويل أصول مالية قليلة السيولة إلى أصول مالية عالية السيولة، من بين شروط تقنية التوريق أن تكون الأصول التي يراد توريقها متجانسة، مثل قروض الرهن العقاري أو قروض الاستهلاك. بمقتضى عملية توريق تتحول القروض إلى سندات قابلة للتداول، أي يمكن تسيلها بسرعة.

هناك ثلاثة فاعلون في عملية توريق: المتنازل وهو الدائن في أول الأمر، الكيان المستحدث لهذا الغرض وهو الذي يقوم بعملية التوريق، أي إصدار سندات جديدة، المستثمر وهو المكتتب في السندات الجديدة.

إلى جانب ذلك، يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية:

أما بالنسبة لأساليب التوريق فهي تتمثل في:

- إستبدال الدين: يسمح تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب بإستبدال الحقوق والإلتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

- التنازل: يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الإستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم بإسترداد المبلغ من المؤجرين.

- المشاركة الجزئية: يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الإئتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

## 2- أهمية التوريق وكيفية سير عمله:

تظهر أهمية التوريق من خلال قدرته على الرفع من كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، كما أنه يسهل تدفق التمويل لعمليات الإئتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.

من جهة أخرى، يسمح التوريق بتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات إرتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى بالإضافة إلى رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أن التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات.

كذلك، يساهم التوريق في التقليل من مخاطر الإئتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة، وبالتالي إنحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وتخفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.

هذا بالإضافة إلى كونه أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

إنطلاقاً من ذلك، يمكن توضيح أهم الأركان التي تنطوي عليها عملية التوريق:

- وجود علاقة دائنة أصلية بين الدائن والمدين كالعلاقة بين البنك والمقرض والفرد أو الشركة أو الحكومة المقترضة، بالإضافة إلى رغبة الدائن في التخلص من الدين وتحويله إلى جهة أخرى.
- قيام الجهة المحال لها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية وذلك بإسناد الأوراق المالية إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.
- وجود مستثمر الذي يشتري السندات الجديدة ثم يقوم بتحصيل فوائدها في المواعيد المستحقة.

يمكن الإشارة إلى بعض المخاطر المترتبة عند التوريق كالمخاطر الائتمانية والمخاطر الدولية والتي لا فقط تعلق بالدين ومخاطر السوق، وإنما المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف والأوراق المالية.

إلى جانب ماسبق، تتم العملية عن طريق قيام البنك المعني باستحداث كيان وسيط خاص لهذا الغرض، يقوم بشراء الذمم موضوع التوريق عن طريق اقتراض يتم من خلال قيامه بإصدار سندات تعرض للاكتتاب في السوق تستند إلى محفظة الأصول؛ بحيث يتم تخصيص الإيراد لشراء حزمة الأصول موضوع التوريق؛ وبذلك يكون البنك قد أخرج الأصول المعنية من حصيلته نهائياً. أي أنه عندما تتم عملية التوريق يتم تحويل المخاطر من المؤسسة المتخلفة عن الأصول إلى المستثمرين الجدد. تجدر الإشارة إلى أن عملية التوريق تتم دون دراية من مدين البنك، أي العون أو الأعوان الاقتصاديين الذين تستند إلى ديونه لدى البنك الأصول موضوع التوريق.

وتجدر الإشارة إلى أنه خلال العقدين الأخيرين، أي التسعينات من 20 والعشرية الأولى من القرن 21، عرفت تقنية التوريق انتشاراً واسع النطاق على مستوى الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، وعلى مستوى الاقتصاديات الناشئة بدرجة أقل؛ وكان ذلك يتم أساساً في إطار تسيير حصيلة البنوك.

إلى جانب ذلك، ينبغي التمييز ما بين التوريق الكلاسيكي والتوريق الاصطناعي **synthétique**، هذا الأخير الذي يتم وفقاً له تحويل المخاطر فقط دون بيع الأصول المالية التي تم توريقها.

حيث تبدأ عملية التوريق الاصطناعي من إنتاج مشتق قرض **dérivé de crédit** باعتباره في آن واحد عامل تغطية وعقد بين الكيان الذي تم استحداثه لغرض القيام بعملية التوريق الاصطناعي والمؤسسة التي ترغب في تحويل مخاطر الأصول المعنية إلى الغير. مقابل هذا العقد يدفع الشاري للتغطية من المخاطر علاوة. يقوم الكيان بإصدار أصول مالية قابلة للتداول، يتم الاكتتاب فيها من قبل مستثمرين جدد، بحيث تخصص الإيرادات المالية المتأتية لا لدفع قيمة الأصول المورقة بل لشراء أصول مالية أخرى تكون قليلة المخاطر، مثل أذون الخزينة العمومية، لأن العقد يقضي فقط بشراء التغطية من المخاطر وليس بيع الأصول المورقة اصطناعياً. وهكذا تكون عملية التوريق الاصطناعي قد تمت وهي لا تستهدف تمكين صاحب الأصول من الحصول على السيولة بل تهدف فقط إلى تسيير المخاطر المتعلقة بها.

عند تاريخ الاستحقاق يقوم الكيان ببيع أذون الخزينة بحيث يدفع للمؤسسة الشارية للتغطية المبلغ اللازم من المال في حالة تحقق المخاطر، أي حصول خسائر، أما المبلغ الباقي فيتم تخصيصه لتسديد قيمة السندات المصدرة، تجدر الإشارة إلى أنه في حالة تحقق خسائر فإن إيرادات بيع أذون الخزينة قد تكون غير كافية لتسديد قيمة السندات، وهو ما من شأنها أن يثير مشاكل.

### 3- إجراءات التوريق وآلية عمله:

تتمثل أهم إجراءات التوريق فيما يلي :

عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لآخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا طريق من ثلاثة: فإما أن يطرح أسهما لزيادة رأس المال للإكتتاب العام، أو يلجأ للإقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو أخيراً، يطرح سندات مديونية للإكتتاب العام، وهو ما يعد قرصاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة ولآجال طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطريق الأول، أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية.

في حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح حق الدائنين حق إمتياز أو إختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، وفي كل الأحوال فإن الدائنين سيعولون - بالدرجة الأولى - في شأن الوفاء بديونهم على البنك، فإذا ما تعرض لإضطراب يخل بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس، فإنّ الوفاء بقيمة السندات يصبح معرضاً لخطر العجز عن الوفاء أو على الأقل الوفاء المتأخر لآجال غير معلومة أو منضبطة. أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن يُثار تساؤل حول كيفية تنفيذ ذلك.

حيث يبيع البنك بعض أصوله المضمونة بسعر منخفض لمنشأة متخصصة - غالباً ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط - يطلق عليها "وسيلة ذات غرض خاص من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها إنتمانياً، فتدخل الأصول في الدّمة المالية للبنك المتخصّص وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق، هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائنًا بها لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالباً مقترضين، وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).

تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقاً مالية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق (LBO Leveraged Buyout) وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحياناً اسم "المصدر"، وغالباً ما تلجأ الـ (SPV) للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدنيين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.

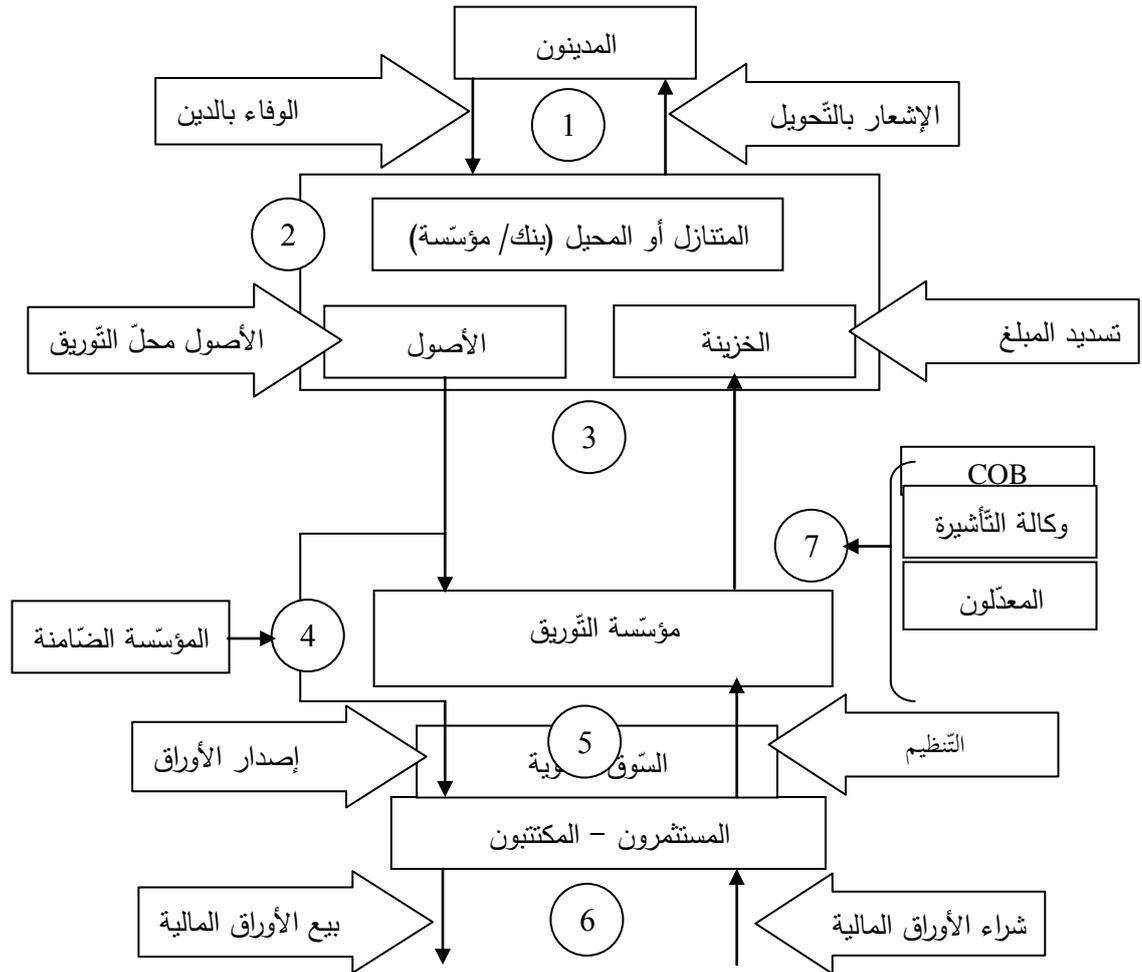
المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد، دون أن يعني كثيراً بإئتمان البنك البائع لسندات المديونية.

الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته وبين هذه السندات ذاتها يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ إستحقاق مديونياته لدى المدنيين الأصليين (المقترضين غالباً) زيادة قدرته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره (SPV) من الأوراق المالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر

هذه الأوراق المالية وتحمل مصاريف إصدارها وما يرتبط بذلك الإصدار من عمليات الترويج والدعاية والإكتتاب...إلخ.

يتعين على البنك البادئ للتوريق والـ SPV ضرورة الإتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ إستحقاق المتحصلات النقدية من المدينين وتواريخ إستحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم. يجب أن يحرص أطراف صفة التوريق على التوفيق ما بين قيم الفوائد المقررة على الديون الأصلية وقيم الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين. ومن خلال الشكل الموالي تتضح لنا آلية عمل التوريق:

### آلية عمل التوريق :



بيانات الشكل:

- 1- للبنك أو المؤسسة المتنازلة (Cédant) دين على مدين ما الذي يجب على هذا الأخير أن يوفي به، والذي يُمنح له إشعار بتحويله.
- 2- يملك البنك أو المؤسسة المتنازلة الأصول محل التوريق التي هي جزء من الديون إتجاه المدينين.
- 3- تحويل الأصول وإسترجاع قيمة الديون المباعة.

- 4- الضمان برفع وتبعية الأوراق المالية.
- 5- إصدار الأوراق المالية من طرف مؤسسة التوريق.
- 6- بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية من طرف المكتتبين.
- 7- تعديل، تسعير، موافقة لجنة عمليات البورصة (COB)، تدوين المعلومات.

#### 4- التوريق كقناة رئيسية لنقل الأزمة:

إن إنجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يأتي بدون تكلفة أو بدون مخاطر، إنما هناك تكلفة تتمثل في تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصروفات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية، ودفع أجور القائمين بعملية التوريق، وتكاليف الإستشارات المحاسبية والقانونية، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتى تتناسب مع تقنية التوريق. ومن ناحية أخرى، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الإئتمان، ومخاطر الضمان، وحالات الإفلاس سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض، ومخاطر السوق، بالإضافة إلى مخاطر مؤسسية للجهات العاملة في التوريق، ومخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة.

فبالإضافة إلى ما يمكن أن يحققه التوريق من أهداف، كزيادة درجة سيولة الأعوان الاقتصاديين ومن تم ضمان تخصيص أمثل للادخار العالمي، وإعادة هيكلة حصيلة المؤسسات الاقتصادية المعنية، وتوزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من الأعوان الاقتصاديين بحيث تقل درجة خطورتها، فإنه، أي التوريق، يشكل إحدى أهم قنوات نقل عدوى الأزمات المالية عبر وحدات القطاع المالي الوطني للدولة الواحدة ومن تم عبر دول العالم بصفة عامة؛ في حالة عدم التحكم في الأزمة المالية فإنها ستتعمق وتنتقل عدواها إلى مستوى الاقتصاد الحقيقي؛ وهي الحالة التي تنطبق على الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الحالية. لقد قام المستثمرون المؤسسيون بإخراج الأصول المالية الرديئة من ميزانياتهم وتحميل مخاطرها لغيرهم؛ وبذلك تكون تقنية التوريق قد تحولت من تقنية تستخدم لتحقيق أهدافها المذكورة إلى قناة نقل العدوى عبر النظام المالي والاقتصادي العالميين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - مجبونة مسعود، مرجع سبق ذكره، ص:40.

## خلاصة:

لقد أصبحت الأدوات المشتقة مصدرا مباشرا ومنظما لإيرادات العديد من المؤسسات المصرفية والمالية وذلك من خلال قيام هذه المؤسسات بنشاطات عديدة في مجال صناعة الأسواق وذلك من خلال الدخول في صفقات مع العملاء وغيرهم من المتعاملين في أسواق المشتقات مع الإحتفاظ دوما بمراكز متوازنة للمحافظ المالية .

كذلك، أصبح اللجوء إلى التوريق كأحد الإبتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل ضرورة تتطلبها التطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية، إذ يعتبر التوريق من السياسات التمويلية الحديثة، فهو تقنية مالية مستحدثة تفيد تحويل القروض إلى الأوراق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وبالتالي تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، وبذلك يعتبر التمويل أقل تكلفة مقارنة بالإقتراض المصرفي بالنسبة للمؤسسات المقترضة وخاصة يرفع التوريق القدرة التّمولية للبنوك، كما يساهم في تطوير الدور التمويلي لسوق الأوراق المالية بضخ أوراق مالية جديدة، وخلق علاقات تمويلية بين قطاعات مختلفة، بالإضافة إلى نشر الشفافية وتفعيل دور مؤسسات التصنيف الائتماني.

### المحور السابع: إعادة هيكلة الشركات وتقنيات جلب الأموال

تسعى الهندسة المالية لتحقيق مكاسب لكل الأطراف أو على الأقل للبعض منها، دون أن يكون ذلك على حساب الأطراف الأخرى، يضاف إلى ذلك أنه في ظل الهندسة المالية يدفع الطرف الذي تمكن من الاستفادة من خدماتها ثمنا مناسباً نظير التخلص من المخاطر التي ربما تعصف به إذا ما استمرت الأوضاع على ما هي عليه.

من هذا المنطلق، سنتطرق في هذا المحور إلى أهم الأساليب التي يعتمدها المهندس المالي في جلب الأموال وهذا عن طريق استخدام إعادة الهيكلة للمنشآت، السيطرة، التقارب والاندماج، وذلك من خلال:

أولاً- أهمية الهندسة المالية في إعادة هيكلة الشركات

ثانياً- إستراتيجيات إعادة الهيكلة من خلال الهندسة المالية

ثالثاً- أساليب إعادة الهيكلة

## تمهيد:

تتولى الهندسة المالية تقديم مساهمة فعالة من أجل تحقيق الأهداف الإستراتيجية لمؤسسات الأعمال، فلا يقتصر دورها على تخفيض التكلفة فقط، بل يمتد إلى تطوير وابتكار منتجات وخدمات مالية جديدة، لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المؤسسات، نتيجة لانحسار الأسواق التي تسعى إليها لتسويق منتجاتها، كما تساهم الهندسة المالية في تنمية الابتكارات التي تساعد على تحسين الاقتصاد الحقيقي للمؤسسات الإنتاجية، من خلال تقديم أدوات جديدة للتمويل وأنظمة العمليات وتطوير نظام العمل، بل وخلق الحلول السريعة لمواجهة ما يقابل مؤسسات الأعمال والتي تتعلق بكل من ابتكار أدوات مالية جديدة، تقديم أنواع مبتكرة من الأوراق المالية، ابتكار حلول خلاقية واستراتيجيات جديدة لإدارة نخطر الإستثمار.

وتعتبر عملية إعادة الهيكلة من بين إستخدامات الهندسة المالية في حل المشاكل التي تواجه المؤسسات، حيث يهتم المهندسون الماليين بإستخدام تقنيات معينة في مجال إعادة الهيكلة المالية ويتعلق الأمر بكل من: تقنية التوسع بالاندماج أو الإتحاد، وتقنية التوسع بالإملاك.

## أولاً- أهمية الهندسة المالية في إعادة هيكلة الشركات:

تعتبر إعادة الهيكلة عن إتباع استراتيجيات جديدة تساعد على معالجة الخلل المالي و البقاء على استمرارية المؤسسة، ولتحقيق الفعالية والنتائج المرجوة من إعادة الهيكلة يجب القيام بإعادة الهيكلة المالية والإدارية.

### 1-أهداف المهندس المالي من إعادة هيكلة المؤسسات:

تساهم الهندسة المالية من خلال عملية إعادة الهيكلة على توفير طرق التمويل الملائمة والإسراع بالتنفيذ وبأقل التكاليف، ووضع الأساس لقرار الاندماج والأدوات الدفاعية المستخدمة لمواجهة السيطرة العدوانية، ومن أهم الغايات التي يسعى من خلالها المهندس المالية في إعادة هيكلة المؤسسات هو أنه تجعل من الشراكة أحد العناصر الأساسية للوصول إلي ما يلي:

- تحسين نوعية المنتجات من خلال المواصفات وتكييفها انطلاقاً من إعادة تأهيل عمليات الإنتاج، تجهيزات الإنتاج، متطلبات السوق المحلية والأجنبية.
- هيكلة التمويل والاستغلال والاستثمار عن طريق جلب المصادر الخارجية المتمثلة في فتح رأسمالها، وإنشاء شركات مختلطة جديدة.
- فعالية التنظيم باعتماد الأساليب التقنية الجديدة.

- إعادة تأهيل المؤسسات عن طريق الاهتمام بالموارد البشرية بإعادة التكوين والرسكلة، والعمل بالمعايير الدولية للأداء في تقييم المؤسسات وإعادة تنظيمها بشكل يمكنها من تحسين قدرتها والتحكم في تكاليفها، ويمكن أن يكون هذا بمساهمة الدولة كأن تأخذ على عاتقها تكوين العمال، أو تقوم بعملية تمويل الاستثمارات بمنحها لقروض بمعدلات فائدة ميسرة، وهذا لا يمكن القيام به إلا في إطار تشخيص عام للاقتصاد الوطني (قطاع بقطاع)، لكي يسمح هذا التشخيص بالتمييز بين القطاعات التي يمكنها مواجهة المنافسة والقطاعات غير القادرة على ذلك، فضلاً عن المؤسسات التي ينبغي تحويلها إلى أنشطة أخرى. إلى جانب ما سبق، من بين الأهداف التي يرمي المهندس المالية من خلال عملية إعادة الهيكلة ما يلي:<sup>1</sup>

### 1-1-توفير التمويل :

يسعى المهندسين الماليين من خلال عملية الاندماج إلى البحث عن المؤسسات التي تتوفر لها السيولة وترغب في نفس الوقت في شراء مؤسسات أخرى، كما يحددون المؤسسات التي تكون مستهدفة للإملاك من طرف مؤسسات أخرى وما إذا كانت المؤسسات المستهدفة راغبة في أن تباع وما إذا كان حملة أسهمها قد بلغ بهم الإستهاء منها ولا يمانعون من بيع ما يمتلكونه من أسهم بسعر ملائم للسهم عادة ما يكون أكبر من قيمته السوقية.

<sup>1</sup> - منير براهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 145-147.

وفي هذا المجال، حتى يقوم المهندسين الماليين بعملهم عادة ما يعملون مؤسسات ع بنوك الإستثمار التي تعمل على إقراض المؤسسات الراغبة في الإستحواذ وبسرعة تنفيذ العملية قبل أن تلجأ إدارة المؤسسة إلى إستخدام تكتيكات دفاعية، ويطلق على هذا النوع من القروض **بقروض المعبر** وتمثل تلك القروض مصادر مؤقتة يتم إحلالها لاحقا بأموال مقترضة طويلة الأجل تكون في البداية من خلال السندات منخفضة الجودة، بحيث يتحدد حجم الأموال المقترضة المطلوبة وتواريخ سدادها بناء على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية.

وفي الخطوة الثانية، يتم الإتصال بالمؤسسات المالية المعنية تمهيدا ليعها سندات تصدرها المؤسسات الراغبة في السيطرة، وعادة ما تكون معدلات الفائدة التي تحملها تلك السندات ملائم، خاصة في الحالات التي يترتب فيها على الإندماج إستقرار في التدفقات النقدية للمؤسسة المندمج فيها، وهو ما يعني إنخفاض المخاطر التي يتعرض لها المقرض، ولا تعتبر السندات منخفضة الجودة هي المصدر الوحيد فهناك مصادر مالية أخرى ممكنة.

كذلك قد يقوم المهندسون الذين يعملون مع بنوك الإستثمار بالإستثمار في أسهم شركات مستهدفة للسيطرة مقابل أسعار مناسبة خاصة لما يرغب حملة الأسهم في التخلص من ملكيتهم في الشركة بسبب تدني أداء الإدارة، وبمجرد أن يجد بنك الإستثمار شركة ترغب في السيطرة على إحدى الشركات المستهدفة التي تضم المحفظة أسهمها يتم بيع تلك الأسهم وهذا ما يمكن من الإنتهاء من عملية السيطرة وبسرعة كبيرة، حتى وإن كان ذلك مقابل دفع تكاليف مرتفعة نوعا ما لبنوك الإستثمار تكون مقابل التسهيلات المقدمة للإسراع في إنهاء عملية السيطرة.

## 1-2- سرعة التنفيذ وتدنية التكاليف:

من بين إبتكارات الهندسة المالية في مجال إعادة الهيكلة هو تقديم عرض شراء الأسهم على مرحلتين بدلا من مرحلة احدة، وذلك كطريقة لتخفيض تكلفة الصفقة وكسبيل لسرعة تنفيذها، ففي المرحلة الأولى تسعى الشركة الراغبة في السيطرة لإمتلاك نسبة تمكنها من التحكم في الإدارة والتي غالبا تكون في حدود 51% من أسهم رأس المال وذلك بالإعلان عنها بشروط مغرية سواء من حيث السعر أو من حيث طريقة السداد التي عادة ما تكون نقدا في هذه الحالة، كما أنه في حالة ما إذا كان البيع في تاريخ لاحق يكون السعر أقل وطريقة الدفع تكون على شكل أسهم ممتازة أو سندات، فمن شأن هذا الإجراء أن يساهم في تخفيض التكلفة الكلية عما لو كان العرض لمرة واحدة.

## 2- عناصر إعادة الهيكلة: تتمثل أهم عناصر إعادة الهيكلة بكل من:

### 1-2- إعادة الهيكلة المالية: وتتمثل في الخطوات التالية:

-إعادة تقييم الأصول: إن إعادة تقييم الأصول يعكس قيمتها السوقية فزيادتها عن القيمة الدفترية تتحسن نسبة المديونية، ما يفتح للمؤسسة مجال اكبر للاقتراض.

- إعادة هيكلة الديون: الهدف من إعادة هيكلة الديون هو التفاهم مع الدائنين على مايلي :
  - \*تحويل الديون قصيرة الأجل إلى ديون طويلة الأجل و هذا للاستثمار في الديون لأطول مدة.
  - \*وقف جزء من التدفقات الخارجية مؤقتا ، و هذا بوقف سداد أقساط الدين و إعطاء فترة سماح جديدة.
  - \*تخفيض سعر الفائدة أو التنازل عن الفوائد المستحقة.
- مبادلة المديونية بالملكية: وهذا بتحويل جزء أو كل الديون إلى مساهمات في رأس مال المؤسسة عن طريق إصدار أسهم ملكية ، يتوقف نجاح هذه العملية بمدي تقبل الدائن لهذا الاقتراح ، كما يجب الأخذ بعين الاعتبار إن الملاك الجدد سيكون لهم تأثير مباشر على إدارة المؤسسة و التصويت و الانتخاب.
- زيادة لرأس المال: تلجأ المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة لتوفير السيولة، ولكن يواجه هذا القرار بعض الانتقادات: حيث أنه يصلح هذا القرار في حالة العسر المالي أو التعثر المؤقت فقط، كما أنه بسبب حالة المؤسسة يكون إقبال المساهمين على الأسهم ضئيل، ويعتبر المساهمون كقيد على إدارة المؤسسة للتحرك بمرونة للخروج من الظروف الحالية.
- زيادة التدفقات النقدية الداخلية:يتحقق ذلك باتخاذ الإجراءات التالية: زيادة المبيعات، تحصيل لديون الشركة بمنح خصومات لتعجيل الدفع، التخلص من المخزون بالبيع بالمزاد أو التقسيط المبادلة بمنتج آخر تحتاجه المؤسسة، بيع الأصول ذات قيمة قليلة أو منعدمة، بيع وإعادة استئجار بعض الأصول الثانوية.
- خفض التدفقات النقدية الخارجية:من الوسائل التي تساعد على خفض المدفوعات النقدية للتغلب على الصعوبات المالية:الاتفاق مع الدائنين على تأجيل سداد بعض الأقساط و فوائد الديون، التفاوض مع الموردين على الشراء بالتقسيط، الحصول على فترات سماح جديدة من الدائنين، ترشيد الإنفاق المباشر وغير مباشر، تأجيل سداد الالتزامات قصيرة الأجل أو تحويلها إلى التزامات طويلة الأجل، خفض كمية المشتريات و محاولة البحث عن مواد بديلة اقل تكلفة.
- 2-2-إعادة الهيكلة الإدارية:** تعتبر إعادة الهيكلة الإدارية متم لإعادة الهيكلة المالية، وتكون كما يلي:
  - إعادة دراسة استراتيجيات الإنتاج لتحسين الإنتاج و خفض تكاليفه.
  - إعادة دراسة استراتيجيات التسويق لزيادة فعاليته و خفض تكاليفه.
  - خفض تكاليف عنصر العمل.
  - زيادة المبيعات لخفض التكاليف الثابتة مما يخفض التكاليف الكلية.
  - خفض التكاليف الإدارية.
  - التخلص من الأنشطة و المجالات الاقتصادية.

### 3- مراحل إعادة الهيكلة:

تمر إعادة الهيكلة بثلاثة محاور أساسية وهي إعادة التأهيل في التوازنات المالية، تأهيل المحيط أي المتعاملين وكذا إعادة التأهيل الصناعي، حيث تتطلب إعادة التأهيل إعادة النظر في التوازنات المالية للمؤسسة وتحديد إمكانياتها المالية وذلك من خلال: دعم الإمكانيات الذاتية (برفع رأسمال المؤسسة، إما بفتح رأس المال للاكتتاب أو عن طريق إصدارات جديدة).

- التحكم في حجم ونوعية الديون.
- تمويل الاستثمارات برؤوس أموال دائمة.
- ترشيد استعمال القروض البنكية.
- تقليص اليد العاملة مقارنة بحجم نشاط المؤسسة (رقم الأعمال، القيمة المضافة، النتيجة الصافية)، وذلك باعتماد إحالة العمال على التقاعد، التقاعد المسبق، أو التسريح الإرادي... إلخ.
- فضلا عما سبق، تتطلب هذه الأخيرة أيضا تأهيل المحيط أي المتعاملين وذلك من خلال:
  - إعادة هيكلة المناطق الصناعية وتنظيمها وإنشاء مناطق جديدة.
  - توفير وسائل النقل والإتصالات والمواصلات وتحسين مستوى البنى الأساسية في هذا القطاع (كالموانئ، المطارات،... إلخ) وتوسيع الشبكات قصد تحسين الخدمات.
  - تكييف المحيط القانوني بمراجعة الأطر القانونية المحددة لإنشاء المؤسسات والاستثمار وتشجيع القطاع الخاص.
  - تشجيع ودعم التعليم والتكوين المهنيين، وهذا من أجل تكوين أفضل للكفاءات.
  - دعم القطاع المالي والمصرفي وذلك بمراجعة النظام الجبائي والمالي وتنمية سوق الصرف والبورصة.
- يجب الإشارة أن عملية إعادة التأهيل الصناعي مرهونة بقدرة المؤسسات وإمكانياتها على تجنيد موارد التمويل الداخلية والمتعلقة بالنظام المالي والمصرفي، فتتويع موارد تمويل المؤسسات يشكل تحديا هاما بالنسبة للمؤسسات في الوقت الراهن، ولا يتأتى هذا التنوع إلا في إطار وجود سوق مالي فعال ينشط المؤسسات بتوفيره للتمويل اللازم إلى جانب السوق النقدي.

### ثانيا- إستراتيجيات إعادة الهيكلة من خلال الهندسة المالية:

حتى منتصف الستينيات، كانت التقنية المتعامل بها في إطار إعادة الهيكلة هي السيطرة السليمة، لكن لاحقا شاع استخدام السيطرة العدوانية التي تحدث رغم إرادة الإدارة، وعادة ما تحدث هذه السيطرة باستخدام حرب التصويت وذلك لما تفشل الشركات في السيطرة على الشركة المستهدفة سلميا، فتسعى تلك للحصول على تفويض من مساهمي تلك الشركة وذلك بالتصويت نيابة عنهم تحديا للإدارة التي رفضت

عرض الشراء والذي غالبا ما يكون مغريا، ويكون التواصل مع حملة الأسهم في العادة من خلال دعوة قضائية نتيجة لعدم الحصول على عناوينهم من طرف إدارة الشركة المستهدفة.<sup>1</sup> كذلك يسعى المهندسون الماليون إلى استخدام أساليب أكثر فعالية وذلك من خلال إبتكار طرق أخرى للسيطرة العدوانية، وذلك بالإتصال المباشر مع حملة الأسهم عبر وسائل الإعلام لتقديم عرض لشراء ما يمتلكونه من أسهم بسعر يفوق القيمة السوقية للسهم، بل وأكثر من ذلك نجح المهندسون الماليون من تصميم إستراتيجيات السيطرة بأسلوب سريع من شأنه تحدي حركة الإدارة وعرقلتها لإتخاذ إجراءات دفاعية، من بين تلك الأساليب قروض المعبر ومحفظة أسهم الشركات، وعليه فإن الهندسة المالية تهدف إلى تحقيق العوائد من خلال **فعل الشيء وضده** فهم الذين يصممون أدوات تنفيذ السيطرة وهم أنفسهم الذين يصممون أدوات للإدارة للوقوف في مواجهة تلك السيطرة، إلى جانب ذلك، توفر الهندسة المالية إستراتيجيات مختلفة لإدارة الشركة المستهدفة، مثل:<sup>2</sup>

**1- إستراتيجية مطاردات سمك القرش** الذي يتميز بضخامة حجمه وذلك تشبيها لكبار المستثمرين الذين يخططون للسيطرة على شركة ما، وما يتم إستبعاده للقائمين على إدارتها، من بين الأدوات التي تحتويها هذه الإستراتيجية:

- تعديل قانون إنشاء الشركة من خلال تحديد شرط موافقة أغلبية كبيرة على عرض الإندماج أو أي شكل آخر من أشكال السيطرة، حيث في العادة يكفي موافقة ثلثي حملة الأسهم لكن من خلال التعديل يتطلب موافقة نسبة كبيرة منهم قد تصل إلى 80% وهذا ما يضع عراقيل أما إمكانية إستبعاد أعضاء الإدارة.
- تحقيق شرط السعر العادل للسهم وذلك بالنسبة للأسهم التي تباع في المرحلة الثانية، من خلال ربط سعر شراء السهم بالقيمة السوقية السائدة في ذلك الوقت والتي يتوقع أن تكون مرتفعة بعد إتمام المرحلة الأولى.
- الحق في الحصول على تعويض مادي كبير في حالة ما اضطر أعضاء مجلس الإدارة لتترك وظائفهم كنتيجة مباشرة لسيطرة مؤسسة جديدة على الشبكة التي يديرونها، فمن شأن هذا التعويض أن يكون وسيلة مساعدة لجعل الإدارة تفكر في مصالح حملة الأسهم إلى جانب مصلحتها، ومن شأن هذه الأداة أن تحد من رغبة الإدارة في استخدام أدوات دفاعية.
- بيع الشركة المستهدفة لأحد أكثر أصولها جاذبية للشركة الراغبة في السيطرة من أجل منع محاولة السيطرة.

1 - منير براهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

2 - منير براهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 161-172.

إلى جانب الإستراتيجيات السابقة، ظهرت بعض الأدوات الدفاعية التي تدخل تحت مفهوم إستراتيجية مطاردة سمك القرش، والتي يمكن أن نلخصها من خلال ما يلي:

**2- إستراتيجية دفاع الإقفال:** تقوم بمقتضاها الشركة المستهدفة ببيع واحد من أكثر أصول الشركة جاذبية للشركة الراغبة في السيطرة، ومن الوسائل الدفاعية الأخرى أن يكون أمام إدارة الشركة المستهدفة إمكانية اللجوء إلى القضاء بحجة أن السيطرة قد تؤدي إلى الإحتكار وهو ما يمثل مخالفة قانون الحماية ضد الإحتكار.

**3- إستراتيجية إعادة الهيكلة بالإقتراض:** تقوم من خلالها الإدارة بالحصول على قرض كبير تستخدم حصيلته في إجراء توزيعات، حيث تكون التوزيعات نقدية بالنسبة لتلك التي يحصل عليها حملة الأسهم الخارجيين، بينما يحصل حملة الأسهم الداخليين أي المساهمين من أعضاء الإدارة والعاملين على نصيبهم في التوزيعات في صورة أسهم إضافية وهكذا تتوفر متطلبات المطاردة، حيث من جهة أصبحت الشركة مثقلة بالديون ومن جهة أخرى زادت حصة المساهمين الداخليين ونسبة أصواتهم في الجمعية العامة، ومن ثم قد يسهل عليهم التصدي لعملية السيطرة.

**4- إستراتيجية بيع حصة من أسهم الشركة ضمن خطة لمشاركة العاملين في ملكية الشركة:** تساهم هذه الإستراتيجية في تقوية المساهمين الداخليين الذين لهم مصلحة في الصمود أمام محاولة السيطرة.

**5- إستراتيجية إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة على مراحل:** والتي تقضي بإمكانية تعديل قانون الشركة ليسمح بتقسيم أعضاء المجلس على ثلاث مجموعات، بحيث يتم إنتخاب مجموعة واحدة كل سنة، وبالتالي يصبح من الصعب نجاح حرب التصويت في مرة واحدة.

**6- إستراتيجية إعادة الهيكلة المزدوجة:** والتي تمكن من إصدار فئة أخرى من الأسهم يكون فيها للسهم الواحد أكثر من صوت، مع إمكانية بيع تلك الأسهم لطرف آخر غير الشركة نفسها، ومن شأن ذلك تقوية مركز الإدارة مع كل مرة يعاد فيها بيع تلك الأسهم للشركة.

**7- إستراتيجية إعادة شراء الأسهم من فئات معينة:** تمكن هذه الإستراتيجية من توفير أدوات الحماية للإدارة القائمة، حيث عندما تتأكد إدارة الشركة المستهدفة إستعداد مجموعة من كبار المساهمين للسيطرة على الشركة، تقوم الإدارة بالإعلان عن رغبتها في شراء حصة من أسهمها بإستثناء الأسهم التي يمتلكها

هؤلاء المستثمرين ويتم ذلك بسعر يزيد عن سعر السوق، وفي هذه الحالة يتم تمويلها من موارد الشركة التي يساهم فيها مجموعة المستثمرين الذين إستبعدوا من الإستدعاء لبيع أسهمهم.

**8- إستراتيجية أقرص الدواء المسمومة:** هي أداة تستهدف إتخاذ إجراءات من شأنها أن تجعل الشركة غير جذابة لعملية السيطرة، وعادة ما يمون ذلك بإعطاء مزايا للمستثمرين في الشركة المستهدفة إذا ما حدثت سيطرة عدوانية، مثل إعطاء حق للمساهمين لشراء حصة إضافية من أسهم الشركة بسعر أقل بكثير من القيمة السوقية، وذلك في حالة ما إذا تأكدت الإدارة أن هناك مستثمرا قد جمع حصة من رأس مال الشركة بهدف السيطرة، وبالتالي إذا ما نفذ الساهمون هذا الحق سيساهم ذلك في زيادة عدد الأسهم وبذلك تقل نسبة أسهم رأس المال المملوكة للمستثمر الراغب في السيطرة، خاصة وأنه ليس من حق المستثمر الراغب في السيطرة-في ظل إستراتيجية الأقرص المسمومة- شراء حصة من الأسهم الإضافية بالسعر المعروف الذي قد لا يتجاوز نصف القيمة السوقية للسهم، وهذا تنتقل الثروة من المستثمر الراغب في السيطرة إلى باقي المستثمرين.

إلى جانب ما سبق، وكإستراتيجية دفاعية لوضع إدارة المؤسسة المستهدفة في مركز قوة لمواجهة السيطرة العدوانية، وضع القانون قيود على المؤسسة الراغبة في السيطرة بهدف حماية المساهمين وأيضاً من أجل تمكينهم من الحصول على المعلومات المتعلقة بعروض شراء الأسهم أو الأوراق المالية التي تستخدم في السداد، ويمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

- نشر معلومات عن عدد الأسهم التي في حوزتها ونواياها المستقبلية، خلال 10 أيام من إستحواذها على 50% من أسهم الشركة المستهدفة.

- نشر معلومات عن مصادر التمويل المستخدمة في عملية السيطرة.

- إعطاء حملة أسهم المؤسسة المستهدفة فترة لا تقل عن 20 يوماً لعرض أسهمهم للبيع ضمن خطة السيطرة، أي أن عرض الشراء الذي تتقدم به الشركة الراغبة في السيطرة يبقى مفتوحاً لمدة 20 يوماً على الأقل حتى لو تم شراء الكمية المستهدفة في اليوم الأول.

- إذا ما قررت الشركة الراغبة في السيطرة زيادة السعر خلال فترة العرض، فإنه يصبح من حق المساهمين الذين باعوا السهم من قبل بسعر أقل، أن يحصلوا على ذات العلاوة السعرية التي تقررت.

### ثالثاً-أساليب إعادة الهيكلة:

تتفرع عملية إعادة الهيكلة الي نوعين اساسيين ألا وهما السيطرة والتي ترمي الي التوسع من خلال التملك، أو التي ترمي الي التخلص من الادارة القائمة، من خلال الحصول على توكيل من حملة الأسهم للتصويت بإحلال دارة جديدة محل الادارة الحالية للمنشأة، وهو ما قد ينتهي إلى تحويل الشركة المساهمة

<sup>1</sup> - منير براهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص:172.

إلى شركة خاصة، والتملك له صور ثلاث : الاندماج أو الإتحاد والتملك بشراء أسهم شركة ما، والتملك بشراء الأصول، وغالبا ما يكون ذلك من خلال ما يسمى بالسيطرة السليمة وذلك تتميز لها عما يسمى بالسيطرة العدوانية.

### 1- التوسع بالاندماج أو الإتحاد:

يعتبر الإندماج من الأساليب القديمة التي يقوم عليها مفهوم إعادة الهيكلة، ويعتبر الإندماج هندسة مالية ترتبط بمفهوم أشمل هو عملية السيطرة التي قد ترمي إلى التوسع من خلال التملك أو التي ترمي إلى التخلص من الإدارة القائمة، من خلال الحصول على توكيل من حملة الأسهم للتصويت بإحلال إدارة جيدة محل الإدارة المالية للمنشأة، وهو ما قد ينتهي إلى تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، والتملك له ثلاث صور هي: الإندماج أو الإتحاد، التملك بشراء أسهم شركة ما، والتملك بشراء الأصول، وغالبا ما ذلك من خلال ما يسمى بالسيطرة السليمة وذلك تمييزا لها عما يسمى بالسيطرة العدوانية، وبالتالي يتلخص مفهوم السيطرة من خلال: التملك (التملك بالاندماج، التملك بشراء الأسهم، التملك بشراء الأصول)، التصويت للتخلص من الإدارة، التحول إلى شركة خاصة.<sup>1</sup>

وتجدر الإشارة إلى توضيح مفهوم الإندماج عن مفهوم الإتحاد، فالإندماج يتضمن الجمع بين مؤسستين أو أكثر لتبقى واحدة منهما -التي عادة ما تكون المؤسسة الأكبر حجما- ويختفي الباقي، أما الإتحاد فيتضمن أيضا الجمع بين مؤسستين أو أكثر ليختفوا جميعا وتظهر مؤسسة تملك أصول كافة المؤسسات الداخلة في الإتحاد.

يتميز التوسع من خلال الإندماج بالسهولة واليسر، كما أنه لا يتطلب إجراءات قانونية لنقل ملكية أصول المؤسسة المندمجة إلى المؤسسة المندمج فيها، بالإضافة إلى أنه لا لا ينطوي على إستخدام أساليب عدوانية كما هو الحال في بعض الطرق الأخرى للسيطرة فموافقة حملة أسهم المؤسستين مسألة جوهرية الذي عادة ما يتمثل ذلك في الحصول على موافقة ثلثي حملة الأسهم الذين يمنح لهم القانون حقوق التقييم التي تعطي الحق لأي مجموعة معارضة من حملة أسهم المؤسسة المستهدفة للإندماج اللجوء إلى هيئة البورصات والأسواق المالية لطلب الحماية في حالة الشعور بالتسعير غير العادل للأسهم، حيث قد لا تنفق المؤسسة الراغبة في تنفيذ الإندماج والمجموعة المعارضة على السعر العادل هذا ما قد يرفع من تكاليف تنفيذ الإندماج المتعلقة بطول فترة الإجراءات أو أتعاب المحامين.

ان الاندماج يكشف عن توافر أركان الهندسة المالية فلقد تغير شكل المنشأة المندمج فيها، وتحقق مكاسب لكل الأطراف، فملاك المؤسسة المندمجة أتاحت لهم فرصة لتحقيق المكاسب، تتحقق تلك المكاسب من انتقال ملكيتهم على المؤسسة المندمج فيها بكل ا امكانياتها وفرص نجاحها ونموها نتيجة للوفورات

<sup>1</sup> - منير براهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 140.

الاقتصادية، وإذا كان الإندماج من خلال شراء الأسهم، فإن السعر الذي يشتري به الأسهم عادة ما يزيد عن سعر السوق كسبيل لإغراء حملة الأسهم لبيع أسهمهم.

إلى جانب ما سبق، تقوم عملية الإندماج على عدة أشكال هي: الإندماج الأفقي الإندماج الرأسي والإندماج المختلط:<sup>1</sup>

**1-1- الإندماج الأفقي:** يتضمن مؤسستان تعملان في نفس النشاط-مثلا مؤسستان لإنتاج الكيماويات-، ويشترط هذا الأسلوب أن لا يتركز النشاط في القطاع في عدد محدود من المؤسسات وذلك منعا لوجود حالة إحتكار، ويحقق هذا الأسلوب من الإندماج مزايا الحجم الكبير التي من شأنها أن تسهم في تخفيض تكاليف العمليات للمؤسسة المندمج فيها.

**1-2- الإندماج الرأسي:** يتم بين مؤسستان تعملان في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة، كإندماج شركة منتجة للمواد الخام مع شركة أخرى تنتج سلعة نهائية تعتمد أساسا على المواد الخام التي تنتجها الشركة الأخرى، مثل إندماج شركة لإستخراج البترول في شركة تتولى تكريره، وهو ما يساهم في التقليل من التكاليف الإدارية وتكاليف البيع، كما تضمن شركة التكرير الحصول على المواد الخام ولعل هذا ما يسمح باستقرار التدفقات النقدية.

**1-3- الإندماج المختلط:** يساعد هذا الأسلوب على تنوع نشاط المؤسسة بالشكل الذي يحد من مخاطر التقلب في التدفقات النقدية، فمثلا شركة جنرال إليكتريك تتعدد وتنوع أنشطتها الإنتاجية من سلع معمرة إلى أدوات طبية إلى منتجات تستخدم في صناعة الطائرات والسيارات، فضلا عن ذلك يسمح إستخدام هذا الأسلوب من تحسين المركز التفاوضي مع النقابات العمالية-الصمود أمام النقايات-.

بناء على ما سبق، تعبر الأشكال المختلفة للإندماج عن توفر أركان الهندسة المالية، حيث تتغير شكل المؤسسة المندمج فيها كما تتحقق المكاسب لمختلف الأطراف، فملاك المؤسسة المندمجة أتاحت لهم فرصة لتحقيق المكاسب من خلال إنتقال ملكيتهم إلى المؤسسة المندمج فيها بكل إمكانياتها وفرص نجاحها ونموها نتيجة للوفرات الإقتصادية، وإذا كان الإندماج من خلال شراء الأسهم فإن السعر الذي يشتري به السهم عادة ما يكون أكبر من سعر السوق وذلك كطريقة لإغراء حملة الأسهم لبيع أسهمهم، كذلك تتيح عملية الإندماج من خلال شراء الأسهم وفرات ضريبية خاصة وأن تمويل العملية عادة ما يتم من أموال مقترضة يتحقق من ورائها عائد الرفع المالي أو عائد المتاجرة بالملكية هذا فضلا عن الوفرات الضريبية لفوائد تلك القروض والزيادة في قسط الإهلاك نتيجة لإعادة تقييم الأصول المشتراة.<sup>2</sup>

1 - منير براهم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 141-142.

2 - نفس المرجع السابق، ص: 145.

## 2- التوسع بالإمتلاك:

تتلخص هذه العملية في محاولة إمتلاك جزء أو كل أسهم شركة أخرى أو إمتلاك أصولها، حيث تقتضي إجراءات إمتلاك أصول الشركة موافقة أغلبية المساهمين على أساس أن السيطرة في هذه الحالة تكون سليمة، على عكس السيطرة بإمتلاك أسهم التي قد تكون سليمة أو عدوانية، حيث يقصد بالسيطرة السليمة تقديم المؤسسة الراغبة في السيطرة إقتراح إلى إدارة المؤسسة المستهدفة يتضمن الرغبة في الإمتلاك -إما من خلال شراء الأسهم أو إستبدال الأسهم بأسهم الشركة الراغبة في السيطرة-والتي عادة ما تنتهي بالإبقاء على وظائف أعضاء الإدارة الحالية. أما السيطرة العدوانية والتي تعد شكل من أشكال الهندسة المالية، فقد يتم اللجوء إليها في حالة فشل محاولة السيطرة السليمة، وفي هذا الشكل من السيطرة يتم تخطي إدارة المؤسسة المستهدفة وإجراء إتصال مباشر بمجلس إدارتها حيث يتم عرض إقتراح إمتلاك الشركة وعادة ما يتضمن العرض ضرورة سرعة الرد، بل وقد يتم إخطار مجلس الإدارة بأنه في حالة عدم تعاونه مع المؤسسة الراغبة في السيطرة، ستقوم هذه الأخيرة بعرض مباشر لحملة أسهم المؤسسة المستهدفة.<sup>1</sup>

إنطلاقاً من ذلك، تقوم الشركة الراغبة في السيطرة بالإتصال المباشر بحملة الأسهم دون تقديم أي عرض لمجلس إدارتها ، ويكون العرض بسعر أكبر بكثير من سعر السوق لحثهم على البيع، وقد يكون هذا الإتصال من خلال وسائل الإعلام أو بإرسال خطابات على عناوينهم التي تلتزم إدارة المؤسسة المستهدفة تقديمها إلى المؤسسة الراغبة في الإندماج، غير أنه كثيراً ما تستخدم إدارة المؤسسة المستهدفة بعض الأدوات الدفاعية لمنع عملية المتلاك مثل التراخي في إعطاء عناوين حملة الأسهم.

وباعتبار أن التوسع بالسيطرة والامتلاك يعتبر محاولة امتلاك جزء أو كل أسهم شركة أخرى أو امتلاك أصولها، فإن التملك بشراء الأصول يتطلب فقط موافقة المساهمين وهو ما يسمى بالسيطرة السلمية، أما السيطرة بامتلاك أسهم فقد تكون سلمية أو عدوانية، يمكن توضيح ذلك كما يلي:

**2-1- السيطرة السلمية:** يتم الإتصال بإدارة المؤسسة المعنية و التي إذا ما وافقت تعرض الأمر على الجمعية العامة الممثلة لحملة الأسهم و إذا ما تمت الموافقة تقوم المؤسسة و المندمج فيها بدفع القيمة لحملة الأسهم لها نقداً أو بأسهم و سندات أو يهما معاً.

**2-2- السيطرة العدوانية:** في هذه الحالة لا يتم الموافقة لانخفاض قيمة العرض أو رغبة إدارة المؤسسة المستهدفة في إن تضل مستقلة تبدأ محاولة السيطرة العدوانية إما من خلال حرب التصويت لإقصاء الإدارة التي تعارض فكرة الاندماج ، و هذا من الصعب تحقيقه لأنه من الممكن إن تكون حصة الإدارة كبيرة في رأس المال ، فيكون حينها الطريق البديل بتقديم عطاء لحملة الأسهم بغرض شراء ما يملكون .

<sup>1</sup> - منير براهم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص:145.

### 3- عرض عمومي:

العرض العمومي يمكن أن يتخذ عدة أشكال، منها: عرض عمومي للشراء عرض عمومي للمبادلة أو عرض عمومي للانسحاب.

### 3-1- عرض عمومي للشراء: (offre public d'achat OPA)

يقصد به سعي المؤسسة إلى شراء كتلة من الأصول المالية المستهدفة بعملية الشراء، حيث يتم تحديد سعر الشراء ويعرض على حملة الأصول المالية. فإذا كان السعر مقبولاً من قبل حملة الأصول فإنه سيتم قبول البيع وبذلك تستولي المؤسسة الاقتصادية صاحبة العرض العمومي للشراء على المؤسسة الاقتصادية المستهدفة بالشراء. قد يكون العرض العمومي للشراء ودياً وقد يكون عدوانياً، أي رغم أنف إدارة المؤسسة الاقتصادية المستهدفة. يتوقف اختيار أحد الأسلوبين على الإستراتيجية التي تتبعها المؤسسة المستحوذة. في حالة العرض العمومي للشراء، يتم شراء الأسهم نقداً.

يمكن أن نأخذ كمثال على ذلك عرض عمومي للشراء الذي قامت به خلال السنة 2016 مجموعة باير Bayer الألمانية للصناعات الكيماوية (منتجات صيدلانية، مبيدات والأسمدة) على مجموعة مونسانتو Monsanto الأمريكية للبذور، هذا العرض من شأنه أن ينجب أحد ثلاث عمالقة الأدوية والبذور في العالم، والذي من المتوقع أن يسمى Bayonto. في البداية عرض بايار سعر 122 دولار كسعر شراء لسهم مونسانتو، العرض الذي لم يحظى بالقبول من قبل مونسانتو، هذا الأخير الذي طالب بسعر لا يقل عن 30 دولار، بل يتراوح ما بين 30 و 50 دولار؛ ثم رفع العرض تدريجياً وتم قبول السعر 28 دولار. حسب هذا السعر فإن القيمة السوقية لمجمع مونسانتو بلغت 66 مليار دولار، وهو السعر الشراء الذي تم الاتفاق عليه بين الطرفين.

### 3-2- عرض عمومي للمبادلة (offre public dechange OPE)

يتم تنفيذ العرض العمومي للمبادلة بنفس الكيفية السابقة، يبقى الاختلاف الوحيد، وهو جوهري، أن الصفة لا تسوى نقداً بل مقايضة، أي أن الأصول تبادل بأصول أخرى للمؤسسة صاحبة عرض الشراء، في هذه الحالة فإن البائع للأصول يبقى مساهماً في المؤسسة الاقتصادية الجديدة. في كلا الحالتين، أي حالة شراء أسهم أو حالة مبادلة أسهم، فإن مراقبة المؤسسة المستحوذة تتم بمجرد ما يتم امتلاكها لما لا يقل عن 50 % من حقوق التصويت في المؤسسة المستهدفة. يتم إجبارياً إطلاق عرض شراء عمومي بمجرد ما يتم يتجاوز عتبة نسبة 30% من حقوق التصويت.

### 3-3- عرض عمومي للانسحاب :

بعد أن تتم عملية العرض العمومي للشراء، يمكن للمؤسسة الجديدة أن تجبر حملة الأصول على التخلي عنها لأنها تقوم بسحبها من التداول.

تجدر الإشارة بصدد نقل الملكية إلى أن دول كثيرة تمنح بعض الامتيازات المالية في حالة نقل الملكية من جيل إلى جيل آخر، على سبيل المثال، في حالة كون الشخص الطبيعي الذي تنتقل ملكية إليه يقل عمره

عن 40 سنة من حقه الاستفادة من تخفيض في رسم انتقال الملكية، ويمكن الاستفادة من مثل هذا التخفيض مرة عند نهاية فترة محددة، ولتكن 10 سنوات. في حالة العائد الثابت /مثل الفوائد على السندات والقروض المصرفية، فإن لكل دولة معدل ضريبة ثابتا تفرضه، وليكن على سبيل المثال 30% نفس النسبة على فائض قيمة الاصول المالية بدلا من رسم تصاعدي كما هو الحال في بعض الدول.

#### 4- شراء مؤسسة عن طريق أثر الرافعة (LBO) Rachat à effet de levier

يتم اللجوء إلى عمليات الشراء بواسطة اقتراض LBO في حالة الاندماج والاستحواذ، عادة ما تكون عملية الاستحواذ مكلفة جدا (قد يكون عشرات مليارات الدولارات) مما يجعل المؤسسة المستحوذة تلجأ إلى الاقتراض أو إلى الرافعة المالية. في هذه الحالة، تقوم مؤسسة باقتناء مؤسسة مستهدفة عن طريق استحداث شركة قابضة holding لهذا الغرض، كقاعدة عامة، ينبغي أن تكون المؤسسة المستهدفة غير مدرجة في البورصة قادرة على جذب المستثمرين لاحقا، أي بعد عملية الاقتناء، بعد إتمام كافة التحضيرات اللازمة لعملية الاقتناء، تقوم الشركة القابضة بشراء الشركة المستهدفة عن طريق أموال حصلت عليها في شكل قروض يتراوح مبلغها ما بين 60% إلى 70% من سعر الاقتناء، أما الباقي فيتم تدبيره عن طريق صندوق استثمار، يتم اللجوء إلى الرفعة المالية عندما يتبين من عملية التقييم بأن ربحية المؤسسة المستهدفة تفوق معدل الفائدة المترتب عن الدين اللازم لعملية الاقتناء، في هذه الحالة يكون أثر الرافعة إيجابيا، وهي الحالة المقبولة، لأن تسديد القرض يتم عن طريق كل من الأرباح التي تدرها المؤسسة المستهدفة ومن القيمة المضافة الكبيرة التي من المفروض أن تتحقق من عملية إدراج المؤسسة المقتنية في البورصة في وقت لاحق، وهي لحظة حاسمة.

## خلاصة:

إنطلاقاً مما سبق تقديمه، تعتبر عملية إعادة الهيكلة من بين إستخدامات الهندسة المالية في حل المشاكل التي تواجه المؤسسات، وهي تساهم في توفير طرق التمويل الملائمة والإسراع بالتنفيذ وبأقل التكاليف، ووضع الأساس لقرار الإندماج والأدوات الدفاعية المستخدمة لمواجهة السيطرة العدوانية. حيث يهتم المهندسون الماليين بإستخدام تقنيات معينة في مجال إعادة الهيكلة المالية ويتعلق الأمر بكل من: تقنية التوسع بالإندماج أو الإتحاد، وتقنية التوسع بالإمتلاك، وأسلوب حديث ظهر في الثمانينات يتمثل في تحويل شركات المساهمة إلى شركات خاصة عن طريق قيام مجموعة صغيرة من الأفراد الطبيعيين أو المعنويين بالسيطرة على الشركة بشراء معظم أو كل أسهمها. وبالتالي، فإن مكانة الهندسة المالية في إعادة هيكلة الشركات، تظهر جلياً في دور المهندس المالي بتوفير سبل التمويل عن طريق البحث عن مؤسسات تتوفر عن سيولة مستهدفة للإمتلاك أو رغبة في البيع مع سرعة التنفيذ و اختيار التقنيات الأقل تكلفة، مع التأكد من ضمان مكاسب لحملة الاسهم ولهذا وضعت الهندسة المالية أسس لاختيار الشركة المستهدفة.

### المحور الثامن: علاقة الهندسة المالية بالأزمات المالية

تعتبر الأزمات المالية من السمات البارزة في الإقتصاد المعاصر، ويعد مفهومها من المفاهيم التي تثير إهتمام العديد من الباحثين، ، فقد تعددت التعاريف المتعلقة بها وذلك إنطلاقا من أبعاد مختلفة، ومن أجل التعمق أكثر في دراسة الأزمات، سنخصص هذا المحور إلى دراسة أهم الجوانب المتعلقة بالأزمات المالية وأسباب حدوثها مع تبيان علاقة الهندسة المالية بحدوثها وانتشارها، وذلك من خلال النقاط التالية:

أولاً- مفهوم الأزمات المالية

ثانياً- أدوات الهندسة المالية كسبب في حدوث الأزمات المالية

ثالثاً- دور الهندسة المالية في حدوث وانتشار أزمة 2008

## مقدمة:

يتعرض النظام المالي باستمرار إلى أشكال مختلفة من الأزمات المالية والمتداخلة فيما بينها، والتي ترجع إلى أسباب وعوامل عديدة، ولعل أبرز العوامل التي ساهمت بشكل كبير في نشأتها وانتشارها هي ظاهرة العولمة المالية، خاصة من خلال عمليات التحرير المالي وزيادة تدفقات الأموال بين الدول، أما العوامل الأخرى فقد تكون ناتجة عن تراجع مستوى أداء النظام المصرفي أو حدوث إنهيار في الأسواق المالية، ومنها كذلك ما يرجع إلى عدم إستقرار وتذبذب أسعار الصرف، لتشكل هذه الأحداث في الأخير أزمة مالية سرعان ما تنتقل بين القطاعات والأسواق المالية المختلفة بفعل إنتشار العدوى المالية، وذلك عن طريق إنتقال المخاطر النظامية، لعل أبرزها تلك التي تتسبب فيها أدوات الهندسة المالية وبدرجة كبيرة تلك المرتبطة بتوريق الديون، الذي أصبح من بين أهم معاملات المؤسسات المالية بالإضافة إلى الزيادة الكبيرة التي تعرفها هذه المؤسسات في إستخدام وتداول المشتقات المالية دون الأخذ بعين الإعتبار المخاطر التي قد تنجم عنها، خاصة وأنها تساهم بشكل كبير في إنتقال الأزمات المالية، وأحسن دليل على ذلك أزمة 2008 التي بينت بقوة مسؤولية الوساطة المالية في حدوث وإنتقال الأزمات المالية على المستوى العالمي، خاصة من خلال توريقها للقروض العقارية والقيام بتداولها في مختلف الأسواق المالية العالمية من أجل تحقيق عوائد إضافية.

## أولاً- مفهوم الأزمات المالية:

تعتبر الأزمة المالية تلك الظاهرة التي تكون ناتجة عن الإختلال الكبير في القطاع المالي، والذي يكون ناتجا بدوره عن الإنخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول العينية أو المالية، ومن شأن ذلك أن ينعكس سلبا على باقي القطاعات الإقتصادية الأخرى، ومهما كانت طبيعة الأزمة فإنها تشترك في بعض الخصائص أهمها: التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها، كما أنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها.

### 1-تعريف الأزمات المالية وأهم مظاهرها:

تعرف الأزمة المالية، بأنها:

- " ذلك التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية"<sup>1</sup>

- ويقصد بها أيضا: "أنها إضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الإقتصادية، يتبعه إنهيار في بعض المؤسسات المالية وتمتد آثاره إلى باقي القطاعات الأخرى."<sup>2</sup>

- "تعتبر الأزمة المالية عن ذلك الإضطراب الذي يحدث في الأسواق المالية والذي يكون نتيجة سوء الإختيار أو التوقع، وينتج عنه مخاطر كبيرة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الإستثمارية."<sup>3</sup>

لقد أجمعت العديد من الدراسات على وجود مجموعة من العوامل تدل على وجود أزمة مالية في إقتصاد ما، إذ يكفي توفر عدد قليل منها لتبرز تأزم النظام المصرفي والمالي، فمثلا توجد بعض المؤشرات التقليدية التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يرتبط بالسياسات الإقتصادية الكلية مثل الإرتفاع في معدل البطالة إرتفاع معدلات الفائدة على القروض المحلية، إرتفاع معدل التضخم إنخفاض نسبة النمو الإقتصادي، ومن شأن هذه المؤشرات أن تتسبب في حالة من عدم الثقة لدى

<sup>1</sup> - عرفات تقي الحسيني، "التمويل الدولي"، دار مجلاوي للنشر، الأردن، 1999، ص:200.

<sup>2</sup> - فريد كورتل، كمال رزيق، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وإنعكاساتها على البلدان العربية"، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على إقتصاديات الدول-التحديات والآفاق المستقبلية-، جامعة الإسراء الخاصة بالإشتراك مع كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، الأردن، 28-29 أبريل 2008، ص:03.

<sup>3</sup> - Mishki Fredric, "financial policies and the prevention of financial crises in emerging market contries", a paper of the NEBER conference, économics of financial crises in emerging market contries, woosstock, vermont, October 19-21, 2000, p:02.

المستثمرين في قدرة الإقتصاد الكلي للدولة على تحقيق أهدافهم الإستثمارية، ومن بين المؤشرات أيضا ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية مثل: زيادة حجم الأصول المالية عالية المخاطر كأصول العقارية في أسواق الإئتمان، سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق دخولا إليها وخروجها منها، إنخفاض الإكتتاب في أسواق الأوراق المالية...<sup>1</sup> وبصفة عامة تتمثل المظاهر المميزة للأزمات المالية فيما يلي:<sup>2</sup>

- ركود أو تباطؤ معدلات النمو الإقتصادي.

- كلما كانت فترة تدفقات رأس المال الأجنبي قصيرة الأجل، كلما زاد تعرض الإقتصاد لأزمة مصرفية.

- إفراط البنوك والمؤسسات المالية في الإقراض بدون ضمانات كافية، مما يعني تزايد مخاطر عدم إسترجاع الأموال التي تتعامل بها، مما يعرضها إلى الإفلاس والتوقف عن النشاط، وباعتبارها وسيط مالي قد تتسبب في إنتشار تلك المخاطر إلى كل القطاع المصرفي والمالي.

- تؤدي المعلومات غير الكاملة أو غير الصحيحة أثناء الأزمة إلى قيام كل من المستثمرين والمقرضين باتخاذ قرارات خاطئة، مما يؤدي إلى تعميق الأزمة وزيادة الخسائر خصوصا حينما يقوم المستثمرون بتسييل الأصول التي يمتلكونها.

- تلعب الصدمات الخارجية دورا هاما، حيث يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة الحقيقية إلى تدهور معدلات التبادل وإنخفاض قيمة الصادرات، كما قد يتسبب إرتفاع أسعار الفائدة في إرتفاع نسبة الديون غير القابلة للتحويل وإنهيار أسعار الأصول، فتبدأ مشاكل البنوك وتتعمق بدرجة أكبر مما يزيد من خسائرها وتعرضها للإعسار المالي- يمكن أن تتعرض البنوك إلى حالات الإعسار المالي ونقص في السيولة، فهذين المفهومين مختلفين من حيث الآثار، حيث تحدث أزمة السيولة عندما يكون البنك لا يملك الأموال الكافية لمواجهة طلبات سحب المودعين في لحظة ما على الرغم من أنه يمكنه القيام بذلك في أوقات أخرى، وبالتالي فهو غير قادر على الوفاء بالتزاماته العاجلة تجاه دائنيه حتى لو كانت القيمة الحالية لأصوله موجبة، أما في حالة الإعسار المالي تفوق إلتزامات البنك القيمة الحالية للأصول ويكاد يكون البنك في حالة إفلاس فعلي، وبذلك فإن الإعسار المالي هو أشد خطورة من أزمة السيولة.- وتنشأ معها أزمات مصرفية جديدة.

<sup>1</sup>- إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 21-22.

<sup>2</sup>- عبد النبي إسماعيل الطوخي، "التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة"، دراسة مقدمة في كلية التجارة، جامعة أسيوط، مصر، ص: 30. (بدون سنة نشر)

## 2- أنواع الأزمات المالية:

توجد عدة اتجاهات في تحديد أنواع الأزمات المالية، فهناك من يصنفها حسب نوعية الأزمة وليس حسب أسبابها، وفي هذا الشأن نجد: أزمة العملات والتي تتسبب فيها المضاربات على أسعار الصرف مما يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة بشكل واضح، أزمة البنوك: والتي ترجع إلى إختلال النظام المصرفي وعدم قدرته على الوفاء بالتزاماته أمام مودعيه، الأزمة الشاملة: وهي تمس النظام المالي والنقدي معاً، وتؤثر سلبياً على معدلات النمو، أزمة الدين الخارجي: وهي الحالة التي تعجز فيها الدولة عن خدمة ديونها الخارجية.

أما التصنيف الآخر، فيأخذ بأسباب الأزمات، وهنا نجد: أزمات ناتجة عن إختلالات الإقتصاد الكلي وذلك بسبب إنخفاض أسعار العملات أو حدوث خسائر في إحتياطات النقد الأجنبي أو إنهيار أسعار الصرف، أزمات ناتجة عن الذعر المالي وما ينتج عنه من اضطرابات الجهاز المصرفي بالشكل الذي يؤدي إلى إنهيار وحداته بشكل ملحوظ وسريع الإنتشار، أزمات يكون سببها إنفجار الفقاعة التي تتكون عندما يتزايد المضاربون حول أسعار الأصول الثابتة مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار أو تضخمها أكثر من قيمتها الأصلية وبشكل عام تتمثل أنواع الأزمات المالية فيما يلي:

### 2-1- الأزمات المصرفية

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي إندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد المصارف إلى إيقاف قابلية إلتزاماتها الداخلية للتحويل أو إلى إرغام السياسات النقدية بالتدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق عن طريق ضخ أموال لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي.<sup>1</sup> فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع حتماً الإستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك،<sup>2</sup> وإذا إمتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة الإئتمان، وبذلك تتخذ الأزمات المصرفية شكلين أساسيين هما: أزمات السيولة وأزمات الإئتمان.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> -IMF, "currency banking and debt crisis", vol39, N°4, December 2002.

<sup>2</sup> - فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:42.

<sup>3</sup> - متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سبق ذكره، ص:317.

وتتفاعل مجموعة من الأسباب في حدوث الأزمات المصرفية مثل التوسع المفرط في الإقراض وعدم التناسق فيما بين أصول وخصوم البنوك، بالإضافة إلى التدخل المفرط للدولة في توجيه القروض وتخصيص الائتمان وغيرها من الأسباب الأخرى.<sup>1</sup>

## 2-2- أزمات العملة:

تدعى كذلك بأزمة الصرف الأجنبي أو أزمة سعر الصرف، وهي تتمثل في ذلك الإنخفاض الشديد في القيمة الإسمية للعملة والذي يحدث عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاربي عنيف يؤدي إلى إنخفاض قيمتها إنخفاضاً كبيراً، أو إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من إحتياطاتها الدولية، أو عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد.<sup>2</sup>

وفقاً لذلك، يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمات أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات عند إتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض قيمة العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لإنهيار سعر تلك العملة وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في إندلاع الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا عام 1997،<sup>3</sup> وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قراراً تطوعياً من السلطات النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قراراً ضرورياً تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة. ويكون لبعض تلك الأزمات أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الإقتصادي وحدث الإنكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.<sup>4</sup>

ترجع أسباب أزمات العملة إلى مجموعة من العوامل، وفي هذا الإطار ظهر إتجاهان مختلفان في تحديد أهم تلك العوامل، حيث وضح الإتجاه الأول (وهو الأسلوب التقليدي) وجهة نظر Paul Krugman سنة 1978 والتي مفادها أن عدم الإتساق بين أساسيات الإقتصاد الكلي وسعر الصرف هو المسبب الرئيسي لأزمات العملة، فحسب هذا الإتجاه تحدثت الأزمات في سعر الصرف أساساً نتيجة للإفراط في الإئتمان المحلي بسبب تمويل عجز الميزانية عن طريق خلق النقود مما ينتج عنه إرتفاع في القيمة الحقيقية لسعر الصرف. أما الإتجاه الثاني (والذي يمثل الأسلوب الحديث) فيرى بأنه يمكن للأزمة أن

<sup>1</sup> - ظلفاح أحمد، "الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص: 12.

<sup>2</sup> - أحمد يوسف الشحات، "الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا"، دار النيل للطباعة والنشر، 2001، ص: 12.

<sup>3</sup> - عبد الله شحاتة، "الأزمة المالية: المفهوم والأسباب"، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

<http://www.isegs.com/forum/attachment.php?attachmentid=668&d=1227987538>

تاريخ الإطلاع: 2009/11/06، ص: 03.

<sup>4</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

تحدث حتى في حالة إتساق بين أساسيات الإقتصاد الكلي وسعر الصرف، وهنا يدخل دور التوقعات في حصول الأزمات، ويرى هذا الإتجاه أن أزمات الصرف ليست متوقعة بالكامل إذ يمكن أن تحدث نتيجة للإشاعات، فالمستثمرون لا يملكون معلومات كافية عن الإقتصاد وبالتالي فهم أكثر تأثرا بالشائعات وبالأزمات التي تقع في مناطق أخرى نتيجة لأثر العدوى،<sup>1</sup> فمثلا أدى أثر العدوى دورا كبيرا في أزمة المكسيك سنة 1994 حيث أشار المحللون الإقتصاديون إلى وجود إرتباط بين تحركات أسعار الأسهم والسندات وقيم العملات الوطنية بين أسواق الدول الناشئة في أعقاب هذه الأزمة، كما أن تطورات الأزمة في بلدان جنوب شرق آسيا تشير إلى دور العدوى في إنتشار الأزمة المالية نتيجة للروابط التجارية الوثيقة والتشابه في سمات الإقتصاد الكلي.

### 2-3- أزمات الأسواق المالية:

تسمى أيضا الأزمات البورصية، بإعتبار أن البورصة هي مؤشر قوي لمستوى أداء الأسواق المالية، وبالتالي فهي تعبر عن مجموعة من الأحداث المرتبطة بالفجوة الحاصلة ما بين القيمة السوقية والقيمة الأساسية<sup>2</sup> لأصل ما أو لمؤشر البورصة والتي تنهار في فترة زمنية معينة، كذلك تعبر الأزمة عن ذلك الإنخفاض الحاد في قيمة الأصول المالية، وهذا بعد أن يكون قد سجل في فترات سابقة إرتفاع في قيمتها نتيجة للشعور بالتفاؤل لدى جميع الأطراف من أن شراء الأصول اليوم وإنتظار فترة إرتفاع أسعارها بنسبة أكبر وبيعها لتحقيق مكاسب هو أفضل إستثمار، مما دفع الكثير من الشركات إلى الإستثمار في هذا الأصل لأن عائده مرتفع، غير أن هذا الوضع الذي تعيشه أسواق المال لا يمكن أن يدوم ولا بد أن تحصل صدمة أخرى تنقص مساره، أي تدفع الأسعار وكمية السيولة إلى التراجع ومعها يتراجع الإقتصاد بالضبط فتحدث أزمة البورصة.

وتحدث العديد من الأزمات في الأسواق المالية نتيجة لما يعرف إقتصاديا بظاهرة الفقاعات (bubble)، التي تتكون عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها الحقيقية على نحو إرتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن إرتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، وفي هذه الحالة يصبح إنهييار أسعار الأصل مسألة وقت لتنفجر الفقاعات فتؤدي إلى تدهور مؤشرات الأسواق المالية،<sup>3</sup> ويصاب أصحاب الأوراق المالية بالذعر فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى، وهذا ما يجعلنا أمام أزمة الأسواق المالية عند إنهييار مؤشرات البورصة بأكثر من

<sup>1</sup> - أوكيل نسيمية، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها- دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا)-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص:80.

<sup>2</sup> - Laurens lafont, Anton Molina, opcit, p:41.

<sup>3</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص:190.

20% لمدة ثلاثين يوما متتالية على ما كانت عليه المؤشرات من قبل، وتحدث نتيجة تدهور مفاجئ وسريع لأسعار مختلف الأصول المالية.<sup>1</sup>

### ثانيا - أدوات الهندسة المالية كسبب في حدوث الأزمات المالية:

باعتبار المؤسسات المالية هي المسؤولة عن توفير الأموال ونقلها بين المتعاملين الماليين سواء على المستوى المحلي أو العالمي، فهي كثيرا ما تتعرض أثناء القيام بوظائفها إلى مخاطر مالية غالبا ما قد تنعكس إلى أزمات، وترتبط تلك المخاطر بالدرجة الأولى بتوريق الديون الذي أصبح من بين أهم معاملات المؤسسات المالية، بالإضافة إلى الزيادة الكبيرة التي تعرفها هذه المؤسسات في إستخدام وتداول المشتقات المالية دون الأخذ بعين الإعتبار المخاطر التي قد تتجم عنها، خاصة وأنها تساهم بشكل كبير في إنتقال الأزمات المالية.

#### 1- توريق الديون:

يعتبر التوريق من أهم الإبداعات المالية التي أحدثت ثورة في أسواق المال العالمية خلال السبعينيات، والتي أتاحت للمؤسسات الإقتصادية والمالية على غرار البنوك إمكانيات جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة، بالإضافة إلى جزء من المخاطر التي كانت تثقل كاهلها إلى أطراف أخرى. ولكن ومع الإستعمال المفرط لهذا النوع من الأوراق المالية من طرف البنوك من خلال توريق القروض، وفي ظل بيئة تتميز بعدم التماثل في المعلومات، أدى إلى وقوع أزمات مالية حادة أثرت سلبا على إقتصاديات الدول التي تتعامل في هذا النوع من الأوراق المالية. حيث عادة ما يلجأ إلى التوريق مؤسسات أو بنوك متخصصة في التمويل، فعند إقراضها لعدة أشخاص قروضا بفوائد لمدة معينة وانتظرت حتى حلول أجل السداد لتحصيل أموالها، فإنها ستفوتها فرص كثيرة لتعظيم دخولها خلال هذا الأجل، وإذا تعثر بعض المقترضين عن السداد ستتحمل وحدها مخاطر ذلك. يتمثل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للجوء إلى عمليات التوريق في التحرر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة كفاية رأس المال، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية المنشأة أو البنك، والتوريق في هذه الحالة يعد بديلا مناسباً حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديون لدى الغير، دون

<sup>1</sup> - العباس يلقاسم، "الأزمات المالية والنماذج المفسرة لها"، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، مقال منشور على الموقع الإلكتروني: [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)، تاريخ الإطلاع: 2011/05/23.

أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك،<sup>1</sup> وإلى جانب ذلك تتمثل الغاية من عمليات التوريق في رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم أعمال المؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية بالإضافة إلى تقليل مخاطر الإئتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

وباعتبار التوريق تقنية مالية حديثة، فهي توظف لأغراض عديدة كإخراج الأصول المسمومة من ميزانيات البنوك أو توزيع المخاطر على أوسع نطاق ممكن يتجاوز حدود الدولة الواحدة ليشمل دول كثيرة في العالم، ومن شأنها كتقنية أن تؤدي إلى عمليات مالية كالتأمين عليها من مخاطر عدم تحصيلها عند حلول تواريخ إستحقاقها، كذلك من شأن مثل هذه العمليات المالية المشتقة أن تؤدي إلى نمو الأنشطة المالية بقدر غير متناسب مع الأصول الإقتصادية الحقيقية التي اشتقت منها.

إن عمليات التوريق سواء كانت بهدف تحسين وضعية ميزانيات المؤسسات ودرجة سيولة أصولها الإقتصادية، أو كانت بهدف التخلص من المخاطر التي تنطوي عليها بعض أصولها المالية، فهي تسعى إلى تحقيق هدف واحد هو تعظيم ربح المؤسسات المالية، كما أن التوظيف الواسع والمتزايد لهذه التقنية خلال العقدين الأخيرين يبين دورها في نقل المخاطر خاصة إلى المساهمين والمدخرين الصغار.

وبالتالي فعمليات التوريق لا تخلو من بعض المخاطر التي من شأنها أن تتسبب في إفلاس البنوك وحدوث أزمات مصرفية ومالية، ومن أحدث المخاطر التي نجمت عن عمليات التوريق حدوث الأزمة العالمية لعام 2008 والتي سوف نتطرق إليها بشيء من التفصيل لاحقاً.

ومن أهم المخاطر التي قد تتسبب فيها المؤسسات المالية في مجال التوريق ما يلي:<sup>2</sup>

- **مخاطر السيولة:** ويحدث ذلك في حالة عدم قدرة المؤسسات المالية على التصرف في الورقة المالية بسرعة دون التعرض لإنخفاض في قيمتها السوقية، وعدم توظيف عملية التوريق للإقتصاد المباشر.

- **المخاطر التشغيلية:** تنشأ عن عدم كفاءة النظم والرقابة وإخفاق إدارة المؤسسات المالية في مجال التعامل بعملية التوريق، بحيث يتطلب توريق الديون توافر نظم رقابية قادرة على التأكد من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.

- **المخاطر القانونية:** تكون ناتجة عن عدم القدرة على تنفيذ عملية التوريق وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد وعدم القدرة على تنفيذ أحكام القضاء في حالة الإفلاس، أو صدور تشريع مفاجئ يمنع منشآت معينة (الوحدات الحكومية) من التعامل في التوريق، وهذا النوع من المخاطر يعتبر مسؤولاً عن الكثير من الخسائر الناتجة عن التعامل في عملية التوريق.

<sup>1</sup> فتحية إسماعيل محمد مشعل، "التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة-رؤية فقهية معالجة"، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق - جامعة المنصورة، 1- 2 أبريل 2009، ص:10.

<sup>2</sup> فتحية إسماعيل محمد مشعل، مرجع سبق ذكره، ص:11.

- المخاطر المنتظمة: والتي ترجع إلى وجود خلل أو إهتزازات في المركز المالي للمؤسسة المالية التي تتعامل في التوريق.

وعليه، فبالإضافة إلى ما يمكن أن يحققه التوريق من أهداف كزيادة درجة سيولة الأعوان الإقتصاديين ومن تم ضمان تخصيص أمثل للإدخار العالمي، وإعادة هيكلة ميزانيات المؤسسات الإقتصادية المعنية، وتوزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من الأعوان بحيث نقل درجة خطورتها، إلا أن التوريق يشكل إحدى أهم قنوات نقل عدوى الأزمات المالية عبر وحدات القطاع المالي الوطني الواحد ثم عبر العالم، هذا ما يساهم في تعميق الأزمة وانتقال عداها إلى مستوى الإقتصاد الحقيقي، وهي حالة الأزمة المالية والإقتصادية العالمية لعام 2008، حيث قام المستثمرون التأسيسيون بإخراج الأصول المالية السيئة من ميزانياتهم وتحميل مخاطرها لغيرهم على أوسع نطاق، وبذلك تكون تقنية التوريق قد تحولت من تقنية تستخدم لتحقيق أهدافها المذكورة إلى قناة نقل العدوى عبر النظام المالي والإقتصادي العالمي.<sup>1</sup>

## 2- التماهي في إستخدام المشتقات المالية:

تعد المشتقات المالية من أهم أدوات الهندسة المالية المتعامل بها في الوقت الحالي، وذلك نظرا لدورها الفعال خاصة فيما يخص تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وكونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وقد تطورت المشتقات المالية بشكل كبير بحيث أصبح هناك أسواق خاصة بها لإرتفاع حجم التعاملات فيها كنتيجة لتحرير الأسواق من القيود وحرية تحويل العملات وإنتقال رؤوس الأموال، كل ذلك ساعد على إبتكار أدوات إستثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة من أجل تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما يساعد على توفير السيولة في الأسواق المالية وتحسين كفاءتها.

فالتعامل بالمشتقات المالية أو ما يسمى بأدوات الهندسة المالية له مجموعة من الفوائد، فهي تعتبر أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات، كما تمكن المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموما التحوط من المخاطر المحتملة وذلك بإستخدام أموال أقل مما لو إقتنت موجودات تظهر في الميزانية، بالإضافة إلى أنها تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لربائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - مجيطة مسعود، مرجع سبق ذكره، ص:12.

للمزيد من التفاصيل، أنظر:

-Ben Bernanke. B," Le canal du crédit et le rôle du système bancaire", sur le site web : [www.Larevuedesidees.fr/De-la-crise-de-1929-a-celle-de-htm#nh1](http://www.Larevuedesidees.fr/De-la-crise-de-1929-a-celle-de-htm#nh1).

<sup>2</sup> - بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص:10.

غير أن الإستخدام المفرط للمشتقات المالية من طرف بعض المؤسسات المالية، وإستخدامها لأغراض غير تلك التي وجدت من أجلها - والمتمثلة في التغطية من مخاطر الصرف-، كثيرا ما ينطوي عليه مخاطر وخسائر هائلة وغير محتملة قد تؤدي في نهايتها إلى حدوث أزمات مالية وإنتشارها إلى الإقتصاديات الأخرى، وتتمثل أهم المخاطر التي تتسبب فيها المشتقات المالية أساسا في:

- **مخاطر السوق:** تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تتجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للإحتياط ضد إحتمال إستمرار هذا التدهور، وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة.

ويزيد إحتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك إحتكار من طرف صناع السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الإتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يؤدي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد، ومما يزيد من هذه المخاطر هو ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، وسهولة إنتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ويؤكد ذلك إلى حد كبير تداعيات أزمة المكسيك، حيث إقترن تخفيض سعر صرف البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994 بانخفاض حاد غير متوقع في أسعار الأوراق المالية متوسطة الأجل التي أصدرت في المكسيك في أواخر ذلك العام، وإمتد هذا الإنخفاض ليشمل أسعار الأصول المالية المكسيكية الأخرى، مما أدى إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين في العقود الخاصة بتلك الأصول، كما إمتد هذا الإنخفاض ليشمل أيضا أسعار السندات في باقي دول أمريكا اللاتينية، فضلا عن إمتداده إلى أسعار السندات في الأسواق الآسيوية التي تراجعت إصدارات السندات فيها بدرجة كبيرة.<sup>1</sup>

- **المخاطر الإنتمانية:** تسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، وتعتبر من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية، وتنتشر هذه المخاطر بدرجة كبيرة في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي إهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة

<sup>1</sup> سحنون محمود، محسن سميرة، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 06

الإئتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها، كما يطالب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية البنوك الخاضعة لها بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل إمتدادا طبيعيا لدورها الرقابي، وتقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.

- **المخاطر القانونية:** وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم إمتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك إلتزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة الإفلاس.<sup>1</sup>

وبناء عليه، تعتبر المشتقات المالية واحدة من أهم العوامل التي تتسبب في إفلاس المؤسسات المالية وما قد يرتبط بذلك من أزمات مالية، ولذلك فقد حذرت أبرز الهيئات الدولية من التوسع في إستعمال أدوات الهندسة المالية، ففي دراسة لبنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي وهيئة ضمان الودائع الفيدرالية ودائرة النقود الأمريكية، تم تحذير البنوك من إستعمال أدوات الهندسة المالية، كما أجرت دراسة أخرى من قبل نفس الجهات في وقت لاحق من الدراسة السابقة كانت أكثر تحذيرا، وطلبت من البنوك تحسين عملية إدارة المخاطر المصاحبة لهذه الأدوات، فضلا عن أن تقرير لجنة بازل بشأن المشتقات حذر وبصورة شديدة من إستعمال أدوات الهندسة المالية بصورة واسعة من قبل البنوك وما يمكن أن يمثله من مخاطر للمتعاملين لاسيما قليلي الخبرة، إذ أكد المشرفون في لجنة بازل منذ عام 1986 على أهمية دراسة مخاطر هذه الأدوات والرقابة عليها، وبينت أنه من الضروري قيام البنوك بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال، كما أصدرت ذات اللجنة تقريرا في جويلية 1994 تضمن إرشادات للمشرفين حول العناصر الأساسية للإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات. فيما أشار بنك التسويات الدولية لأكثر من مرة إلى المخاطرة التي يمكن أن تسببها أدوات الهندسة المالية، لاسيما إذا ما تم إستخدامها بصورة غير صحيحة أو بصورة واسعة.<sup>2</sup>

إن التوسع في المشتقات المالية بدون ضوابط عرض المتعاملين فيها لخسائر فادحة وربما للإفلاس، والأمثلة على ذلك كثيرة، نذكر منها الخسائر المالية التي لحقت بشركة Kachima Oil اليابانية بحوالي 1.5 مليار دولار نتيجة الإلتجار والتعامل في عقود أسعار الصرف، وتلك التي لحقت بشركة Metallgesellschaft الألمانية بحوالي 1.4 مليون دولار، ووصلت الخسائر التي تحملتها إحدى الشركات المتخصصة في الأوراق المالية وهي Painewebber إلى حوالي 268 مليون دولار بين شهري

<sup>1</sup> - بن رجم محمد خميسي، مرجع سبق ذكره، ص:11.

<sup>2</sup> - بن رجم محمد خميسي، نفس المرجع السابق، ص:10.

- أنظر أيضا: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص:116.

جوان وبداية سبتمبر 1994 والتي نتجت عن دعم إحدى صناديقها الإستثمارية في تجارة المشتقات، وتجاوزت خسائر بنك kidder peabody - وهو أحد بنوك الإستثمار الأمريكية- نتيجة قيامه بعملية شراء وبيع المشتقات في أحد صناديقه الإستثمارية حوالي 04 ملايين دولار خلال شهر أوت 1994. وتعد أزمة Barings Bank من الأزمات الشديدة التي دمرتها مخاطر المشتقات المالية وما نتج عنها من آثار وإنعكاسات ممتدة ومتشعبة على النشاط المصرفي في كثير من دول العالم، وتعود تلك الأزمة إلى قيام أحد فروع هذا البنك والكائن في سنغافورة بالمضاربة في سوق العقود الآجلة - خاصة عقود الخيارات والعقود الآجلة المتداولة في بورصتي أوساكا اليابانية وسيمكس السنغافورية- في الوقت الذي جاءت فيه إتجاهات السوق عكس توقعاته في ظل غياب الرقابة على عمليات تلك السوق من قبل إدارة البنك.<sup>1</sup>

### ثالثاً- دور الهندسة المالية في حدوث وانتشار أزمة 2008

شهد الإقتصاد العالمي سنة 2008 أزمة مالية عالمية ظهرت بوادرها مع أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية نهاية سنة 2007، وتعتبر هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي عرفها النظام المالي العالمي والتي بدأت في التحول إلى أزمة إقتصادية عالمية، خاصة بعد أن امتدت آثارها إلى الإقتصاديات الأخرى وبدأت انعكاساتها السلبية تظهر في بقية دول العالم.

#### 1-مرحل تطور أزمة 2008:

الأزمة المالية الأمريكية أخذت أبعاداً مختلفة وتطورات عديدة، فهي تعتبر من أخطر الأزمات التي عرفها النظام العالمي ليس لكونها نتجت من النظام المالي الأمريكي وإنما لأنها إنتقلت بسرعة غير ملحوظة إلى بقية الأسواق المالية،<sup>2</sup> وقد عرفت من خلال ذلك مجموعة من المراحل بالتطور من أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية كما يلي:<sup>3</sup>

**1-1- أزمة الرهن العقاري:** وهي أول مرحلة من مراحل الأزمة، حيث بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وأدت إلى إضطراب إقتصادي نتج عنه إفلاس شركات الرهن العقاري وفقدان الملايين من الأسر لمنازلهم وممتلكاتهم، ولأن العالم يعيش عصر العولمة فإن تلك الأزمة إمتدت لتتأثر أوروبا ثم دول العالم الأخرى بما فيها الدول العربية، وهذه الأزمة أدت إلى تدهور القطاع العقاري وزيادة العرض على

<sup>1</sup> - بن ساعد عبد الرحمن، إتجاهات وآليات الإستقرار المالي العالمي في أعقاب الأزمة المالية العالمية"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2014، ص:55.

<sup>2</sup> -Laure Kelein, "La crise des subprimes", revue banque édition, paris, 2008, p:45.

<sup>3</sup> - محمد أحمد زيدان، "فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الإقتصادية"، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الإقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس لبنان، 13-14 آذار 2009، ص:10-

الطلب ثم إنخفاض أسعار العقارات وأسعار الأراضي وتوقف المستثمرين العقاريين عن تنفيذ مشاريعهم أو تأجيلها.

**1-2- أزمة الائتمان:** جاءت تابعة لأزمة الرهن العقاري، وهنا عجز الكثير من المؤسسات والأفراد عن الإيفاء بديونهم مما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك، وبالتالي ظهرت أزمة السيولة وظهر جفاف السيولة، مما أدى بالبنوك المركزية إلى التدخل وضخ مئات المليارات في الأسواق ولكن دون جدوى، نظرا لكبر حجم الأزمة وأن ما تم عمله لم يعد سوى إتخاذ تدابير مؤقتة، فقد إمتدت الأزمة كذلك لتطال جميع دول العالم دون إستثناء.

**1-3- أزمة الأسواق المالية:** إمتدت تداعيات أزمة الرهن العقاري وأزمة الائتمان إلى أسواق العالم وبورصاته، إبتداء من أسواق الولايات المتحدة الأمريكية إلى الأسواق الأوروبية وأسواق اليابان والشرق الأقصى بل وحتى الأسواق العربية التي فقدت أكثر من 60% من قيمتها،<sup>1</sup> من جهة أخرى تأثرت الكثير من الشركات المساهمة بتداعيات الأزمة حيث وصلت أسعار أسهمها إلى ما دون قيمتها الدفترية بكثير، وهذا يعني أن أغلب المواطنين فقدوا معظم ثروتهم مما نتج عنه الكثير من المشاكل السياسية والاجتماعية.

**1-4- أزمة البترول:** مع ظهور الأزمات المذكورة سابقا ظهرت أزمة البترول الجديدة، حيث إنخفضت أسعار البترول خلال شهرين من 148 دولار للبرميل إلى أقل من 50 دولار، مما يعني أن البترول فقد حوالي 3/2 قيمته وبالتالي بدأت أزمة جديدة لدى الدول المصدرة للبترول لحقت آثارها السلبية بالعديد من الدول، كما أن تداعيات الأزمات تلك، قد أدت من جهة أخرى إلى فقدان الدول البترولية فوائدها المالية وتعرضت صناعاتها السيادية إلى خسائر فادحة.

## 2- أهم العوامل المتسببة في حدوث أزمة 2008:

وقد إختلف العديد من المحللين والإقتصاديين في تحديد وتعليل أسباب أزمة 2008، حيث أرجعها البعض إلى جوهر النظام الرأسمالي بفشله وعدم صلاحياته، ويربطها البعض الآخر بضعف الرقابة على المؤسسات المالية وما سببته في أزمة القطاع العقاري أين إنخفضت قيمة العقارات، وتسببت في ضعف قدرة البنوك على تسديد إلتزاماتها إتجاه المؤسسات والأفراد خاصة في ظل وجود خلل إستراتيجي في ظاهرة العولمة المالية أو في تطبيقاتها، غير أن ما هو مؤكد أن الأزمة المالية لم تنشأ من عدم، وإنما تضافرت مجموعة من العوامل والأسباب في حدوثها وتفاقمها، وقد كانت مجموعة من المؤشرات والمظاهر تنذر بذلك.

<sup>1</sup> - أنظر أيضا:

Pierre-gilles Bellin, Arca Mimore, "les ecosolutions a la crise immobilière et économique", édition :Eyrolles, paris, 2009, p:25

## 2-1- دور العولمة المالية في حدوث الأزمة المالية العالمية:

لقد سادت العولمة المالية تناقضات وإختلالات كثيرة، فعوض أن تعمل العولمة على تطوير المعاملات وزيادة وتقوية الروابط بين الأسواق، تسببت في تكريس عدم الإستقرار المالي وعملت على عدم تنظيم تدفق رؤوس الأموال على المستوى الدولي،<sup>1</sup> بل وشكلت كذلك أحد العوامل البارزة في إنتقال أثر العدوى المالية التي نتسبب في إنتقال الأزمة نحو الأسواق المالية الأخرى،<sup>2</sup> من جهة أخرى تسببت العولمة في إختلالان رئيسيان كان لهما دور كبير في التمهيد لوقوع الأزمة، وهما:

- الإختلال بين الإدخار والإستثمار على المستوى الدولي.

- الإختلال في توزيع الدخل.

## 2-2- نمو نشاط المضاربات بشكل كبير ومتنامي:

إن النمو الكبير في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الإقتصادية للمؤسسات المصدرة للأسهم، لذلك فقد تمت المضاربات في البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس إقتصادية سليمة، مما تسبب في حصول عرقلة في التسديد وحصول الأزمة. فبالرغم من أن المضاربة تعتبر نشاط إقتصادي هام ولا يمكن الإستغناء عنه، خاصة وأنها تعطي المرونة للأسواق المالية (fluidité) وتساعد على تحقق خاصية عمق السوق وتجعل الأسعار مستقرة (تستقر بسهولة)،<sup>3</sup> إلا أنها تسببت في حدوث الأزمة، لأن هذه المضاربات ليست حقيقية، بمعنى أنها لا ترتكز على دعائم قوية، ولا تقوم على معلومات حقيقية كما يندر فيها الشفافية والإفصاح عن مراكز الشركات وموجوداتها المادية، ولكنها تقوم على تخيلات تعتمد على تدوير القروض على أصل أقل بكثير مما يدور عليها من أصول مالية، ومن هنا يقدر ضرر هذه الأزمة بنحو 2.5 تريليون دولار، هذا ومما ساهم في حدوث هذه الأزمة ما قامت به الحكومة الأمريكية بدعم ما يطلق عليه مجتمع التملك: بدعم تملك منازل مهيئة للسكن والإستقرار، وبخفض الضرائب على التمويل العقاري.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> -Patrick bolle, "innégalités et Mondialisation financières qui tombe a pic", revue internationale du travail, vol:147, N°:04, 2008, p:478.

<sup>2</sup> -Bertrnd Richard, Inès Masmoudi, "crise financière et gouvernance des banques", Article Publié avec l'aimable autorisation de la revue banque, paris, 2010, p:175.

<sup>3</sup> -Nicolas crespelle, opcit, p:89.

<sup>4</sup> -رمضان محمد أحمد الروبي، "الأزمة المالية العالمية، حقائقها، وسبل الخروج منها مع رؤية الإقتصاد الإسلامي"، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق - جامعة المنصورة، 1- 2 أبريل 2009، ص:07.

### 2-3- إنفجار الفقاعة المالية في القطاع العقاري:

شهدت أسواق العقارات خلال الفترة من 2001 حتى 2006 إزدهارا كبيرا، وتنامت الإستثمارات المحلية والأجنبية وحتى من خارج أمريكا- في الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية ومتحصلات بطاقات الإئتمان طوال معظم هذه السنوات، وأغرى هذا البنوك والمؤسسات المالية فتساهلت في منح الإئتمان مما سهل للأمريكيين تمويل إنفاقهم الإستهلاكي من خلال تلك القروض، وبمجرد أن حدث العجز عن تسديد تلك القروض إتخذت المؤسسات المالية إجراءاتها لإخلائهم من منازلهم الضامنة لقروضهم، فانهارت أسعار العقارات وعجزت المؤسسات المالية عن تحصيل مستحققاتها هي الأخرى فقلت السيولة النقدية لديها وتوالت حالات الإفلاس التي أصابتها وإندلعت الأزمة المالية تبعا لإنفجار الفقاعة المالية، فإتجهت البنوك على إثر ذلك إلى وضع العقبات أمام منح الإئتمان ونقلت إمكانية الحصول على القروض.<sup>1</sup>

### 2-4- مساهمة المؤسسات المالية في حدوث الأزمة المالية لعام 2008

إن دراسة الأزمات المالية السابقة تؤكد إلى حد ما إشتراك المؤسسات المالية في حدوثها، بل وفي إنتشارها إلى مختلف الأنظمة المالية الأخرى، خاصة في ظل التحرير المالي للأسواق المالية والمعاملات المالية وإزالة مختلف أنواع القيود عليها، وكذلك ضعف الرقابة وعدم إحترام القوانين المسيرة لنشاطها، فمن خلال دراسة نشأة وتطور الأزمة المالية لعام 2008، يمكن أن نرجع هذه الأزمة في الأساس إلى خلل في دور ووظيفة المؤسسات المالية، خاصة بتوسعها الكبير في إصدار الأصول المالية وتوريق الديون والإقراض في إستعمال المشتقات المالية، مما نتج عنه حدوث هذه الأزمة وإنتشارها بين الأسواق العالمية.

- **عدم احترام السياسات والقواعد المصرفية وغياب الرقابة المالية:** لعل أبرز العوامل التي كانت سببا كافيا لحدوث الأزمة المالية العالمية هو تخفيض معايير الإقراض والتعامل بالقروض الأقل جودة، حيث توسعت المؤسسات المالية الأمريكية في تقديم القروض بكل أشكالها لمختلف القطاعات كالعائلات والمؤسسات وحتى للدول، وقد تنافست فيما بينها لتقديم التسهيلات الإئتمانية، وقد إستعملت في ذلك عدة آليات أهمها: الإستعمال المفرط لبطاقات الإئتمان،<sup>2</sup> كذلك من شأن قيام بعض البنوك المتخصصة بشراء الديون المتعثرة للبنوك ثم تحويلها إلى سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنوك ثم التعامل بها، أن أثر سلبا على تلك البنوك المتخصصة ومن ثم على بقية البنوك الأخرى.

أما فيما يخص القروض العقارية، ومن أجل مواجهة زيادة المنافسة من طرف المؤسسات المالية بحثا عن المردودية المرتفعة، تبنت البنوك وغيرها من المؤسسات المالية إستراتيجية لزيادة حجم أنشطتها من خلال تخفيف شروط منح القروض، فقد قامت المؤسسات المالية بالتوسع في الإقراض العقاري بصورة لم

<sup>1</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص:63.

<sup>2</sup> - Jacques Attali, opcit, p:55.

يسبق لها مثيل، حيث منحت الائتمان إلى أفراد وشركات عقارية ومقاولات لا يمتلكون سجلاً إئتمانياً أو ليس لديهم الإمكانيات لإثبات مقدرتهم على دفع أقساط القروض بانتظام ولا يتمتعون بملاءة مالية مقبولة، - تمادي البنوك في الإقراض وتجاهل مقررات لجنة بازل:

لقد حددت إتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض - وبالتالي الإقتراض - للبنوك بأن لا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لها، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال وإحتياجات، وهذا هو ما يعرف بالرافعة المالية.

فبالرغم من أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة إحترام هذه النسب، فإن بنوك الإستثمار في أمريكا لا تخضع لرقابة البنك المركزي ومن هنا تمادت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعف حجم رؤوس أموالها كما في حالة بنك "UBS"، وقد كان الوضع بالنسبة لبنك "ليمان براذرز" أسوأ،<sup>1</sup> فالزيادة الكبيرة في الإقتراض تعني زيادة المخاطر عند تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث بالنسبة للأزمة العقارية، ويرجع توسع المؤسسات المالية في الإقراض والإقتراض إلى رغبتها في تحقيق الأرباح السريعة، لأن المزيد من الإقراض والإقتراض يسمح بتحقيق أرباح كبيرة لهذه المؤسسات، أما المخاطر الناجمة عن هذا التوسع في الإقراض، فهي لاتهم مجالس الإدارة في معظم هذه البنوك والتي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل التي يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، وهو ما نتج عنه أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك، وهكذا أدى الإهتمام بالربح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطر في المدة الطويلة.<sup>2</sup>

#### - عدم توزيع القطاع المالي للمخاطر:

تتطلب عملية تقليل المخاطر ضرورة توزيع القروض على مجالات متعددة، هذا ما يساعد على توزيع مخاطر تلك القروض المحتمل حدوثها، أما تركيزها في مجال واحد أو مجالات قليلة يؤدي حتماً إلى زيادة إحتتمالات حدوث الأزمات، والدليل واضح في هذه الأزمة التي تولدت نتيجة لتركيز البنوك على الإقراض بشكل كبير في قطاعات قليلة أو قطاع العقارات دون سواها وأثر ذلك على زيادة المخاطر، فالعقارات في أمريكا كانت أكبر مصدر للإقراض والإقتراض مقابل رهن هذا العقار، وبدأت الأزمة بسبب ما يعرف بالرهون العقارية الأقل جودة.

ولكن البنوك لم تكتف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة، بل إستخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي للتوسع في الإقراض، فعندما تجمع لدى البنوك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية قامت إستخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة إقتضت بها من

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

<sup>2</sup> - رضا فتحي علي المنسي، "إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة"، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص: 07.

المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة،<sup>1</sup> وهكذا فإن العقار الواحد منح مالكة الحق في الإقتراض من البنك، غير أن البنك أعاد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر إقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، واستمرت العملية في واحدة تلو الأخرى، بحيث ولد العقار طبقات متتابعة من الإقتراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى.<sup>2</sup>

وقد أدى تركيز الإقتراض في قطاع واحد (العقارات) إلى زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة (المشتقات) على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقتراض، هذا العيب الهيكلي والآلية في طريقة عمل المؤسسات المالية قد أضعفت من ضخ السيولة في قطاعات الإقتصاد العيني المتنوعة، وهو ما وسع من الانفصال بين الإقتصاديين المالي والعيني.<sup>3</sup>

#### -إزالة القيود والأنظمة على المؤسسات المالية:

يرى "بول كروغمان" أن إزالة القيود والأنظمة وخاصة إلغاء قانون غلاس ستيغال سنة 1990، شكل أحد الأسباب الرئيسية لنشوء الأزمة، حيث أدى هذا الإجراء بالسماح للبنوك التجارية بالدخول في الأعمال الإستثمارية وبالتالي التوسع في تحمل المخاطر، الأمر الذي أدى إلى هشاشة الوضع المالي والذي شكل الأرضية الملائمة لحدوث أزمة مالية، خاصة وأن الأفكار السائدة كانت تعارض إخضاع المؤسسات للقيود والأنظمة، فالأطراف التي كان يفترض بها الحد من هشاشة النظام، لم تجد خطرا في التعامل بالابتكارات المالية، وحسب ألان غرينسبان (2004) أصبحت المؤسسات المالية المستقلة أقل تعرضا للصدمات من عوامل المخاطرة الأساسية، بالإضافة إلى ذلك أصبح النظام المالي بمجمله أكثر مرونة.<sup>4</sup>

#### - تراجع نشاط المؤسسات المالية من خلال التفاعل بين سعر الفائدة، بيع الديون والمغامرة:<sup>5</sup>

لقد عرفت المؤسسات المالية تراجعاً في وظيفتها من خلال ثلاثة عوامل رئيسية مرتبطة فيما بينها هي: سعر الفائدة بيع الديون والمغامرة، فقد بدأت بوادر الأزمة العالمية بالإرتفاع المتتالي لسعر الفائدة من جانب بنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، خاصة في ظل تجاهل قدرة العملاء على تسديد تلك الديون، وتفاقت تلك الأزمة حين توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، مما ترتب عليه تحميلهم أعباء إضافية نتيجة لهذا التأخير وفقاً لسياسة سعر الفائدة المركبة، وهذا ما زاد من تعثر

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

<sup>2</sup> حازم البيلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية: محاولة للفهم، منشور على الموقع الإلكتروني: تاريخ الإطلاع 2010/01/10 [http://www.siirline.org/alabwab/monawat\(28\)/333.ht](http://www.siirline.org/alabwab/monawat(28)/333.ht)، ص: 06.

<sup>3</sup> صفوت عبد السلام عوض الله، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي"، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص: 08.

<sup>4</sup> بن ساعد عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص: 170.

<sup>5</sup> عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 307-308.

أصحاب القروض المتعثرين أصلاً وهو ما أدى إلى فقدان العديد لمنازلهم المرهونة للمؤسسات المالية المقرضة. أما بالنسبة للعامل الثاني والمتمثل في بيع الديون فجاءت من خلال توريق تلك الديون العقارية، وذلك بتجميع هذه الأخيرة وتحويلها إلى سندات وتسويقها من خلال الأسواق المالية العالمية، غير أنه نتج عن عمليات التوريق هذه زيادة في معدلات عدم الوفاء بالديون لرداءة العديد منها، مما أدى إلى انخفاض قيمة هذه السندات المدعومة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية بأكثر من 70%.

أما العامل الثالث والذي تسببت فيه المؤسسات المالية والذي أثر بدوره سلباً على نشاطها هو تأمين السندات العقارية على أصل تلك السندات وعوائدها لدى شركات التأمين، وقد انعكس تعثر عملاء الديون العقارية وكذلك رداءة سندات تلك الديون بصورة مباشرة على شركات التأمين، من خلال مطالبة حاملي تلك السندات شركات التأمين بتغطية خسائرهم، وكان من نتيجة ذلك أن تكبدت أكبر مؤسستين للرهن العقاري في الولايات المتحدة وهما: "فاني ماي" و"فريدي ماك" خسائر بالغة حتى أوشتتا على الإفلاس.

#### - تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية للمؤسسات المالية:

لقد أكدت الأزمات المالية السابقة، إشتراك معظم هذه الأزمات في تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية الواقعة على رأس المؤسسات المالية للدول التي شهدت هذه الأزمات، ومحللو هذه الأزمة أرجعوها إلى ضعف مدراء البنوك والمدراء الماليين،<sup>1</sup> وكذلك إنتشار الفساد بين فئة المسؤولين التنفيذيين في الأنظمة المصرفية والمؤسسات المالية سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها، كما غابت الآليات الفعالة للرقابة عليهم مما جعلهم يتساهلون في منح قروض بمبالغ كبيرة دون تطلب معايير الأمان الدولية في الأصول الضامنة لهذه القروض، ومن الغريب أن المسؤولين الماليين في الولايات المتحدة الأمريكية تفتنوا إلى توافر هذه الأسباب منذ 2002 وأكدوا على أهمية مواجهتها، من خلال الإشراف على إجراءات ضمان كفاية رأس المال في النظام المصرفي وزيادة الشفافية في المحاسبة والكشف عن الممارسات غير المشروعة في المجال المالي.

فقد كشفت هذه الأزمة المالية عن حصول تجاوزات معتبرة، فمثلاً مثَّلَ عدد من كبار المسؤولين في بنك "لمان برانرز" أمام القضاء الأمريكي بعد أن اعترف مجلس إدارة البنك "ريتشارد فولد" أمام لجنة برلمانية أن عمله على رأس هذا البنك حقق لها أرباحاً بقيمة 350 مليون دولار بين سنتي 2000 و2007، كما تم فتح تحقيقات موسعة عقب إندلاع الأزمة في سبتمبر 2008 شمل 24 ملفاً في الأوساط المالية الأمريكية، تضمنت عمليات تزوير واسعة في القروض العقارية التي إنطوت على مخاطر كبيرة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>-Nicolas crespelle, opcit, p:98.

<sup>2</sup>- فريد راغب النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 58-61.

### - ضعف أو إنعدام الرقابة على مؤسسات الوساطة المالية:

لقد أثبتت الأزمة المالية لعام 2008 حقيقة ضعف الرقابة على المؤسسات المالية والبنوك بل وغيابها في بعض الحالات،<sup>1</sup> فعلى الرغم من أن البنوك المركزية تقوم بالرقابة الدقيقة على أعمال البنوك التجارية، فإن هذه الرقابة ضعفت أو إنعدمت بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الإستثمار وسماسرة الرهون العقارية المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الإئتمانية، وذلك مقارنة بما كانت عليه قبل موجة التحرير المالي، فقد تراجعت نسبة الإقراض التي تخضع للرقابة من حوالي 80% قبل 20 عاما إلى 25% عام 2006،<sup>2</sup> ومن مظاهر هذا التراجع تعدد الجهات الرقابية بين إتحادية ومحلية وعدم كفاءة مواردها البشرية لمتابعة التطورات الحاصلة في الأدوات الإستثمارية كالمشتقات المالية. وقد تسبب نقص الرقابة في زعزعة أحد أهم أركان الإقتصاد المالي، وهو "الثقة"، فرغم أن الأسباب السابق ذكرها كافية لإحداث أزمة عميقة في الوساطة المالية، فإن الأمور تصبح أكثر خطورة إذا فقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي الذي يقوم على ثقة الأفراد، فالعملاء لا يفقدون ثقتهم في المؤسسات المالية نتيجة أخطاء في طريقة العمل، بقدر ما يفقدون هذه الثقة إذا علموا أنه لا يوجد من يراقب أو يضمن حقوقهم من بنوك مركزية أو حكومات إتجاه مغامرات المؤسسات المالية أو تعثرها، ومع فقدان الثقة يقل الشراء ويكثر البيع، وتنخفض أسعار الأصول المالية ويبدأ التراجع بسبب الإختلالات وبالتالي مزيد من الإنهيار المالي، ويزداد الأمر تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول. فجميع المؤسسات المالية -وبلا استثناء- تتعامل مع بعضها البعض، وأية مشكلة تصيب إحداها تنعكس بشكل مضاعف على بقية النظام المالي العالمي، وهكذا تتكاتف إعتبرات الثقة أو بالأحرى انعدام الثقة، مع إعتبرات العولمة في تضخيم أثر الإنهيار المالي.<sup>3</sup>

### - إنعدام الثقة بين المؤسسات المالية:

إن مسألة فقدان الثقة بين المؤسسات المالية وعلى مستوى كافة النظام المالي المحلي والعالمي دون السواء، يعتبر من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية، فمنذ سنة 2004 إلى غاية سنة 2007 لم تجد العديد من مؤسسات الوساطة المالية مصدرا لتمويل نشاطها بسبب توقف بعض المؤسسات الوسيطة عن الإقراض فيما بينها،<sup>4</sup> إذ إمتنعت هذه الأخيرة عن إقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على أموالهم لديها وخشيتهم عن عجز هذه المؤسسات عن رد تلك الأموال، خاصة بعد

<sup>1</sup> -Esther Jeffers, Jean-paul pollin, "déréglémentation bancaire des années 1980 et crises financières", revue d'économie financières, paris, 2009, p:110.

<sup>2</sup> -يوسف خليفة اليوسف، "الأزمة المالية والإقتصاديات الخليجية"، مجلة المستقبل العربي، العدد 358، 2008، ص:20.

<sup>3</sup> -صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص:09.

<sup>4</sup> -Jean-Luc-Proutat,"1929 et 2007, deux crises voisines deux sorts distincts", revue d'économie financière, paris, 2009, p:86.

انتشار الخوف والذعر بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك،<sup>1</sup> ويمكن إرجاع فقدان الثقة إلى تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات والتنسيق بين مختلف الجهات الفاعلة في الرقابة المالية، وما ترتب عليه من ظهور الشك وعدم التأكد حول نوعية الإبتكارات المالية خاصة تلك المتعلقة بالرهن العقاري الشيء الذي أدى إلى تراجع قيمتها، وبانتشار مشكل عدم تماثل المعلومات إلى السوق مابين البنوك نتيجة التخوف والشك حول ملاءة البنوك والمؤسسات المالية، إرتفعت معدلات الفائدة في هذه السوق وحدث شح في السيولة إلى جانب بيع كميات ضخمة من الأصول الجيدة التي لم تتأثر بالأزمة، وهو ما أدى إلى إنخفاض في أسعارها وجعل العديد من المؤسسات المالية على وشك الإفلاس وهذا ما تسبب بدوره في إمتناعها عن إقراض بعضها،<sup>2</sup> وبالتالي تراجع الثقة لدى المودعين هذا ما دفع العديد من المؤسسات الوطنية في هذه الأزمة إلى إعادة بعث الثقة لديهم وذلك من خلال تسابق البنوك المركزية والحكومات لضخ كميات كبيرة من السيولة النقدية في الأسواق المالية لدفع البنوك إلى إقراض بعضها.

### 3- دور الهندسة المالية في حدوث وانتشار أزمة 2008:

لقد تسببت الهندسة المالية في حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 نتيجة تظافر مجموعة من العوامل تعلقت بنشاطها ووظيفتها، ولعل أهم ما ساهم في حدوث هذه الأزمة وخاصة في إنتشارها على مستوى النظام المالي الأمريكي ومن ثم إلى النظام المالي العالمي، هو توسع المؤسسات المالية في إستعمال الأصول المالية خاصة بعد توريقها للديون وتماديها في إستعمال المشتقات المالية.

فمنذ سنة 2000 عرف النظام المالي الأمريكي التوسع في قروض الدرجة الثانية، مما ترتب عليه ظهور فئات قليلة الخبرة في هذه القروض نتجت عنها مخاطر عالية، كما عرفت معدلات الفائدة تغيرات كبيرة بدأت من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، وأن الجهات الممولة لم تكن تتحرى الدقة المطلوبة في فحص بيانات المقترضين، ترتب على هذا أن زاد عدد المقترضين في سوق قروض الدرجة الثانية والذين زاد عددهم عن 3 مليون في الولايات المتحدة الأمريكية أصبحوا مطالبين بأقساط قروض يعجزون عن الوفاء بها، مما دفع بالبنوك والمؤسسات المالية الأمريكية إلى عرض هذه العقارات للبيع مما أدى إلى هبوط أسعارها وهبوط قيمة الدولار أمام العملات الأخرى، وترتب على ذلك خسائر لا تقل عن 600مليار دولار مما أدى إلى فشل وإفلاس العديد من تلك المؤسسات التي باشرت هذه التصرفات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - فريد راغب النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 66-67.

<sup>2</sup> - العقون نادية، "العولمة الإقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد التنمية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012، ص: 177.

<sup>3</sup> - حازم البلاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

## 3-1- توريق المؤسسات المالية للديون:

من خلال دراسة جذور ونشأة هذه الأزمة المالية العالمية، نجد بأنها تولدت نتيجة التعامل بالإقتصاد الورقي، وأنها إنفجرت مع التلاعب في التوريق. حيث عرف الإقتصاد العالمي إتجاه نحو الإقتصاد الورقي والذي لم يقتصر فقط على المجال النقدي فحسب، ولكنه إتسع ليشمل كذلك باقي المجال المالي، سواء ما تعلق بالثروات أو الحقوق العينية أو الشخصية، فهو أمر تطلبته في بدايته ظروف الواقع وحاجة المجتمع إلى إستحداث أدوات مالية لتسهل تبادل هذه الثروات وتعمل على تحقيق هذه الحقوق.

ولكن التعامل في هذه الحقوق والأصول في الأسواق تطلب أداة مالية ملائمة يقع التبادل عليها، نظرا لصعوبة نقل بعض الأصول العينية إلى الأسواق كالعقارات، ومن هنا توصل المتعاملون إلى صورة ورقية كالعقود أو سندات الملكية تثبت حق شخص في تملك شئ ما، وكذلك العقود أو الصكوك التي تثبت حقوق الدائنية لشخص ما على فرد أو شركة ما، وقد تطورت هذه الأصول المالية مع تطور المعاملات، فإتخذت صكوك الملكية شكل الأسهم مع ظهور الشركات، وإتخذت الأصول المالية الدائنة صورة الأوراق التجارية وصورا كثيرة من السندات، وتم تداول كل ذلك في مختلف الأسواق خاصة أسواق الأوراق المالية. وقد إتسع تداول هذه الأصول المالية الورقية بإتساع الأسواق التي تتداول فيها من بورصات وأسواق أوراق مالية أولية وثانوية، كما زاد هذا التداول بظهور مؤسسات مالية قوية أصلية أو وسيطة من بنوك وشركات مالية تتخصص في إصدار هذه الصكوك المالية وتمويلها، وتتمتع بثقة أطراف التعامل فيها، إذ تصدرها بإسمها وتحل محل عملائها المدينين أمام الدائنين وتتوب عنهم في تحصيلها، وظهر من هذه المؤسسات شركات تتخصص في توريق هذه الأصول المالية لتحويلها من أصول وحقوق ومديونيات خاصة إلى مديونيات عامة وتصدر بذلك صكوك يتم تداولها في مختلف الأسواق المالية.<sup>1</sup>

ولو إقتصر دور هذه المؤسسات والشركات على إصدار هذه الأصول المالية الورقية، لكان أمرا نافعا من الناحية الإقتصادية، لأن قابلية هذه الأصول للتداول يزيد من القيمة الإقتصادية لما تمثله من موارد، ولكن المشاكل بدأت في الظهور مع مغالاة هذه المؤسسات في توريق هذه الأصول وتداولها، مما أدى إلى تضخمها وقطع الصلة بينها وبين ما تمثله من موارد وحقوق، حتى وصلت قيمتها في الأسواق الرسمية إلى خمسة أضعاف أصولها الحقيقية وزادت هذه النسبة في الأسواق غير الرسمية، وهذا هو السبب الرئيسي في وقوع الأزمات بكافة أنواعها المالية والإقتصادية، وبالتحديد الأزمة المالية العالمية الأخيرة إذ توسعت المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل في الإقراض، كما توسعت في توريق هذه القروض (أو الديون) بأكثر من حاجة الإقتصاد العيني، وحدث هذا في إطار ضعف وإنعدام رقابة السلطة النقدية الذي سمح للمؤسسات المالية بالمغالاة في التوريق، لتخلق بذلك سوقا وهمية لا تتعامل في أصول عينية، فكثرت مخاطرها وأزماتها بسبب عجز جزء من المدينين المتخلفين عن السداد.

<sup>1</sup> - صبري عبد العزيز إبراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي"، ملنقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق - جامعة المنصورة، 1- 2 أبريل 2009، ص: 13.

فبالرغم من أن بعض الآراء تنفي بأن سبب الأزمة المالية الأمريكية يتعلق بالتوريق بصفة مباشرة، وأن الأزمة الحالية هي ليست أزمة توريق، ولكنها أزمة جودة، منطلقاً من فكرة أن للتوريق فوائد كثيرة باعتبارها أحسن طريقة لتوزيع المخاطر، وتحسين إستخدام رأس المال، مما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال ومختلف العوامل الأساسية لأداء الإقتصاد، كما أن التوريق هو القوة الدافعة وراء خلق عالم ثاني للمؤسسات المالية لأنه يسمح بتطور غير مسبق لتمويل الأصول بالشكل الذي يسمح بتمويل الأصول طويلة الأجل الأقل السيولة (أو عديمة السيولة) عن طريق أصول قصيرة الأجل.<sup>1</sup>

إلا أن هذه الأزمة المالية أثبتت عكس ذلك، بل إتهمت آلية توريق الديون وما يتصل بها من الأدوات المشتقة منها، فقد أشارت إلى أن المؤسسات المالية الأمريكية توسعت بشكل كبير في توريقها للديون بحجة تسهيل تدفق التمويل لعمليات الإئتمان، بضمان الرهونات العقارية وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول، بالإضافة إلى سعيها لتخفيف وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال، غير أن الواقع غير ذلك تماماً،<sup>2</sup> والدليل على ذلك هو ما تسببت فيه بنوك الإستثمار من خلال قيامها بتوريق قروض الرهن العقاري من خلال إقحام السوق المالية وإصدار أوراق مالية قابلة للتفاوض، والإستفادة من العملات المرتبطة بها، ولأجل ذلك قامت هذه البنوك بإنشاء هيئة لهذا الغرض تسمى مؤسسة ذات الغرض الخاص أو صندوق التوريق (special purpose vehicle (spv) \* أين تقوم بتوريق منتجات أكثر تعقيداً. وقد قامت بنوك الإستثمار بعملية التوريق من خلال 03 عمليات هي:<sup>3</sup>

- تجميع القروض: حيث قامت هذه البنوك بتجميع القروض التي هي من نفس الصنف (قروض عقارية تصدر في مقابلها أوراق مالية من نوع MBS أو بطاقات إئتمانية)، أو بتجميع أنواع متباينة من القروض (أنواع مختلفة من ABS) أصدرت مقابلها أوراق مالية من نوع CDO (توريق من الدرجة الثانية).
- عملية التفريغ: حيث تم إخراج القروض المجمعة من ميزانية بنك الإستثمار ووضعها في هياكل خاصة (SPV)، وهي هياكل خارج الميزانية غير منظمة وغير خاضعة للرقابة.

<sup>1</sup> - Michel Aglietta, "La Faillite d'un modèle comprendre pour agir", Revue d'analyse financière, N°28, 03<sup>ème</sup> trimestre, France, 2008, P:15.

<sup>2</sup> - فتحية إسماعيل محمد مشعل، "التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة-رؤية فقهية معالجة، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009. ص: 11.

\* وهي الشركات التي تتحول إليها الأصول المرهونة مقابل قيامها بتوفير السيولة اللازمة للبنك البادئ بالتوريق، كما تقوم بإصدار أوراق مالية مدعومة بالموجودات المجمعة وطرحها في الأسواق المالية، أما في حالة عدم توافر هذه الشركة بصفة مستقلة لقيامها بهذه الأنشطة، يقوم البنك بإنشاء مثل هذه الشركات خصيصاً لتوريق الدين وتعتبر تابعة له، ولكن ذات ميزانية وذمة مالية مستقلة، ويطلق على ذلك بالتوريق الداخلي.

<sup>3</sup> - إلهام بوجعدار، "أنشطة بنك الإستثمار وعلاقتها بالأزمة المالية لسنة 2008-دراسة تحليلية"- مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، العدد: 37، جوان 2012، ص: 308.

- عملية التقسيم إلى شرائح: حيث تم إصدار مقابل تلك الأصول أوراق مالية مهيكلة في شكل شرائح هرمية وفق العائد والمخاطرة المرتبط بها، التي نتجت عنها شرائح تحمل تقييماً: (AAA)، (AA)، (BBB) وتجدر الإشارة إلى أن بنوك الإستثمار هي التي تولت عملية تقييم تلك الأوراق المالية من خلال وكالات التصنيف الائتماني التابعة لها والتي تتقاضى أجرها منها، الأمر الذي شكل حافز لدى هذه الأخيرة لمنح نسبة كبيرة من تلك الأوراق أعلى مرتبة إئتمانية وهي "AAA"، والتي لا تعكس بالفعل حقيقة تلك الأوراق عالية الخطورة، الأمر الذي سهل عملية توزيعها على عدد كبير من المستثمرين وخاصة المؤسساتيين منهم، والملاحظ في هذا الشأن أن أغلب هذه الأوراق المالية تم إقتناؤها من قبل البنوك نفسها التي قامت بتوريق القروض، وذلك من خلال صناديق تديرها ضمن نشاطها كبنك إدارة الأصول أو من خلال صناديق المضاربة، أو صناديق تدعى (SIV) special investment vehicles التي أنشأتها بغرض الإستثمار الموسع في تلك الأوراق المالية، والميزة الأساسية لهذه المؤسسات أنها تدرج خارج ميزانية البنك وبالتالي لا تخضع لقيود رأس المال المفروض على البنوك، إضافة إلى أنها لا تكون خاضعة لأيّة رقابة خارجية، حيث تقوم بالإقتراض من الأسواق المالية عن طريق طرح سندات قصيرة الأجل من أجل تمويل عملية شراء تلك المنتجات المهيكلة والإستفادة من الفارق بين أسعار الفائدة، وتعتبر (SIV) وصناديق الحماية التي تديرها أو تمتلكها البنوك، من أكبر المستثمرين في الديون المورقة مستفيدة مما يعرف بأثر الرفع المالي وهو ما يجعلها تحقق عوائد أعلى وتعرض بالمقابل لمخاطر أكبر، هذا إلى جانب قيامها بإصدار العديد من المشتقات المالية من نوع مشتقات الإئتمان وأشهر هذه المنتجات ما يعرف بـ: CDS<sup>1</sup>، وهي عبارة عن عقود يحول بموجبها خطر عدم الدفع المرتبط بمحفظة قروض إلى جهة أخرى تقبل ذلك، وهي في الغالب بنك آخر (بائع التغطية)، ففي هذه الحالة تكون تقنية التوريق قد إستعملت بوصفها وسيلة لنحويل الخطر فقط وتسمى بالتوريق الإصطناعي (La titrisation Synthétique) وهي بالنسبة للبنك الذي يبيع مثل هذه المشتقات مصدر كبير للعائد في الأحوال العادية لكن في نفس الوقت مصدر كبير للخطر يتراكم خارج الميزانية.

ولم تكتفي المؤسسات المالية بذلك التوسع المفرط في التوريق الذي أدى إلى وقوع الأزمة المالية، وإنما عمقت من هذه الأزمات بتلاعبها في التوريق، خاصة توريق الرهن العقاري الذي أدى إلى حدوث الأزمة المالية وإلى إنتشارها في بقية مجالات القروض القابلة للتوريق، وقد إتخذ هذا التلاعب ثلاثة صور إرتبطت بالضمانات اللازمة للإقتراض وذلك كما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - إلهام بوجعدار، نفس المرجع السابق، ص: 309.

<sup>2</sup> - صبرى عبد العزيز إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

- **توريق القروض الرديئة:** التلاعب في هذه الصورة حدث من المقترضين، فالمقترض في سبيل حصوله على قرض ليشتري به عقارا قام برهن هذا العقار كضمان لسداده مبلغ القرض، ونظرا لزيادة الطلب على العقارات فإن قيمة عقاره زادت، لذلك فإنه قام بالإقتراض مرة ثانية بضمان نفس العقار لذلك سميت بالقروض الرديئة أو الأقل جودة.

- **توريق القروض دون الحدية:** التلاعب هنا وقع من المقرضين، إذ لم تهتم البنوك المقرضة بملاءة المقترض ومدى قدرته على سداد مبلغ القرض، فقدمت قروضها لمقترضين من ذوى الدخل المنخفضة وغير المنتظمة لشراء العقارات، مما سمي بالديون العقارية دون الحدية لضعف دخول طالبيها وعدم قدرتهم على سداد قيمة قرض كل منهم، فشركات التأمين وفي سبيل تشجيعها لهذه القروض قامت بتأمينها ضد عدم سدادها، بل زادت عوائدها هي والبنوك بشراء صكوك هذه القروض بعد توريقها لتوظف فيها أرصدها الدولارية الكبيرة التي تراكمت عندها نتيجة العجز المزمن في الميزان التجاري الأمريكي.

- **توريق القروض المسممة:** حيث قدمت بنوك التمويل العقاري الأمريكية القروض لطالبيها متجاهلة الجدارة المالية للعميل، وذلك دون أن تلتزمهم بتقديم أصول رهنية تضمن سدادها لبعضهم، ودون أن يكون لهم دخول حاضرة تفي بسدادها للبعض الآخر.

وتجدر الإشارة، إلى أن عمليات التوريق قد عرفت تطورا بسرعة فائقة، إذ بلغ سوق الأوراق المستندة إلى رهون في نهاية 2007 مستوى 10000 مليار دولار، أي أنه تضاعف 03 مرات خلال عشر سنوات وهي تمثل تقريبا 40% من السوق السندية، وهو مبلغ بعيد جدا عن حجم السندات التي أصدرتها الشركات والتي تعادل 5800 مليار دولار وكذلك السندات التي أصدرتها الخزانة والتي تعادل 4500 مليار دولار.<sup>1</sup> فضلا عما سبق، ظهر إتجاه تحليلي آخر يقضي بأن العامل الذي ساهم في تسبب التوريق للأزمة المالية، هو قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا لأنها صادرة عن بنوك قوية، فقد حققت تلك السندات التي تم توريقها من قروض الرهن العقاري إقبالا كبيرا من طرف المستثمرين، باعتبارها لا تتطوي على أية مخاطر وذلك بعد أن تم تحديد جودتها من خلال إحدى وكالات التصنيف الائتماني (وكالات التقيط)،\* وتستخدم هذه الأخيرة نظام الترتيب المتدرج الذي يبدأ بالدرجة (D) التي تصنف السندات الأقل جودة وينتهي بالدرجة (AAA) التي تصنف السندات الأكثر جودة.

<sup>1</sup> - بوزرامة الجيلالي، عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية - دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغربية -، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011 - 2012، ص: 350.

\* تعتمد هذه الوكالات في تقيطها للسندات على مجموعة من المعايير أهمها: جودة محفظة القروض التي تتوقف على ما إذا كانت هذه القروض مضمونة كلياً أو جزئياً من مؤسسات حكومية أو خاصة، وكذلك نسبة تغطية السندات: أي قيمة السندات المصدرة إلى قيمة محفظة القروض، بالإضافة إلى متوسط سعر الفائدة على القروض المكونة للمحفظة فكلما ارتفع سعر الفائدة على تلك القروض تحقق ضمان أكبر لحملة السندات.

فبالرغم من أن الديون العقارية كانت مرتفعة المخاطر، إلا أن وكالات التقييم قامت بمنح السندات التي تضم مجموعة من هذه الديون تصنيفا مرتفعا (AAA) متحملة بذلك جزءا كبيرا من مسؤولية حدوث الأزمة المالية بسبب التصنيف غير الدقيق للقروض، غير أن وكالة Standard&Poor's أصدرت تقريرا بينت فيه درجة إئتمان قروض المؤسسات المالية (بما في ذلك قروض الرهن العقاري)، والذي بين بأن 60% من القروض الممنوحة كانت بدرجة أقل من B.

ويرجع ذلك التصنيف غير الدقيق نتيجة لصعوبة حصر مخاطر عدم الدفع التي تكمن في هذه المنتجات، مما جعل الكثير من البنوك والمؤسسات المالية تمتلك هذا النوع من الأوراق المالية متجاهلة حجم المخاطر المعرضة لها،<sup>1</sup> فمثلا إتجهت المؤسسات المالية الدولية خاصة صناديق التقاعد والتي لا تشتري سوى أصول مالية ممتازة إلى شراء هذه الأوراق دون أن تعلم حقا ما تشتريه.

ونتيجة لذلك، خسرت العديد من البنوك والمؤسسات المالية أموالا كبيرة نتيجة لإمتلاكها لتلك الأوراق المالية المدعومة بالعقار، وتدهورت حسابات ميزانيتها ولم تعد قادرة على تقديم القروض لمؤسسات مالية أخرى، ولأن ذلك أدى إلى نقص السيولة لجأت أغلب البنوك إلى بيع بعض أصولها، وهذا ما أحدث بدوره إنخفاضا آخر في أسعار الأصول والمزيد من النقص في السيولة والتراجع في ميزانيات البنوك، مما دفع المتعاملين في البورصة إلى بيع أسهم البنوك وغيرها من المؤسسات المالية التي يملكونها، فإنخفضت أسعار الأسهم وانتقل الخطر إلى البورصات التي عرفت إنهيار واضح في مؤشراتهما، فمن خلال مؤشر السيولة في السوق الأمريكية مثلا والذي يتخذ كمؤشر ريادي للتنبؤ بالأزمات - يقيس مدى عمق وإتساع السوق المالية - قد عرف إنخفاضا بعد الإستقرار الذي ميزه خلال الفترة 2004 وأواخر 2005، غير أنه ابتداء من 2006 أخذ المؤشر في الإرتفاع بشكل كبير كدليل على ضيق السوق المالية، وهو ما يعكس خطر ندرة السيولة مع ما لهذا من تأثير بليغ على سلامة المؤسسات المالية.

### 3-2- إفراط المؤسسات المالية في التعامل بالمشتقات المالية وإستعمالها لأغراض أخرى غير تلك التي وجدت من أجلها:

يعتمد النظام المالي في الكثير من الدول على المشتقات المالية كوسيلة هامة لزيادة حجم الإقراض، والتي تنطلق أساسا من عملية التوريق، فقد سعت المؤسسات المالية الأمريكية إلى تحويل الديون الخاصة بالمقترضين إلى ديون عامة، ومن ثم المتاجرة بها من خلال تحويلها إلى سندات تمثل هذه الديون، فالمؤسسة المالية صاحبة السند إستعملت هذا الأخير كضمان من أجل الإقتراض من المؤسسات المالية الأخرى وحولت ديونها إلى سند إستخدمته كضمان عندما إقتضت من جهات أخرى... وهكذا، وبالتالي إشتق من دين واحد عدد كبير من السندات (المشتقات)، وهو ما أدى إلى إنهيار جميع هذه المشتقات عندما عجز المقترضون عن سداد قيمة القرض، وهذا ما تسبب في إفلاس وإنهيار الكثير من المؤسسات المالية بسبب القروض العقارية فظهرت الأزمة وانتشرت بين المؤسسات العالمية على نطاق واسع بسبب

<sup>1</sup> - العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 175-176.

المشتقات المالية،<sup>1</sup> خاصة وأن هذه الأخيرة عرفت نموا كبيرا إبتداء من سنوات التسعينيات بعد موجة التحرير المالي التي عرفها النظام المالي العالمي.

وبذلك ظهرت المشتقات المالية واحدة من الأسباب الجوهرية للأزمة المالية العالمية لعام 2008، بل وكانت السبب الذي ساهم في توسيع نطاقها وانتشارها خاصة بعدما قامت البنوك بمنح القروض لأعوان ضعفاء الملاءة، وعض أن تحتفظ البنوك بقيمة تلك القروض قامت بإعادة بيعها عن طريق إشتقاق أدوات مالية جديدة من أجل تحقيق المزيد من الأرباح،<sup>2</sup> فقد إنطلقت البوادر الأولى للإختلالات المالية من البنوك الإستثمارية التي توسعت في القروض العقارية مثل مؤسستي الرهن العقاري " فريدي ماك و"قاني ماي " اللتان تضمنان قروضا عقارية بقيمة 5.2 تريليون دولار لخطر الإنهيار، وأنقذهما مجلس الإحتياط الفيدرالي من الإفلاس، وقد تسببت الوساطة المالية في مخاطر كبيرة من خلال إفراطها في المشتقات المالية وإستعمالها لأغراض أخرى غير التغطية من المخاطر، بالإضافة إلى عدم مراعاتها لمجموعة المعايير والمتطلبات الواجب توفرها عند بدئ التعامل بالمشتقات المالية، ويتعلق الأمر بضرورة وجود تنظيم داخلي بالبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر، ووضع الضوابط الرقابية الملائمة مثل وضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المالية المختلفة في مجال المشتقات، كذلك ضرورة إلتزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في المشتقات، مع قيام البنوك بتكوين الإحتياطيات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات.<sup>3</sup>

وقد أشار تقرير صندوق النقد الدولي عام 2008 إلى أن الخسائر التي عانت منها معظم المؤسسات المالية العالمية جراء التعامل بالمشتقات المالية تقدر بمبلغ 945 مليار دولار، وقد تركزت هذه الخسائر أساسا في هبوط أسعار العقارات، وإنخفاض قيمة الأصول المالية المرتبطة بالرهون العقارية، كما تسببت في هزات البورصات التي أدت إلى إنهيار الأسعار بالإضافة إلى الخسائر الضخمة للأصول المالية.

كذلك، أثبتت إحصاءات بنك التسويات الدولية حجم شهادات العرض الإستثمارية التي تم إصدارها في عام 2006 في أوروبا والولايات المتحدة بحوالي 1000 مليار دولار، ثلثها تقريبا مرتبط بأصول وقروض عقارية متدنية الملاءة، وفي العام نفسه كان حجم سوق القروض الأمريكية ضعيف الملاءة حوالي 400 مليار دولار أي 18% من إجمالي حجم السوق الأمريكية.<sup>4</sup>

ففي جوان 2007 أعلن مصرف الإستثمار الأمريكي "بير سترنز" Bear-Stearns عن معاناته من خسائره من قروض الرهن العقاري سببها التعامل الواسع بالمشتقات المالية، وفي جويلية 2008 أعلنت

<sup>1</sup> - رضا فتحي علي المنسي، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

<sup>2</sup> - Didier Migaud, "La crise financière, quelle analyse, quelles propositions ?", jean jaurès fondations, Paris, 2010, p:14.

<sup>3</sup> - مصطفى كامل خليل الحجازي، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

<sup>4</sup> - رضا فتحي علي المنسي، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

مؤسستا "فريدي ماك" و"فاني ماي" عن خسائرها، فأعلنت وزارة الخزانة الأمريكية وضعهما تحت الوصاية وكفالة ديونهما حتى 200 مليار دولار. وبإفلاس بنك "ليمان برادرز" بعد نزول قيمة أسهمه بنسبة 95%، وبعده بنك "ميريل لينش" إمتدت الأزمة لتصيب أكبر مجموعة تأمين في العالم AIG التي قامت الحكومة الأمريكية بتأميمها تأميماً جزئياً بإمتلاك 9% من رأسمالها مقابل مساعدتها بمبلغ 85 مليار دولار، ثم إتسعت الأزمة بفعل المشتقات المالية لتصيب بورصة وول ستريت لنتهار في 29 سبتمبر 2008 لتنتشر الأزمة إلى معظم بنوك ومؤسسات مالية وبورصات العالم، حيث بلغ إجمالي خسائرها في 18 أكتوبر 2008 ما يعادل 15 تريليون دولار، لتقع أكبر أزمة سيولة شهدها العالم حتى الآن، وكان سبب كل ذلك هو الإفراط في المشتقات المالية،<sup>1</sup> وهكذا، نتجت الأزمة بسبب توسع البنوك والمؤسسات المالية في القروض بأكثر من رأسمالها، ثم مغالاتهم في إشتقاق الديون وتوريقها من خلال المشتقات المالية وعقودها من ناحية أخرى في ظل غياب الرقابة، أدى كل هذا إلى إصابتها بالهشاشة المالية، وأدت إلى إنفجار الأزمة المالية، وقد تعمقت أكثر بتلاعب هذه المؤسسات في التوريق أو بالأحرى التلاعب في عقود المشتقات، حيث إزدادت الأسواق المالية هشاشة بالتوسع في تجارة المشتقات التي لا تتعلق بالإتجار في أسعار ودخول أصول مالية حاضرة، لكنها تشتق من أصول مالية وهمية لا يمتلكها أي من الطرفين وقت العقد وتتطوي على وعود بالشراء أو البيع في المستقبل، وقد بدأ التعامل فيها في الأسواق الحقيقية ثم إنتقل إلى الأسواق المالية والأسواق الثانوية وقد زاد التعامل فيها على 500 تريليون دولار فتسببت في زيادة عنف تقلبات الأسواق.

ومما تجدر الإشارة إليه، أن التلاعب المالي سواء في ضمانات التوريق أو في عقود المشتقات المالية ما كان ليتم في ظل رقابة مالية فعالة من البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية، ولكنه وقع في ظل غياب رقابة هذه المؤسسات، وقد حدث هذا التهريب عن طريق التلاعب الذي اتخذ صورتين هما:<sup>2</sup>

- **عدم إظهار المؤسسات المالية التوريق في ميزانياتها:** فقد عمدت العديد من الشركات المالية الضخمة في أمريكا إلى إخفاء الكثير من عملياتها الإستثمارية المورقة عن رقابة البنك المركزي، وذلك بعدم إدراجها في قوائمها المالية من خلال ما يسمى بـ(SBV) أي من خارج الميزانية. وذلك بغية تحقيق الأرباح السهلة بطرق غير شرعية من خلال تلك الأنشطة الوهمية التي جعلت من الأسواق المالية صالات للقمار.

- **إنشاء فروع للمؤسسات المالية تعمل في السوق المغتربة:** حيث لم تكتف المؤسسات المالية بالتلاعب بإخفاء جزء كبير من أنشطتها عن أعين الرقابة المالية، ولكنها توسعت في ذلك بإنشاء قنوات أو شركات فرعية لها تدير عملياتها المالية المشبوهة، فلا تظهر هذه الأنشطة في قوائمها من خارج الميزانية، وهكذا بإجتماع وجوه التلاعب الثلاثة في ضمانات قروض التوريق وفي عقود المشتقات وبالتهرب من الرقابة المالية أدى إلى وقوع الأزمة المالية العالمية.

<sup>1</sup> - صبري عبد العزيز منعم، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

<sup>2</sup> - صبري عبد العزيز منعم، نفس المرجع السابق، ص: 23.

ومن جهة أخرى، إعتبر بعض المحللين أن الخلل لا يرجع إلى التعامل بالمشتقات المالية والتمادي في ذلك بقدر ما يرجع أساسا إلى المضاربة عليها، وهي تعتبر من المعاملات المالية المؤثرة في نشوء وتطور هذه الأزمة المالية وذلك عن طريق ما يسمى بالبيع على المكشوف،\* خاصة وأن المضاربة كانت على الأوراق المالية وليس على الأصول العينية، كما أن هذه المضاربات ليست حقيقية، بمعنى أنها لا تركز على دعائم قوية ولا تقوم على معلومات حقيقية كما يندر فيها الشفافية والإفصاح عن مراكز الشركات وموجوداتها المادية، ولكنها تقوم على تخيلات تعتمد على تدوير القروض على أصل أقل بكثير من ما يدور عليها من أصول مالية، ومن هنا يقدر ضرر هذه الأزمة بنحو 2.5 تريليون دولار. وقد إنتقلت الأزمة من أمريكا إلى أوروبا وغيرها عن طريق التعامل بالمشتقات المالية، وقد كان من هذه الدول فرنسا والتي تأثرت كثيرا من خلال بنك BNP-Pariba ومما لحق بمؤسسة ميريل لينش الأمريكية والتي وصل مقدار خسائرها بسبب هذه الأزمة في الرهون العقارية نحو 23 مليار دولار.<sup>1</sup>

\* بمعنى إقتراض أسهم يتوقع إنخفاض أسعارها من وسيط بين المقترض ومالكها وبيعها الآن بسعر مرتفع ودفع الثمن للوسيط ليشتري أسهما أخرى لمالكها عند إنخفاض أثمانها مع جني المقترض الفرق بعد دفع عمولة للوسيط.

<sup>1</sup> - رمضان محمد أحمد الروبي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 10-06.

## خلاصة:

إتضح من خلال المؤشرات الأولية للأزمة، مساهمة الهندسة المالية إلى حد كبير في حدوثها، بل وفي إنتشارها إلى مختلف الأنظمة المالية الأخرى، خاصة في ظل التحرير المالي للأسواق المالية والمعاملات المالية وإزالة مختلف أنواع القيود عليها، وكذلك ضعف الرقابة وعدم إحترام القوانين المسيرة لنشاطها، ومن جهة أخرى كان التوسع غير المنضبط في القطاع المالي في الولايات المتحدة الأمريكية ومن ورائه في بقية العالم أحد العوامل التي زادت من حدة الأزمة، وقد عانت المؤسسات المالية كالبنوك العالمية وشركات التأمين والخدمات المالية من تلك الأزمة، وخاصة من وطأة الديون المرتبطة بالرهون العقارية الرديئة وما نتج عنها من آثار وخيمة على النظام المالي بأكمله، حيث ساهمت العدوى المالية في نقل آثار هذه الأزمة بسرعة للعديد من المؤسسات المالية والبورصات.

## المحور التاسع: الهندسة المالية الإسلامية

تحظى الهندسة المالية الإسلامية بمكانة كبيرة خاصة في ظل التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، وسعيًا لمواكبة هذه التطورات، تعمل معظم الدول على تكييف أنظمتها المالية مع المستجدات المالية الإسلامية بفضل الدور الذي تقوم به.

وقد جاء هذا المحور لعرض التأسيس الفكري والنظري لآليات وظروف عمل الهندسة المالية الإسلامية وذلك من خلال تقديم:

أولاً- تعريف الصناعة المالية الإسلامية وأهميتها

ثانياً- أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية

ثالثاً- دور الصناعة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية

رابعاً- إستراتيجية الصناعة المالية الإسلامية

## مقدمة:

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية بديل عن الهندسة المالية التقليدية، فمن خلال تصميمها لأدوات مالية مشروعة تعدى إستخدامها في السوق المالية الإسلامية إلى الأسواق المالية العالمية، وذلك بفضل قدرة أدواتها تفعيل النشاط الإقتصادي وكونها آلية تمكن من مواجهة مختلف الإختلالات والإضطرابات التي قد يتعرض لها النظام المالي.

فقد ظهرت الهندسة المالية الإسلامية كألية تمويل جديدة وذلك من خلال تقديم منتجات مالية إسلامية خالية من المخاطر بإمكانها معالجة المشاكل المالية التي يتعرض لها المتعاملون الماليون. وقد حققت المؤسسات المالية الإسلامية إنجازات كبيرة خلال فترة زمنية قصيرة نسبيا، حيث جاءت هذه المؤسسات لتوفير البديل المناسب عن المؤسسات المالية التقليدية التي لا تتوافق أغلب تعاملاتها مع الشريعة الإسلامية، حيث تحتاج المؤسسات المالية لتشكيلة متنوعة من الأدوات المالية المبتكرة والتي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مريحة، فضلا عن مساهمتها في المحافظة على بقائها وتطورها. ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد منتجات وأدوات مالية مبتكرة تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

## أولاً-تعريف الصناعة المالية الإسلامية وأهميتها:

### 1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

تتمثل الهندسة المالية الإسلامية في مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي.<sup>1</sup>

تعرف كذلك الهندسة المالية الإسلامية على أنها: "عملية تطويرية تنويعية إبداعية لأدوات التمويل في الأسواق المالية بما فيها النقدية والتي تتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال الإطار الإسلامي الذم يشترط مبدأ الالتزام بالمشاركة بالربح أو الخسارة والتخلي عن شروط الفائدة الربوية في تنشيط المعاملات المالية المشروعة بهدف تلبية حاجيات تمويلية جديدة تحقق الرفاه الاجتماعي والإقتصادي للمجتمع".<sup>2</sup>

بناء على ما سبق، ترتبط الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من المبادئ والأسس أهمها:

-المعرفة: أي الإحاطة بأحوال السوق عند تطوير أو ابتكار المنتجات المالية.

-الوضوح: أي توضيح المعاملات التي تؤديها الأدوات المبتكرة والمتطورة من أجل سد جميع الثغرات ولكي لا يتعد عن هدفها الأساسي.

-المقدرة: بمعنى توفر مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل.

-الإلتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل.

بناء على ما سبق، تتميز الهندسة المالية الإسلامية بسعيها المستمر لإيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية. وتعني المصدقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي أن نفرق ابتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك، لأن الشرع جاء للجميع في كل زمان، وظروف الأفراد والمجتمعات تتفاوت وتتباين، فقد لا تكون الحلول.

<sup>1</sup> - عمر ياسين، محمود خضيرات، ص:14.

<sup>2</sup> - مرغاد لخضر، "الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 29، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص:48.

## 2- أهمية الهندسة المالية الإسلامية وأهم أهدافها:

تكمن أهمية الهندسة المالية الإسلامية باعتبار أن الهندسة المالية والابتكار أصبحا من الأساليب الهامة التي تعتمد عليها المؤسسات المالية الإسلامية، كذلك تبرز أهميتها لكونها تبحث عن حلول مالية إسلامية وفق قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبي احتياجات التمويل بصورة كفؤة اقتصاديا يظل مرتبطا بعدم اعتراضه لهذه القواعد.

فضلا عن ذلك، فإن تطور التعاملات المالية في الوقت الحالي وتزايد المخاطر المحيطة بها، وتغير الأنظمة المالية، جعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، وهو ما استدعى البحث عن حلول ملائمة لها فظهرت الهندسة المالية الإسلامية كأسلوب ناجح وفعال.<sup>1</sup>

هذا ولعل الحلول التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية وما تتميز به آليات وتقنيات عملية وتحقيقها لمزايا عديدة، مكنت إلى حد كبير من إيجاد حلول قادرة على منافسة البدائل السائدة في الأنظمة المالية. فضلا عما سبق، تظهر أهمية الهندسة المالية الإسلامية من خلال سعيها المستمر إلى تنويع مصادر الربحية للمؤسسة المالية، وتجذب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو، محاولة تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغته وقطاعاته، والعمل على التطوير المستمر للمنتجات المالية.

إلى جانب ذلك، تسعى الصناعة المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة الأهداف التالية:<sup>2</sup>

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية والتي تمتاز بالمصادقية الشرعية.

- تحقيق الكفاءة الاقتصادية من خلال توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وأيضا تخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسة.

- تنويع عوائد للمستثمرين وتنويع مصادر تحقيق الأرباح.

- المساهمة في إنعاش الاقتصاد من خلال الإستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربويا.

- تحقيق الملاءمة بين العوائد والمخاطرة والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية.

- تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال إيجاد منتجات مالية إسلامية وتطويرها.

- توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكالات التمويل وتقليل مخاطر الإستثمار.

<sup>1</sup> - قندوز عبد الكريم، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، العدد2، 2007.

<sup>2</sup> - مكاحلية محي الدين، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي" -إضاءة على التجربة الماليزية-، ص:04.

## ثانياً - أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية:

ساهمت الهندسة المالية الإسلامية من خلال المنتجات المالية التي قدمتها في توفير التمويل اللازم بشكل متميز وبأقل التكاليف، تتمثل أهم هذه منتجات فيما يلي:<sup>1</sup>

1- **الأسهم:** هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية وغير قابلة للتجربة، تنقسم إلى قسمين: الأسهم العادية والتي لا حول لحاملها أي حق دي طبيعة خاصة والأسهم الممتازة والتي تحظى بأفضلية فيما يخص بتوزيع الأرباح.

2- **صكوك الإستثمار الشرعية:** تعد بديلاً عن السندات المحرمة، وتعرف بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في وحدات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله" وتتكون صكوك الإستثمار الشرعية من عدة أنواع هي:

أ- **صكوك المضاربة:** تسمى كذلك بصكوك المقارضة وتعرف بأنها: "الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه وبحسب النسب المعلنة على الشروع المتبقية من الأرباح الصافية" ويمكن أن نميز نوعين من صكوك المضاربة كما يلي: صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل وتكون مدتها من 10 سنوات إلى 20 سنة، ويتم الإتفاق فيها على نوعية المشروع الممول، كما نجد صكوك المضاربة المطلقة طويلة الأجل وبنفس الشروط السابقة ولكم لا تكون مخصصة لمشروع معين.

ب- تتميز صكوك المضاربة ب:<sup>2</sup>

- قابليتها للتداول في أسواق رأس المال، ويمكن إصدارها لتشمل كافة القطاعات الزراعية والخدمية والعقارية.

- سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لإرتباطها بموجودات عينية.

- يمكن عمل ترتيبات عينية لضمان هذه الصكوك من طرف ثالث وذلك لتوفير الإطمئنان للمستثمرين.

ب- **صكوك المشاركة:** هي عبارة عن صكوك إستثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة وتطرح لجميع مبلغ من المال، إذ تمثل هذه الصكوك حصة المشارك في رأسمال الشركة، وهذه الصكوك تشبه الأسهم ولكن

<sup>1</sup> - خنوسة عديلة، زيدان محمد، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 17، جانفي 2017، ص ص: 82-83. (بالتصرف)

- أنظر كذلك: مكاحلية محي الدين، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> - عثمان عبد القوي، "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، ورقة مقدمة للمؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، سوريا، 2009.

تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء كبير من صافي أصول الشركة وحق الربح الذي يتحقق.

وهي تختلف عن صكوك المضاربة في حق صاحبها في المشاركة في الإدارة وحملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح والمضارب يحصل على الجزء الآخر، أما الخسارة التي لم تكن من تقصير من المضارب فيتحملها حملة الصكوك فقط.

تتميز صكوك المشاركة بجملة من الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

- قليلة المخاطر الإستثمارية لأنها تستند إلى أصول إقتصادية ذات ربحية عالية وإدارة كفئة وتنوع كبير.  
- يمكن تسيلها في أي لحظة في السوق المالي، ويمكن إستخدامها في تسوية لمعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.

- ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الإستثمار الأخرى المتاحة.

**ج- صكوك المرابحة:** هي عملية بيع سلعة بثمنها الذي قامت به مع زيادة ربح معلوم، يتم التعامل بهذه الصكوك في السوق الأولية وخاصة في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المرابحة، بينما تداولها في السوق الثانوية يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المرابحة قد يكون مؤجلا، وبالتالي فهو يعتبر دينا وبيع الدين لا يجيزه الفقهاء-، ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجيز تداول المرابحة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة المشاركة أو المقارضة مثلا.

تتميز صكوك المرابحة بقدرتها على إشباع حاجات الأفراد من السلع وغيرها من الحاجيات، كذلك تساهم في فتح مجالات ملائمة للإستثمار وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين، تعمل على تنشيط التجارة الداخلية على أساس شرعي...<sup>2</sup>

**د- صكوك الإجارة:** هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية، وتطرح لجمع مبلغ لشراء موجود كبير وتأجبره تأجيرا تشغيليا أو منتهيا بالتمليك لجهة ما، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك.

تتمتع هذه الصكوك بعدة خصائص أهمها: ثبات العائد، قلة المخاطر وخضوعها لعوامل الطلب والعرض في السوق المالية، ومرونتها العالية حيث يمكن إصدارها بأجال متعددة ولأعيان متنوعة.

<sup>1</sup> - مكاحلية محي الدين، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي" -إضاءة على التجربة الماليزية- ص:05.

<sup>2</sup> - ناصر سليمان، محسن عواطف، "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول الإقتصاد الإسلامي الوقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، 2011.

هـ- **صكوك السلم:** هي صكوك تتمتع ببيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من فئة الديون العينية، لأنها موضوفة تثبت في الذمة: لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، فهي تعتبر من بين الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق، وتطرح لجمع مبلغ معين وتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة.

و- **صكوك الإستصناع:** تشبه هذه الصكوك صكوك السلم، فهي تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والبيع في الحالتين لا يزال في ذمة البائع بالسلم لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، وتطرح هذه العقود لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها.

### 3- المشتقات الإسلامية:

أ- **بيع العربون:** هو إتفاق بين طرفين على أن يدفع الطرف الأول -المشتري- للطرف الثاني -البائع- قيمة أصل ما على أن يتم تنفيذ الشراء في وقت لاحق محدد، بحيث إذا لم يتم الشراء يحتفظ البائع بذلك الجزء من الثمن، وبالتالي يعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه أما المشتري فيمتلك الخيار خلال المدة المتفق عليها.

ب- **عقد السلم:** هو صيغة للتمويل من خلال تقديم نقد حاضر مقابل أصل موصوف مؤجل في الذمة، وهذه الصيغة تمتاز بتقديم التمويل فوراً مقابل عوض مضمون في ذمة المدين.

تتميز هذه الصكوك بقدرتها على جذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري، حيث تتميز هذه الصكوك بأنها توفر التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال حسب الأحكام الشرعية، وتعمل على تشغيل أموال المستثمرين بربح جيد، كما تضمن الحصول على السلعة وقت الحاجة إليها وبسعر مناسب.

ج- **عقد الإستصناع:** هو عقد يشتري به في الحال شئ مما يصنع صنعا، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعاً بمواد من عنده بصيغات خاصة وبثمن محدد.

تتميز هذه الصكوك بتوفيرها تمويلاً متوسط الأجل لتلبية الإحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة أو سد الحاجة منها أو بيعها، كما يمكن إستعمال هذه الصكوك لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الإستثمارية ذات الجدوى، بالإضافة إلى مساهمتها في تمويل مشروعات البنية التحتية مثل الطرق وغيرها.

3-4-التوريق المصرفي: هو عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية، ولأهمية هذه التقنية تحقق البنوك الإسلامية عدة مزايا من خلال التعامل به، يمكن توضيحها فيما يلي:

- هو وسيلة مستقرة ومتجددة للحصول على مصادر التمويل، حيث يمكن إستخدامها في تمويل مجموعة كبيرة من الإستثمارات الجديدة.

-تحسين الربحية والميزانيات العامة للبنوك بما يتيح التوريق من إستبعاد الإستثمارات التي يتم توريقها من بنود الميزانية خلال فترة قصيرة، وبذلك تتخلص البنوك من الحاجة إلى تكوين مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة، وبذلك يعتبر التوريق أحد صور الإستثمار خارج بنود الميزانية والذي لا يحتاج إلى رأسمال مثل الإلتزامات العرضية، ويتميز بأنه إستثمار في أنشطة داخل الميزانية.

### ثالثا- دور الصناعة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية:

ساهم النظام المالي من خلال توفير منتجات مالية إسلامية من تحقيق وفرات إقتصادية متنوعة، فصكوك المشاركة تساهم في بلوغ أهداف التنمية حيث يزيد التمويل بهذا النوع من الأدوات عندما يقل الإكتتاب في البورصة خاصة عندما ترغب الشركات للحصول على تمويل طويل الأجل دون أن تدفع فوائد مقابل ذلك، أما صكوك المرابحة فقد مكنت الكثير من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من التعايش مع البيئة التي تحيط بها، فهي تساهم في توفير السيولة لمواجهة قضايا التمويل التتموي كما تساهم في تنشيط التجارة الداخلية والخارجية من خلال توفير مختلف الإحتياجات من مستلزمات الإلتباع وخدمات التشغيل من معدات وآلات وأيضا إحتياجات التجارة من بضائع مختلفة.

تساهم كذلك صكوك المضاربة في رفع المدخرات المتجهة للإنتاج والإستثمار وأيضا التقليل من تكاليف رأس المال وهو ما يعمل على تطوير الإستثمار المالي وفق أحكام الشريعة، أما صكوك السلم فتمكن من جهتها أصحاب المؤسسات والمشاريع من الإستفادة من السيولة النقدية وهو ما يساهم في تشجيع المشاريع الإستثمارية وبالتالي زيادة عليات الإنتاج والتقليل من نسب البطالة بفضل الإلتزام الواسع للمشاريع الإستثمارية والتي تلعب دورا كبيرا في تلبية إحتياجات الأسواق وبالتالي تحقيق التنمية الإقتصادية.

### رابعا- إستراتيجية الصناعة المالية الإسلامية:

تتميز الصناعة المالية الإسلامية بصفة القدرة على التحوط من المخاطر، باعتبار أنها تعتمد على أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وتختلف الصناعة المالية الإسلامية عن التقليدية في جوهرها، فلكل منها مبادئ وأسس وآليات مختلفة تماما، ومن أجل ذلك تسعى الصناعة المالية الإسلامية إلى وضع إستراتيجية فعالة وواضحة تقوم على منهج علمي وعملي مستمد من مبادئها ويتلاءم مع طبيعتها الإستثمارية القائمة على تحمل المخاطر، وهذه الإستراتيجية تتطلب دراسة مستمرة لإحتياجات السوق

والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، و ذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما تتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية، وعلى الرغم من أن ذلك سيكون أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية، هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن هذا من شأنه أن يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

ومن أجل ذلك، تسعى المؤسسات المالية الإسلامية جاهدة إلى رسم إستراتيجية علمية وعملية لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، يمكن توضيحها فيما يلي:<sup>1</sup>

- تفعيل دور الرقابة الشرعية في عملية تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ.
- العمل على تجميع الجهود وتضافرها لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية وهذا من شأنه أن يقدم رؤية واضحة للضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية ويعزز ثقة الجمهور والمساهمين بها.
- تشجيع البحث العلمي وتخصيص عوائد مالية من أرباح المنتجات المالية لأغراض الدراسات والبحوث العلمية التي تهدف لتطوير المنتجات.
- العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها حيث أن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية
- تأسيس وتفعيل دور مؤسسات البنية التحتية في الصناعة المالية الإسلامية مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها في مجال التطوير والابتكار.
- الوصول في تكلفة الإنتاج إلى أدنى مستوياتها لتحقيق ميزة تنافسية على مثيلاتها التقليدية.
- تدريب وتأهيل العاملين في تشغيل هذه المنتجات حيث تلعب خبرة هؤلاء الموظفين دوراً مهماً في تقليل المخاطر ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير.

<sup>1</sup> - محمد عمر جاسر، "ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان " الواقع .. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، ص:11.

## خاتمة:

تعتبر الصناعة المالية الإسلامية من بين الأساليب الحديثة التي تعتمد عليها العديد من الدول في الحصول على التمويل اللازم، فهي تؤدي دورا فعالا في تجنيد الإدخارات والموارد وتوجيهها نحو المجالات الإستثمارية الأكثر ربحية، وذلك بفضل المنتجات المالية التي تعتمد عليها في تحقيق الإستقرار المالية وتحقيق التقدم والتنمية، كذلك تعتبر هذه المنتجات أكثر قدرة على إستخدام الموارد في الإستثمار. إنطلاقا من ذلك، أصبحت الهندسة المالية الإسلامية تحضى بمكانة هامة في تحقيق الإستقرار المالي وذلك بفضل إبتكارها وتطويرها للكثير من المنتجات المالية الإسلامية، التي تتميز بمبادئ المصادقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية، ومن أجل تفعيل دورها أكثر، تظهر أهمية الرقابة على عملية تطوير المنتجات المالية الإسلامية والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ وذلك من أجل تفادي التعرض لإختلالات كتلك التي تسببت فيها الصناعة المالية التقليدية، إلى جانب التسويق الجيد للمنتجات المالية الإسلامية من طرف البنوك والمؤسسات المالية باختلاف طبيعتها، مع ضرورة تأمين السيولة اللازمة لها، خاصة وأن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية.

## خاتمة:

يهتم مقياس الهندسة المالية بالإلمام بالمبادئ والأسس العامة للهندسة المالية بالإضافة إلى توضيح أهميتها في تحقيق الكفاءة في تخصيص الأموال وتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، باعتبار أن الصناعة المالية هي من أكثر الصناعات تعرضاً للتحديات كونها تركز على فن إدارة المخاطر المالية، ومن ثم يجب اتخاذ إجراءات للحد منها، والتوجه نحو تعزيز عمليات الابتكار المالي الذي يعتبر قوة دافعة أساسية في مجال التطورات المعاصرة التي تشهدها الأعمال المالية والمصرفية، وقد جاءت الهندسة المالية كانعكاس للابتكار المالي الذي ساهم في الرفع من الكفاءة الاقتصادية والانتاجية وبالتالي زيادة مستوى الرفاهية إلا أن هذه الرفاهية تعادل في المقابل ما قد يحدث من عدم الاستقرار بسبب طبيعة الابتكار المالي نفسه، فقد أثبتت الأزمات المالية وأزمة قروض الرهن العقاري الأمريكي مرة أخرى المشكل الذي تعاني منه هذه الصناعة وبخاصة عندما تتحرف هندسة أدواتها واستراتيجياتها عن تحقيق الأهداف المرجوة وعدم قدرتها على ضمان حقوق الأطراف المتعاقدة.

فالواقع الفعلي للابتكار المالي يعكس الوجه الآخر للهندسة المالية التقليدية والتي أدت إلى إحداث أكبر حالات التآزم المالي التي عرفها الاقتصاد المعاصر سنة 2008 ذلك أن ضعف وعدم كفاية تنظيم الأنشطة المالية بين المتعاملين، وبخاصة النشاط التمويلي للمؤسسات المالية، شجع التوسع في الحيل الابتكارية وزاد من حجم المخاطر المالية والأخلاقية.

بناء على ما تقدم، تعتبر الهندسة المالية العملية التطويرية والإبداعية التي يعتمد عليها النظام المالي للتقليل من المخاطرة وإيجاد فرص جديدة للتمويل، فمن خلال أدواتها وتقنياتها الرئيسية التي تتجلى خاصة في المشتقات المالية وتقنية النوريق، تتمكن إلى حد كبير من تحقيق الإستقرار المالي في الأسواق المالية، غير أنه أحيانا ما تتعرض المؤسسات المالية التي تتبنى عمليات وآليات الهندسة المالية إلى بعض المخاطر والإضطرابات أغلبها يكون ناتجا أساسا من طبيعة نشاطها، خاصة في ظل العولمة المالية وما شهدته تلك المؤسسات من عولمة أنشطتها، حيث أنه أخذت العديد من البنوك والمؤسسات المالية تنتج إلى أداء خدمات مالية ومصرفية لم تكن تقوم بها من قبل،

وكنتيجة لذلك، كثيرا ما الهندسة المالية هي السبب المباشر للأزمات المالية وإنتشارها إلى الإقتصاديات الأخرى، فمن خلال بعض المعاملات غير العقلانية لآلياتها وأدواتها، تتسبب هذه التقنية في أزمات سرعان ما تنتقل إلى باقي المؤسسات المالية الأخرى عن طريق الخطر النظامي، ومن جهة أخرى قد تساهم في إنتشار الأزمات المالية إلى باقي الأنظمة المالية، عن طريق ما إستحدثته من أدوات مالية كالتوريق والمشتقات المالية التي كانت الغاية منها التحوط من المخاطر وليس نقل المخاطر، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن الأزمات المالية السابقة التي تعرضت لها الدول، كانت أغلبها بسبب أدوات وتقنيات الهندسة المالية بشكل عام.

لذلك، ظهرت الهندسة المالية الإسلامية من بين الأساليب الحديثة التي تعتمد عليها العديد من الدول في الحصول على التمويل اللازم، فهي تؤدي دورا فعالا في تجنيد الإدخارات والموارد وتوجيهها نحو المجالات الإستثمارية الأكثر ربحية، وذلك بفضل المنتجات المالية التي تعتمد عليها في تحقيق الإستقرار المالية وتحقيق التقدم والتنمية، كذلك تعتبر هذه المنتجات أكثر قدرة على إستخدام الموارد في الإستثمار. إنطلاقا من ذلك، أصبحت الهندسة المالية الإسلامية تحضى بمكانة هامة في تحقيق الإستقرار المالي وذلك بفضل إبتكارها وتطويرها للكثير من المنتجات المالية الإسلامية، التي تتميز بمبادئ المصادقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية، ومن أجل تفعيل دورها أكثر، تظهر أهمية الرقابة على عملية تطوير المنتجات المالية الإسلامية والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ وذلك من أجل تفادي التعرض لإختلالات كتلك التي تسببت فيها الصناعة المالية التقليدية، إلى جانب التسويق الجيد للمنتجات المالية الإسلامية من طرف البنوك والمؤسسات المالية باختلاف طبيعتها، مع ضرورة تأمين السيولة اللازمة لها، خاصة وأن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية.

## المراجع:

## أولاً- المراجع باللغة العربية:

## - الكتب:

- 1- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الإستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 2004.
- 2- إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 3- أحمد يوسف الشحات، "الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا"، دار النيل للطباعة والنشر، 2001.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2010.
- 5- إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون، "إقتصديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 6- السيد متولي عبد القادر، "إقتصديات النقود والبنوك"، ط1، دار الفكر، عمان، 2010.
- 7- الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 8- أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 9- برايان كويل، "نظرة عامة على الأسواق المالية"، ط1، دار الفاروق للنشر، مصر، 2006.
- 10- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، "إدارة المخاطر - إدارة المخاطر لمشتقات المالية، الهندسة المالية -"، ط1، دار الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2013.
- 11- جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة - مفاهيم نظرية وتطبيقية -، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، 2016.
- 12- جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002.
- 13- حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المبادلات، الخيارات، المبادلات)، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2011.
- 14- حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، "الأسواق المالية: بورصة الأسهم والسندات المالية- مفاهيم وتطبيقات -"، دار زهران للنشر، عمان، الأردن، 2010.
- 15- حسين بني هاني، "إقتصديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 16- سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ط1، دار النشر للجماعات، القاهرة، 2005، ص:90.

- 17- شذا جمال خطيب، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مؤسسة طابا، الأردن، 2002، ص:17.
- 18- شقيري نوري موسى ، إدارة المشتقات المالية ، الهندسة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2015.
- 19- شقيري نوري موسى وآخرون، "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص:46.
- 20- زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، "إدارة البنوك"، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان. (بدون سنة نشر).
- 21- رمزي زكي "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، دراسة إقتصادية، العدد الثاني، مؤسسة ابن خلدون للدراسات والبحوث، الجزائر، 2000.
- 22- صافي أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 23- صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.
- 24- صفوت عبد السلام عوض الله، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي"، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.
- 25- صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية"، ط1، عالم الكتب للنشر والطباعة، القاهرة، 2003.
- 26- ضياء مجيد، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص:207.
- 27- طارق عبد العال حماد، "التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 28- طلفاح أحمد، "الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص:12.
- 29- ظاهر حيدر حردان، "مبادئ الإستثمار"، دار المستقبل، للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص:29.
- 30- عاطف وليم أندرواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 31- عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية(دراسات قانونية مقارنة)"، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2009.
- 32- عبد الرحمن يسري حمدي، "قضايا إقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.

- 33- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 34- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، "النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، ط2، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006.
- 35- عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة الإقتصادية (منظمتها، شركاتها، تداعياتها)"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006.
- 36- عبد النبي إسماعيل الطوخي، "التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائمة"، دراسة مقدمة في كلية التجارة، جامعة أسيوط، مصر. (بدون سنة نشر)
- 1- عثمان عبد القوي، "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، ورقة مقدمة للمؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، سوريا، 2009.
- 37- عرفات تقي الحسيني، "التمويل الدولي"، دار مجلاوي للنشر، الأردن، 1999.
- 38- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة، عمان، الأردن، 2010.
- 39- عصام فهد العرييد، "الإستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002، ص: 09.
- 40- غانم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- 41- هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية و أدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 42- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003.
- 43- ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)"، ط1، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، 2014.
- 44- محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية-الأصول العلمية والتحليل الأساسي"-، ط1، زمزم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 45- محمد خلة توفيق، الهندسة المالية-الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار-، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001.
- 46- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 47- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشيفات، "الإستثمار في البورصة: أسهم- سندات- أوراق مالية"، ط1، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2006.
- 48- مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية (أدوات وآليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)"، ج1، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

- 49-مصطفى كمال السيد طایل، "الصناعة المصرفية في ظل العولمة"، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2009.
- 50- مكاحلية محي الدين، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي" -إضاءة على التجربة الماليزية-، ص:04.
- 51- منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات، مركز الدلتا للطباعة، الطبعة الثالثة، الإسكندرية، 2006.
- 52- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، ج1، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2014.
- 53- ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، 2006، ص:202.
- 54-نزیه عبد المقصود مبروك، "صناديق الإستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 55-نظير رياض محمد، "الإدارة المالية والعولمة"، المكتبة العصرية للنشر، مصر، 2001.
- 56-فريد النجار، "البورصة والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998.

#### - رسائل الدكتوراه:

- 1-العقريب كمال، "القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال وتحدي الأزمات المالية-دراسة نماذج من الدول العربية-"، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- 2-العقون نادية، "العولمة الإقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد التنمية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012.
- 3-أوكيل نسيم، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها- دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا)-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 4- برايس نورة، تقييم المؤسسة في إطار سياسة الخصوصية، دراسة مؤسسة عمومية اقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باجي مختار، 2017.
- 5- بوزرامة الجبلاي، عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية"-دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغاربية-، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.

- 6- بن ساعد عبد الرحمن، إتجاهات وآليات الإستقرار المالي العالمي في أعقاب الأزمة المالية العالمية"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014.
- 7- جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، فرع: النقود والمالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 8- زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2015/2016.
- 9- مزبود إبراهيم، "إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية-واقع وتحديات"، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.

#### - المجالات:

- 1- العباس يلقاسم، "الأزمات المالية والنماذج المفسرة لها"، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط،
- 2- إلهام بوجعدار، "أنشطة بنك الإستثمار وعلاقتها بالأزمة المالية لسنة 2008-دراسة تحليلية"- مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، العدد: 37، جوان 2012، ص: 308.
- 3- حازم البيلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية: محاولة للفهم"، منشور على الموقع الإلكتروني: [http://www.siirinline.org/alabwab/monawat\(28\)/333.ht](http://www.siirinline.org/alabwab/monawat(28)/333.ht)
- 4- خنوسة عديلة، زيدان محمد، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 17، جانفي 2017.
- 5- قندوز عبد الكريم، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، العدد 2، 2007.
- 6- هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الإقتصادية في ظل العولمة"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، الكويت، سبتمبر 1999.
- 7- هيكلم عجمي جميل، "العولمة الإقتصادية"، مجلة أبحاث روسيكادا، العدد الثاني، ديسمبر 2004.
- 8- يوسف خليفة اليوسف، "الأزمة المالية والإقتصاديات الخليجية"، مجلة المستقبل العربي، العدد 358، 2008.

## - الملتقيات:

- 1-بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008 "، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص:19.
- 2-بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 3-محمد أحمد زيدان، "فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية"، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس لبنان، 13-14 آذار 2009.
- 4-محمد عمر جاسر، "ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان "الواقع .. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية.
- 5-ملياني حكيم، شوقي طارق، "المشتقات المالية من أدوات التحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية"، مؤتمر حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014.
- 6-ناصر سليمان، محسن عواطف، "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الوقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، 2011.
- 7-رضا فتحي علي المنسي، "إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة"، ملتقى الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.
- 8-رمضان محمد أحمد الروبي، "الأزمة المالية العالمية، حقائقها، وسبل الخروج منها مع رؤية الاقتصاد الإسلامي"، ملتقى الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق - جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.
- 9-سحنون محمود، محسن سميرة، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

10-صبري عبد العزيز إبراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي"، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق - جامعة المنصورة، 1- 2 أبريل 2009.

11-فتحية إسماعيل محمد مشعل، "التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة-رؤية فقهية معالجة"، ملتقى الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية بكلية الحقوق - جامعة المنصورة، 1- 2 أبريل 2009.

<sup>1</sup>- فريد كورنل، كمال رزيق، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وإنعكاساتها على البلدان العربية"، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على إقتصاديات الدول-التحديات والآفاق المستقبلية-، جامعة الإسراء الخاصة بالإشتراك مع كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، الأردن، 28-29 أبريل 2008.

#### - المطبوعات:

1-بلعزوز بن علي، محاضرات في السياسات والنظريات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2008.

2-حيرش عبد القادر، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة ، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، 2017-2018.

3- مسعود امجيطنة، الهندسة المالية، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2018-2019.

4-لحسن دردوري، مطبوعة في مقياس التشخيص المالي، تخصص مالية وحاكمية المؤسسة ومالية واقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014 - 2016 .

#### ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:

1-Berrand Jacquillat, Bruno Solnik, " Marchés financiers et gestion de portefeuille et des risques", Edition Dunod, paris, 1991.

2-Bertrnd Richard, Inès Masmoudi, "crise financière et gouvernance des banques", Article Publié avec l'aimable autorisation de la revue banque, paris, 2010.

3-Didier Migaud, "La crise financière, quelle analyse, quelles propositions ?", jean jaurès fondations, Paris, 2010.

4-Dominique Plion,"les enjeux de la globalisation financière",édition: casbas, alger,1999.

5-Esther Jeffers, Jean-paul pollin, "déréglémentation bancaire des années 1980 et crises financières", revue d'économie financières, paris, 2009.

- 
- 6-Frédéric Mishkin, monnaie banques et marchés financiers, nouveaux horizons, 10<sup>e</sup> Edition.
- 7-Gérard Marie Henry, " les marchés financiers" ,Armand colin, Paris,1999
- 8-Henri Bourguinat, "finance international", presse universitaire de France, Paris, 1999.
- 9-IMF, "currency banking and debt crisis", vol39, N°4, December 2002.
- financière, paris, 2009.
- 10-Jérémie Delecourt, "Investisseurs institutionnelles et private equity", revue d'économie financière, 2010, paris.
- 11-Laure Kelein, "La crise des subprimes", revue banque édition, paris, 2008.
- 12-Michel Aglietta, " La Faillite d'un modèle comprendre pour agir", Revue d'analyse financière, N°28, 03<sup>ème</sup> trimestre, France, 2008.
- 13-Mishki Fredric, "financial policies and the prevention of financial crises in emerging market contries", a paper of the NEBER conference, economics of financial crises in emerging market contries, woosstock, vermont, October 19-21, 2000.
- 14-ouvrage collectif sous la direction de M.Moutoussés, "100fiche pour comprendre la bourse et les marchés financiers", édition IFC, saint germain, France, 2001.
- 15-Patrick bolle, "innégalités et Mondialisation financières qui tombe a pic", revue internationale du travail, vol:147, N°:04, 2008.
- 16-Ben Bernanke. B," Le canal du crédit et le rôle du système bancaire", sur le site web : [www.Larevuedesidées.fr /De-la-crise-de-1929-a-celle-de-htlm#nh1](http://www.Larevuedesidées.fr/De-la-crise-de-1929-a-celle-de-htlm#nh1).
- 17-Dominique Plihon," les enjeux de la globalisation financière", édition:casbas, Alger,1999.
- 18-Pierre-gilles Bellin, Arca Mimore, "les ecosolutions a la crise immobilière et économique", édition :Eyrolles, paris, 2009.

