



جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية

تخصص: محاسبة و مالية

قسم: محاسبة و مالية

مطبوعة في مقياس:

# الهندسة المالية

موجهة إلى طلبة السنة الثالثة تخصص محاسبة و مالية

من اعداد الأستاذة: حميدوش حورية

أستاذة محاضرة ب- بقسم العلوم المالية و المحاسبية

السنة الجامعية 2023/2022

## فهرس المحتويات

7	مقدمة
9	المحور الأول: مدخل للهندسة المالية
9	أولاً: نشأة الهندسة المالية والعوامل المساعدة على ظهورها:
11	ثانياً: تعريف الهندسة المالية و أهم عملياتها
12	1. تعريف الهندسة المالية
13	2. أهم عمليات الهندسة المالية:
16	ثالثاً: أهمية و اهداف الهندسة المالية
16	1. أهمية الهندسة المالية
16	2. أهداف الهندسة المالية
17	رابعاً: مجالات استخدام الهندسة المالية:
17	خامساً: علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي
19	سادساً: المهندس المالي و وظيفته
20	المحور الثاني: تشخيص وتقييم المؤسسات
20	أولاً: مفهوم تشخيص المؤسسة
20	1- تعريف التشخيص:
21	2- أهمية وأهداف التشخيص:
22	ثانياً: أنواع التشخيص
22	1. التشخيص الإستراتيجي:
24	2. التشخيص البشري
25	3. التشخيص القانوني والجبائي:
26	4. التشخيص المالي:
31	ثالثاً: الأطراف المعنية بعملية التشخيص
31	رابعاً : تقييم المؤسسة
32	1- تعريف تقييم المؤسسة:

33	2- أهمية تقييم المؤسسة: .....
33	3. الوثائق المعتمدة في تقييم المؤسسة: .....
34	4. مراحل عملية التقييم: .....
35	خامساً: طرق تقييم المؤسسة .....
35	1. مقارنة بالذمة المالية: .....
36	2. مقارنة بالتدفقات: .....
36	3. المقاربة المركبة: .....
37	المحور الثالث: تقنيات جلب الأموال للمؤسسة .....
37	أولاً: مفهوم التمويل .....
37	ثانياً: مصادر التمويل التقليدية .....
38	1. المصادر الداخلية للتمويل (التمويل الذاتي) .....
39	2. مصادر الخارجية للتمويل (السوق المالي) .....
41	3. المصادر الحديثة للتمويل .....
49	المحور الرابع: أدوات الهندسة المالية .....
49	أولاً: الأسهم .....
49	1. تعريف السهم و أهم خصائصه .....
50	2. أنواع الأسهم .....
53	3. قيم السهم: .....
54	ثانياً : السندات .....
54	1. تعريف السندات و خصائصها .....
56	2. أنواع السندات .....
57	3. الفرق بين الأسهم و السندات .....
58	ثالثاً : المشتقات المالية .....
59	1. العقود الآجلة: .....
60	2. العقود المستقبلية .....
62	3. عقود الخيارات .....

66	4. عقود المبادلات .....
71	<b>المحور الخامس: تقنيات التقارب والإستيلاء وإعادة الهيكلة</b> .....
71	أولاً: الاندماج (التقارب) .....
71	1. تعريف عمليات الاندماج: .....
72	2. أنواع الاندماج .....
72	3. الإجراءات المرحلية لعملية الاندماج .....
73	4. إيجابيات و سلبيات الاندماج .....
74	على الرغم من الفوائد المحتملة لعمليات الاندماج، إلا أنها تحمل أيضاً العديد من المخاطر والتحديات، لذا، يجب على الشركات تقييم هذه المخاطر بعناية قبل اتخاذ القرار، وفيما يلي أهم عيوب اندماج الشركات: .....
74	ثانياً: الامتلاك أو السيطرة: .....
74	1. تعريف الاستحواذ .....
75	2. أصناف الاستحواذ: .....
75	3. إيجابيات و سلبيات الاستحواذ .....
77	ثالثاً: العرض العمومي .....
77	1. عرض عمومي للشراء .....
77	2. عرض عمومي للمبادلة .....
78	3. عرض عمومي للإسحاب .....
79	<b>المحور السادس: الهندسة المالية و الأزمات</b> .....
79	أولاً: مفهوم الأزمة المالية، مؤشرات، أسبابها و أنواعها .....
79	1. تعريف الأزمة و الأزمة المالية .....
80	2. مؤشرات الأزمات المالية: .....
81	3. أسباب الأزمات المالية .....
82	4. أنواع الأزمات المالية .....
83	5. قنوات انتشار الأزمات .....
85	ثانياً: أهم الأزمات المالية .....
85	1 - أزمة الكساد الكبير 1929 .....

86	2. أزمة الديون المصرفية 1982 .....
86	3.الأزمة الاقتصادية المكسيكية 1994 .....
86	4. الأزمة الاقتصادية الآسيوية 1997 .....
87	5. أزمة أنرون ودوت كوم 2000 .....
87	ثالثاً: أزمة الرهن العقاري .....
87	1. الأسباب المباشرة وغير المباشرة لأزمة الرهن العقاري .....
88	2. مراحل أزمة الرهن العقاري.....
90	رابعاً: دور الهندسة المالية في الأزمة.....
90	1. توريق قروض الرهن العقاري .....
94	<b>المحور السابع: الهندسة المالية الإسلامية .....</b>
94	أولاً: تعريف الهندسة المالية الإسلامية مبادئها وأهم أسسها .....
94	1. تعريف الهندسة المالية: .....
95	2. مبادئ المصارف الإسلامية .....
95	3. أسس الهندسة المالية الإسلامية.....
97	ثانياً: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ، أهدافها و أهم خصائصها.....
97	1. أهمية الهندسة المالية الإسلامية .....
98	2. أهداف الهندسة المالية الإسلامية .....
99	3. خصائص الهندسة المالية الإسلامية .....
99	ثالثاً: أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية:.....
99	1. التمويل بالمشاركة:.....
100	2. التمويل بالمضاربة: .....
101	3. التمويل بالمراوحة: .....
103	4.صكوك الإجارة .....
103	5.المزارعة: .....
104	6. المساقاة: .....
104	7. المغارسة: .....

104.....	رابعاً: المشتقات المالية الإسلامية
104.....	1. عقود الخيارات وتكييفها الفقهي
105.....	2. عقود المستقبلات في إطار عقد الاستصناع
105.....	3. العقود الآجلة في إطار السلم:
105.....	خامساً: التوريق الاسلامي (التصكيك)
106.....	سادساً: إستراتيجية الصناعة المالية الإسلامية

تُعد الهندسة المالية من العمليات الحيوية التي أسهمت في تطوير الأدوات والأسواق المالية، لما لها من دور محوري في تنشيط حركة البورصات العالمية. كما تُعد من الابتكارات الحديثة التي تعتمد عليها المؤسسات الاستثمارية في بناء استراتيجياتها العامة. و يرجع ذلك إلى التحول في نمط التفكير المالي لدى المؤسسات المصرفية والاستثمارية، في ظل بروز أسواق مالية ناشئة وتوسع المراكز المالية العالمية، مما استدعى الحاجة إلى أدوات مالية مبتكرة قادرة على الاستجابة لمتغيرات البيئة المالية المعاصرة، وتقديم منتجات تتيح تحقيق عوائد مرتفعة بأقل قدر ممكن من التكاليف والمخاطر.

وقد نتج عن هذا التحول مجموعة واسعة من الأدوات المالية المتنوعة، التي تندرج ضمن إطار الهندسة المالية الحديثة. وفي ظل تصاعد درجة المخاطر في الأسواق وتقلباتها المتزايدة، ظهرت الحاجة إلى أدوات تمويلية تواكب هذه المستجدات وتتفادى حدود النماذج التقليدية. وتبرز الهندسة المالية هنا كأداة فعالة لإعادة هيكلة المؤسسات بشكل يتيح مرونة أكبر في إدارة المخاطر، مع الاستفادة من المشتقات المالية بأنواعها المختلفة، مثل الخيارات والعقود الآجلة والمبادلات.

وقد أصبحت المنتجات المشتقة من أبرز أدوات الهندسة المالية، نظراً لقدرتها على تسعير المخاطر والتحوط منها، وهو ما جعلها محوراً أساسياً في أنشطة المراكز البحثية والمالية، التي تسعى إلى تطوير آليات جديدة لتحديد أسعار الأدوات المالية وتقييمها. وتُعد هذه المنتجات من الوسائل الفعالة في التعامل مع المخاطر السوقية، خاصةً في الأسواق العالمية التي تتميز بتقلبات حادة وسريعة.

تتطلب طبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية الحفاظ على تنوع واسع في الأدوات والمنتجات المالية، بما يمكنها من إدارة سيولتها بكفاءة ومرونة. كما أن توافر أدوات مالية متلائمة مع المتغيرات الاقتصادية المعاصرة يُعد امراً ضرورياً، الأمر الذي يُبرز الدور المحوري للهندسة المالية الإسلامية في تطوير حلول تجمع بين التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتحقيق الكفاءة الاقتصادية.

وفي هذا الإطار، تتناول هذه المادة التعليمية، المُعدّة من مجموعة من المحاضرات النظرية والتطبيقية، موضوعات الهندسة المالية موجهة لطلبة السنة الثالثة طور ليسانس تخصص محاسبة و مالية، بهدف إكسابهم فهماً عميقاً لمفاهيم الهندسة المالية الإسلامية وآليات توظيفها. وتشمل المحاور الرئيسية ما يلي:

- مفهوم الهندسة المالية وأهدافها الأساسية.
- طرق تشخيص و تقييم المؤسسة باعتبار هذا التقييم شرطاً أساسياً لاتخاذ القرار من قبل المهندس المالي.
- التعرف على المشتقات المالية، وأنواعها، والدور الذي تلعبه في إدارة المخاطر، مع التركيز على أهم ما أنتجته الهندسة المالية الإسلامية من أدوات مُصممة خصيصاً لهذا الغرض.

• و قد تم تقديم هذه المطبوعة في سبعة محاور تشمل الجوانب الأساسية لهذا المقياس قسمت كالآتي:

المحور 1: مدخل للهندسة المالية

المحور 2: تشخيص و تقييم المؤسسة

المحور 3: تقنيات جلب الأموال للمؤسسة

المحور 4: أدوات الهندسة المالية

المحور 5: تقنيات التقارب و الاستيلاء و إعادة الهيكلة

المحور 6: الهندسة المالية و الأزمات

المحور 7: الهندسة المالية الاسلامية



## المحور الأول: مدخل للهندسة المالية

عرف الاقتصاد العالمي في أواخر القرن الماضي تطورات عالمية واسعة النطاق في ظل عولمة الاقتصاد، و هذا من خلال ما عرفته التعاملات الاقتصادية و المالية من تحرير مالي شامل (أسعار الصرف، الفوائد، الأسهم، السلع)، و ثورة تكنولوجيا لوسائل الاعلام و الاتصال، و التي جعلت من الأسواق المالية و المؤسسات تتعرض لمخاطر مالية أثرت بشكل كبير على عوائدها الاستثمارية، الأمر الذي استدعى صناعة مالية جديدة من أجل استحداث طرق و استراتيجيات تمويلية تسمح بتلبية رغبات المتعاملين في الأسواق المالية، و هو ما عرف بثورة الابتكارات المالية في ادارة المخاطر و عمليات التحوط و التي تدخل ضمن نطاق الهندسة المالية.

### أولاً: نشأة الهندسة المالية والعوامل المساعدة على ظهورها:

تعد الهندسة المالية من حيث نشأتها وبروزها قديمة قدم المعاملات المالية، أما بروزها كتخصص وعلم قائم بحد ذاته فيعد حديثاً نسبياً. و لعله يرجع إلى بداية الثمانينات عندما بدأت "وول ستريت" الاستعانة ببعض الأكاديميين من ذوي الشهرة أمثال « Richard Roll » و « Fisher Black » و غيرهم، و هذا من أجل تطوير منتجات أسواق المال، و كلما زادت هذه المنتجات تعقيداً كلما زاد الاستعانة بالأكاديميين<sup>1</sup>، و الذين كان يطلق عليهم اسم the Rochet scientiste لحيازتهم على درجات علمية متقدمة في العلوم، و في منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية اسم أكثر استساغة هو الهندسة المالية .

و يعد الاقتصاد هاري ماركويتز أول من استخدم مصطلح الهندسة المالية للإشارة على الطرق المستخدمة في معالجة الأزمات المالية التي تصيب المحافظ الاستثمارية.

و قد ساعد على ظهور الهندسة المالية عدة عوامل نذكر منها:

- **الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:** فقد ظهرت الحاجة لوجود وسائط و وسائل تمويلية جديدة مختلفة من حيث التصميم و تواريخ الاستحقاق لاشباع رغبات المستثمرين و المشاركين في أسواق المال عموماً<sup>2</sup>
- **توسع استخدام تقنيات المعلومات وظهور مفهوم السوق العريض:** لقد أثرت تقنية المعلومات على القطاع المالي بصورة كبيرة، فقد أثر الحاسوب في أشياء أساسية في هذه السوق مثل ماهية النقود نفسها و كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء، كما ساعدت شبكات الاتصال (net work) على توحيد الأسواق العالمية المتعددة و المنفصلة إلى سوق مالية كبيرة تتعدم فيها الحواجز الزمانية و المكانية، و نظراً لأن هناك احتياجات تمويلية مختلفة في أجزاء العالم كله، فقد أصبح من السهل تصميم احتياجات و مقابلتها بالاعتماد على قاعدة

<sup>1</sup> عبد الصمد سعودي. مسعودة بن لخضر. أهمية الابتكار المالي و منتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية. مجلة البحوث

الاقتصادية المتقدمة. العدد2. جامعة الشهيد حمة لخضر. الوادي. 2017 ص122.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي. الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات". دار المعارف. مصر. 1999. ص16.

عريضة و واسعة من المشاركين في هذه السوق العالمية الكبيرة. فكلما صمم و ابتكر المهندسون الماليون أدوات جديدة وجدوا من يطلبها و يقابلها<sup>3</sup>.

- **ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يقصد بالفعالية (Efficacité) في سوق المال مدى القدرة على مقابلة إحتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة (Efficiency) 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.
- **حدة المنافسة:** دفعت حدة المنافسة إلى تحفيز الابتكار و ايجاد أدوات ادارة المخاطر جديدة و تجاوز حدود السياسة النقدية
- **تقلبات أسعار الفائدة:** أدت تقلبات أسعار الفائدة إلى تمكين المهندسين من ابتكار أسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة و بالتالي ابتكار الأهم و السندات ذات الفوائد المتغيرة
- **انهيار اتفاقية بروتين وودز:** أدى انهيار هذه الاتفاقية إلى تقلبات عنيفة في أسعار الصرف و هو الأمر الذي ترتب عليه عقود الصرف الآجل للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف
- **ظهور المستثمرون المؤسسيين:** و هم كبار المساهمين الذين يهيمنون على المؤسسات و الشركات بفرض قراراتهم على الشركة من خلال محاولتهم تقليص التكاليف بالجوء إلى تقنيات و سبل جديدة لتمويل أنشطتهم
- **التشريعات مصدر للإلهام:** حيث يظهر الابتكار المالي كرد فعل للتشريعات و القيود القانونية و الضريبية خاصة.
- **مساهمات البحث العلمي** ومن خلال التحليل الدقيق لمفهوم النظرية المالية نستقرئ العديد من أعمال منطري هذه النظرية أمثال (Markowitz, 1952) الذي وضع أساساً لمقدمة النظرية الحديثة، و (Sharpe, 1964) الذي قدم نموذج تسعير الموجودات المالية. وكذلك العالمان (Black & Scholes, 1973) اللذان تناولاً موضوع تسعير الخيار وطريقة تقييم الخيارات المالية، والعالم (Engler, 1982) الذي طور مفهوماً جديداً في عملية تأطير النموذج وتقويم المخاطر. وقد لعبت التطورات البرمجية وأجهزة الحاسوب العامل الأكبر في تقدم تلك النظرية، حيث مكّن الحاسوب من تجميع وحفظ وتحليل البيانات بطريقة سهلة منذ 1990، كما أسهمت المعاهد في عملية تحليل الأسواق المالية وتزويد المستثمرين والمستخدمين بكافة البيانات المطلوبة<sup>4</sup>.

بالإضافة للعوامل السابقة هناك عوامل خاصة بالأسواق المالية نذكر منها:

1. تعدد أدوات الاستثمار المتاحة في السوق المالي، و هو ما أدى الى زيادة سيولة السوق و إتاحة المزيد طلبات التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد و تقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل

<sup>3</sup> أبو ذر محمد الجلي. الهندسة المالية الأسس العامة و الأبعاد للتمويل الإسلامي. مجلة المقتصد. العدد 17. 2005 ص2.

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي. الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية. مؤسسة الورق للنشر و التوزيع. ط1. الأردن. 2008. ص28.

2. توفير أدوات إدارة المخاطر، و التي مكنت من اعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المتثمرين للمخاطر

3. تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق، و هو ما أدى الى تحسين التكاليف و زيادة العائد و الانفتاح على الأسواق المالية

4. تعدد و تنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد و تنوع أدوات الاستثمار<sup>5</sup>.

لقد أدت كل العوامل السابقة الذكر و غيرها إلى تطور الهندسة المالية و التي لا تزال تتطور إلى يومنا هذا، فالهندسة المالية عند مطلع القرن 21 تختلف اختلافا كبيرا عما كانت عليه قبل عقد الثمانينيات من القرن المنصرم، حيث تعود هذه التحولات الجذرية إلى الابتكارات المالية الغزيرة والمعقدة التركيب التي أسفرت عنها الصناعة المالية .

فحتى غاية أزمة الكساد التضخمي التي انفجرت خلال عقد السبعينيات من القرن الماضي، كانت مصادر التمويل الداخلية والخارجية تتمثل في عدد محدود من أدوات التمويل، وهي عبارة عن القروض بجميع أنواعها الداخلية والخارجية. و الإصدارات التي كانت تتمثل في الأسهم والسندات وبعض مشتقاتها، أي تقريبا في السهم العادي، السهم الممتاز، السهم القابل للتحويل إلى سند . نفس الشيء بالنسبة للسند، ورؤوس الأموال الخاصة. كما أن المخاطر كانت قليلة تتمثل أساسا في التوقف عن الدفع بسبب انعدام السيولة. كما كانت المخاطر نادرة نسبيا بالمقارنة مع مخاطر الفترة الراهنة، بسبب كون أسعار الصرف كانت ثابتة وتغييرها كان مشروطا بموافقة صندوق النقد الدولي. كما أن معدلات الفائدة كانت عبر آلاف السنين ثابتة، مما يعني أن مخاطرها كانت تقتصر على التوقف عن خدمة الدين أو التغيرات التي تحصل عليها في المدى الطويل. بعبارة واحدة، فإن أنواع المخاطر كان نسبيا قليلا جدا مقارنة بها الآن. و في سياق موجة العولمة المالية الراهنة والثورة التكنولوجية المزدوجة، فإن وظيفة الهندسة المالية أصبحت تكتسي أهمية بالغة جدا، خاصة في اقتصاد منفتح ومندمج بدرجة عالية في الاقتصاد العالمي .

## ثانياً: تعريف الهندسة المالية و أهم عملياتها

يندرج مفهوم الهندسة المالية ضمن ميدان واسع جدا ألا وهو الميدان المالي، أي ميدان مالية المؤسسة وميدان مالية السوق، وعليه فإنه هناك مقاربتان في معالجة هذه المادة وذلك كما يلي<sup>6</sup>:

- **الهندسة المالية للسوق:** وهي مقارنة أنجلوسكسونيه تربط الهندسة المالية بحقل مالية السوق، ومن اهتماماتها الرئيسية: تحديد المخاطر، التغطية منها، وقياس أداء المؤسسة، تسعير الخيارات و الأسهم و

<sup>5</sup> Marshall,J and Bansal,V; Financial Engineering. New york institute of finance. 1992. P15.

<sup>6</sup> عبد الكريم احمد قندوز. الهندسة المالية و اضطراب النظام المالي العالمي. ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي. جامعة الكويت. الكويت. 15-16 ديسمبر 2010. ص3.

المستقبلات، و يسمح استعمال أدوات و تقنيات الهندسة المالية للمهندس المالي من فهم أفضل للسوق المالية ، و بالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق.

- **الهندسة المالية للمؤسسة:** هي مقارنة أوروبيه تربط الهندسة المالية بحقل مالية المؤسسة، وتركز على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وأمثليه الهيكل المالي وكيفية الاستفادة من الجانب الضريبي والقانوني للدولة التي تتوطن بها المؤسسة، و كذا إدارة محفظة الأوراق المالية و تنظيم صفقات البيع و الشراء بشكل يراعي مصالح جميع الأطراف.

و على الرغم من اختلاف زاوية نظر المقاربتين إلا أن هناك نوع من التوفيق بينهما، حيث يهتم كلاهما بإدارة المخاطر بأفضل صورة ممكنة للحصول على أفضل عائد.

### 1. تعريف الهندسة المالية

تعتبر الهندسة المالية مصطلح مشتق من كلمة انجليزية هي Engineering و التي تدل على أنها الأنشطة الفكرية التي تساهم بتصميم العمل بطريقة عقلانية و عملية مع ضمان تكامل مختلف التنظيمات التي تساعد على تحقيقه.

و قد ظهرت عدة تعاريف للهندسة المالية، تبدو هذه التعاريف بأنها مبتعدة عن بعضها البعض وهذا بسبب اتساع حقلها وصعوبة تحديده تحديدا دقيقا. فهي لا تقتصر على الجانب المالي فقط بل تتناوله في علاقته بالنظام الضريبي والمنظومة القانونية، كما أن التعاريف تختلف حسب المقاربتين الأنجلوسكونية و الأوروبية السابقتي الذكر، ومن أهم التعاريف المتعلقة بالهندسة المالية نذكر:

- الهندسة المالية تعبر عن قدرة المختصين ليس فقط على ابتكار تقنيات مالية متطورة وتصور ترتيبات مالية جد مركبة بل ووضعها حيز التنفيذ من أجل الاستجابة لحاجيات الأعوان الاقتصاديين وإيجاد حلول خلاقة لمشاكلهم. أي مرافقة الأعوان الاقتصاديين في عمليات تمويل تتعلق خاصة بأعلى الحصيلة، مثل تمويل النمو الداخلي والخارجي، الاندراج في البورصة، نقل جزئي أو كلي للملكية إلى الغير، إعادة الهيكلة المالية.
- كذلك، تعرف الهندسة المالية بأنها عبارة عن تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل<sup>7</sup>، وبناء عليه فإن حقل الهندسة المالية يتحدد بالأنشطة الثلاثة التالية:
  - الابتكارات المالية خاصة منها المشتقات. أي أن الهندسة المالية تقوم بابتكار أدوات مالية جديدة، وهي كثيرة.
  - ابتكار وتطوير آليات مالية أصيلة من شأنها تخفيض كلفة التمويل؛
  - حلول خلاقة للمشاكل المالية التي تعرفها المؤسسة، مثل مشاكل الديون والخزينة.

<sup>7</sup> منير إبراهيم هندي. الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات". مرجع سبق ذكره. ص14.

- يمكن تعريف الهندسة المالية بأنها عبارة مجموعة تقنيات مالية ومحاسبية وضريبية وقانونية تتوفر عليها الادارة المالية من أجل رفع قيمة أصول الملكية وتحقيق ديمومة التوزيعات وتدنية المخاطر. تسمح معرفة التقنيات الضريبية والتحكم فيها، خاصة في دولة يكون نظامها الضريبي معقداً، من معرفة الفرص التي تتاح لتخفيض العبء الضريبي بطريقة قانونية.
- تعرف الهندسة المالية بأنها تخصص في مالية المؤسسة وهي ترافق المؤسسة الاقتصادية وتعالج عدداً من المشاكل التي تعترض المؤسسة الاقتصادية في تطورها، مثل: الاندراج في البورصة، إعادة التمرکز في النشاط والتخلي عن جزء منه، الاندماج والاستحواذ، تمويل المشروعات، التمويل المهيكل .
- عموماً يمكن تعريف الهندسة المالية بأنها عملية أو مجموعة من العمليات التي تهدف الى ابتكار و تصميم أدوات مالية مستحدثة أو تطوير القائم منها، و تقديم حلول إبداعية لمشاكل اقتصادية و مالية قائمة.

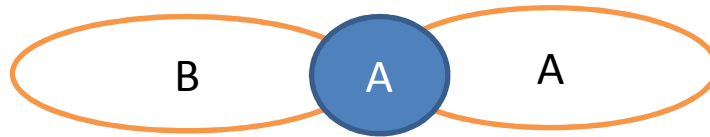
إن فكرة الهندسة المالية تحيلنا إلى الترتيبات المالية المتعددة والمركبة، التي يتم وضعها من أجل توفير تمويل مفصل على مقاس المؤسسة - وليس تمويلاً جاهزاً يقدم لأي مشروع اقتصادي، بحيث يتم تحقيق أمثله هذا الأخير، إن على مستوى تقنيات إنجازها أو تسييره، إن الأمر يتعلق بدراسة المشروع من جميع جوانبه، وهو ما يتطلب تنسيق لأعمال مجموعة فرق متخصصة تعمل على المشروع.

## 2. أهم عمليات الهندسة المالية:

من بين أهم العمليات التي تقع في أعلى الحصيلة والتي تشكل الاهتمام الرئيسي في موضوع الهندسة المالية<sup>8</sup> نذكر: (سننطق إلى هذه العمليات بالتفصيل في محاور لاحقة)

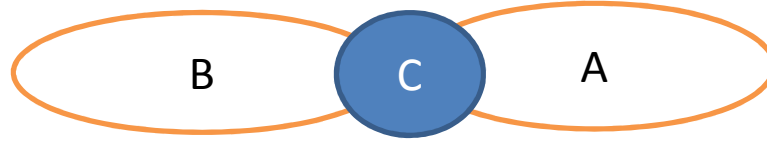
### أ- الاندماج والاستحواذ merger & acquisition:

الاندماج هو عملية يتم من خلالها تجميع مؤسستين أو أكثر من أجل تكوين مؤسسة واحدة، حيث يصبح رأسمال المؤسستين مشترك<sup>9</sup>

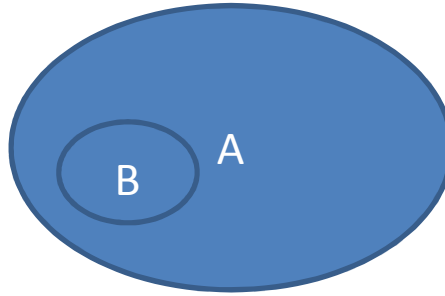


<sup>8</sup> مسعود مجيطة. الهندسة المالية. محاضرات في الهندسة المالية. مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر. تخصص إدارة مالية. قسم علوم التسيير. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة الجزائر 3. 2018/2019.

<sup>9</sup> طاهر محسن منصور الغالي. وائل محمد صبحي ادريس. الإدارة الاستراتيجية، منظور منهجي متكامل. دار وائل للنشر. عمان. 2007. ص412.



الاستحواذ هو انتقال الملكية من مالك إلى مالك جديد، و يتخذ الامتلاك عدة أشكال أهمها التنازل عن كتلة الأصول التي تمثل الأغلبية في مجلس الإدارة لمالك جديد و فيه نوعان: السيطرة السلمية OPA Amicale و السيطرة العدائية OPA Hostile



تتطلب هذه العملية اللجوء إلى مؤسسة مالية مختصة من أجل مساعدتها على تحقيق العملية، كما تتطلب عملية الإدراج في البورصة وكذا عملية تمويل المشروعات اللجوء إلى مؤسسات مالية مختصة. بالنسبة لإعادة مركزه النشاط فإنها تقتضي تخلي المؤسسة عن نوع من أنشطتها بعدما كانت سابقا قد انتهجت سياسة تنويع النشاط، مثل هذا التخلي يتطلب إيجاد مقتني جديد أو التخلي لصالح الطرف الشريك، كما يتطلب معرفة قيمة هذا الأصول المعنية، إن الأمر يتطلب دراسة دقيقة لجانبها المالي حتي يتم التخلي عنه بقيمة مجزية، فمثلا 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 المتعلقة بإنتاج نوع من السيارات يشتغل بالطاقة الحرارية.

إن الهندسة المالية باعتبارها تتعلق في جزء منها بمالية المؤسسة تلعب دورا هاما في كافة العمليات الواقعة أعلى حصيلة المؤسسة، في حالة الاندماج والاستحواذ التي يتم اللجوء إليها في سياق النمو الخارجي للمؤسسات الاقتصادية. يتم اللجوء إليه من قبل مؤسستين بمقتضى قرار استراتيجي يتم اتخاذه بصفة تشاورية. ومن أجل مصلحة المؤسستين معا. كما قد تتم العملية من قبل مؤسسة منفردة بصفة عدوانية.

#### 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 (كبرى 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 اقتصاديين آخرين. بل وتوزيعها على أوسع نطاق ممكن حتى يتضاءل تأثيرها السلبي.

### ج-التمويل بالدين:

في حالة تعثر المؤسسة عن الوفاء بخدمة الدين فإنه يمكن من الناحية القانونية للدائنين الاستيلاء على المؤسسة بغرض استرجاع حقهم، في هذه الحالة، وفي إطار انقاذ المؤسسة، يتم تحويل الديون إلى أسهم مما يسمح للمؤسسة من إعادة رسملة نفسها ومن ثم امكانية الانتعاش والنهوض من جديد وبمشاركة مساهمين جدد قد يهيمنوا على المؤسسة الاقتصادية.

فمبدأ التوازن بين الأموال الخاصة والديون يحكم كيفية التوليف بين جرة الأموال الخاصة والديون المترتبة عن تمويل استثمارات المؤسسة وضمان الاستقرار 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 ارتفاع معدل المديونية إلى ارتفاع 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<sup>10</sup>.

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

### د-الادراج 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 اقتصادية ذات أسهم، أن تكون مؤشرات 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.

<sup>10</sup> نعيمة العربي. الهندسة المالية. مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة. قسم علوم التسيير و العلوم التجارية. 2020/2019. ص27.

## ثالثاً: أهمية و أهداف الهندسة المالية

### 1. أهمية الهندسة المالية

- 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 نسبياً خاصة وأنه غالباً ما يكون التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية أقل من تكلفة التعامل بالطرق التقليدية.
- تعزيز فرص تحقيق الأرباح، من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن إستعمالها في عمليات الإستثمار والمضاربة والتحوط والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية، من خلال إفراح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً سواء أكانت في الأسواق النظامية أم الأسواق الموازية<sup>11</sup>.

### 2. أهداف الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق أربعة أهداف أساسية تتمثل في:

- **التحوط:** هو الاجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع، و غير المرغوب فيه للمتعاقد، و تستخدم أدوات الهندسة المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة و الصرف و أسعار الأوراق المالية و غيرها.
- **المضاربة:** هي بيع و شراء لا بقصد التملك الحقيقي للأصول و جني الأرباح الدورية، بل بقصد جني ربح رأسمالي من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار. و هناك نوعين من المضاربين المضارب على الصعود و المضارب على الهبوط.
- **المراجعة:** هي الحصول على أرباح بسبب عدم التوازن في الأسواق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في سوق و بيعها في سوق آخر حيث السعر يكون مرتفع. إلا أن احتمال اجراء المراجعة أصبح ضئيل بسبب تطور نظم المعلومات التي تربط الأسواق العالمية
- **إدارة الأصول و الخصوم:** هي فن اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه الأصول و أفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم

<sup>11</sup> نفس المرجع السابق. ص 29.



## رابعاً. مجالات استخدام الهندسة المالية:

هناك عدة استخدامات للهندسة المالية من أهمها<sup>12</sup> :

1- خفض حجم المخاطر المالية من خلال إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل كاستخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

2- تستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، يأخذ هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، ويسمح استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للأسواق المالية، ومن أبرز مهامها:

أ- تصميم أدوات مالية مبتكرة مثل بطاقات الائتمان وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.

ب- تطوير الأدوات المالية تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.

ج- ابتكار إجراءات تنفيذية من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

## خامساً: علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي

الابتكار المالي هو استخدام الأفكار والتقنيات الجديدة في مجال الخدمات المالية لتحسين العمليات المالية، وتطوير منتجات وخدمات جديدة تلبي احتياجات العملاء بشكل أفضل. يشمل الابتكار المالي استخدام التكنولوجيا مثل الذكاء الاصطناعي والتحليل الضخم للبيانات، والتطبيقات المالية الرقمية، والتشفير (العملات الرقمية)، والدفع الإلكتروني، وغيرها من الأدوات الحديثة لتطوير وتحسين الخدمات المالية. يهدف الابتكار المالي إلى زيادة الكفاءة والفعالية في العمليات المالية، وتقديم منتجات وخدمات مالية جديدة تسهل الوصول إليها وتلبي احتياجات الأفراد والشركات بشكل أفضل.

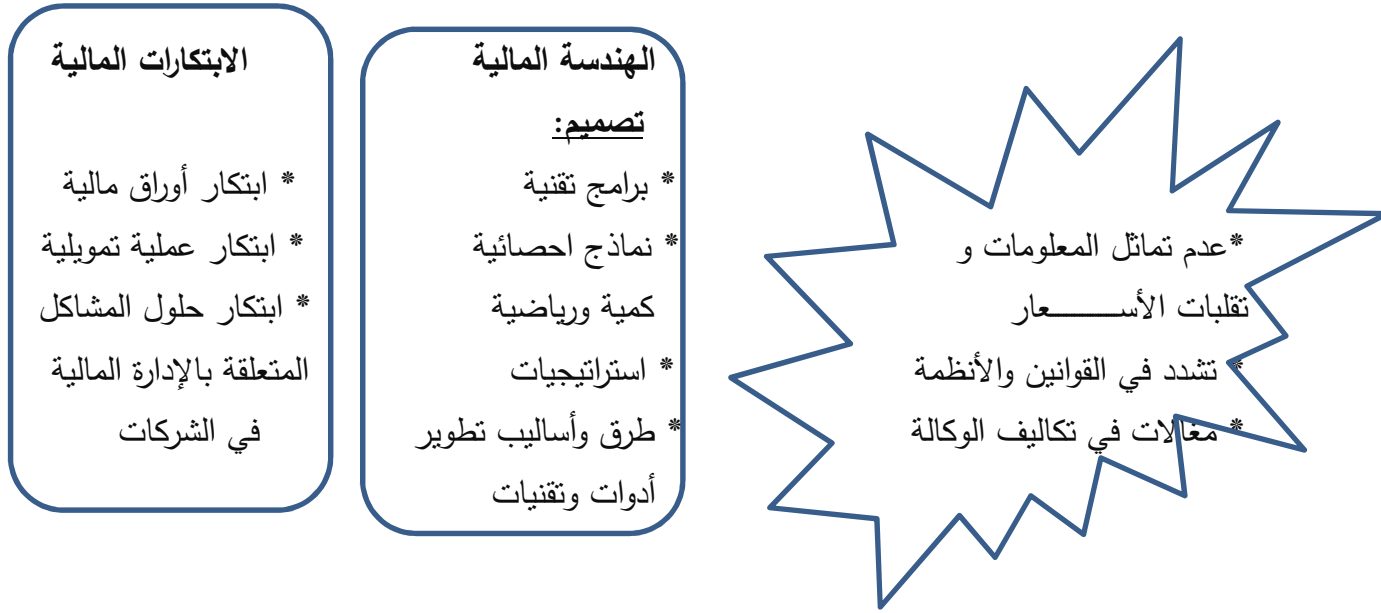
فالابتكار المالي هو عملية تطوير وتنفيذ أفكار جديدة أو تحسينات على الخدمات والمنتجات المالية القائمة، بهدف تحسين الكفاءة والفعالية في إدارة الأموال وتحقيق الأهداف المالية بشكل أفضل. يشمل الابتكار المالي استخدام التكنولوجيا والتحليلات البيانية المتقدمة لتطوير منتجات مالية جديدة، مثل تطبيقات الهاتف المحمول للمصرفية، وخدمات الدفع الإلكتروني، والتمويل الجماعي، والعملات الرقمية، وسائر الأدوات المالية الحديثة التي تعزز التحول الرقمي في القطاع المالي. يهدف الابتكار المالي إلى تلبية احتياجات المستهلكين والشركات بشكل

<sup>12</sup> عبد الكريم احمد قندوز. الهندسة المالية الإسلامية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي. مجلد 20. العدد 2. المملكة العربية السعودية. 2007. ص 18.

أفضل، وتحسين تجربة المستخدم والوصول إلى الخدمات المالية بشكل أسهل وأكثر فاعلية. إذاً: هل الهندسة المالية هي نفسها الابتكار المالي؟

المخطط الموالي يبين لنا العلاقة بين الهندسة المالية و الابتكار المالي لحل مشكلة معينة

الشكل رقم 1: علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي



من خلال ما سبق يتضح أن الهندسة المالية هي الآلية التي يتم من خلالها الابتكار المالي عن طريق استغلال كل ما توفره من خبرات و مهارات و قدرة على توظيف النماذج الرياضية و الإحصائية المعقدة و التي تسمح بوضع هذا الابتكار حيز التنفيذ، و بالتالي الهندسة المالية و الابتكار المالي عمليتان متكاملتان تخدم كل منهما الأخرى<sup>13</sup>.

وعليه فإن الهندسة المالية ليست الابتكار المالي غير أنهما عمليتين متكاملتين ومترابطتين، فالهندسة المالية تحتاج للابتكار والابتكار يحتاج المهندسين الماليين القادرين على توظيف خبراتهم ومهاراتهم لخلق منتجات جديدة أو لتطوير المنتجات الموجودة سابقا وتكييفها مع احتياجات المتعاملين، فالابتكار المالي فرع من الهندسة المالية وهو ثمرة ونتيجة للهندسة المالية<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> محمد الشريف بن زاوي. حوكمة الشركات و الهندسة المالية. دار الفكر الجامعي. مصر. 2016. ص121.

<sup>14</sup> روقية بلقصور. مدى إمكانية مواكبة الهندسة المالية الإسلامية للابتكارات المالية العالمية بالتطبيق على البنوك الإسلامية. أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية. جامعة الجزائر 3. 2018/2017. ص3.

## سادساً: المهندس المالي ووظيفته

المهندس المالي متخصص في المالية، نجده تحديداً في البنوك والمؤسسات المالية أو في الأسواق المالية، يتولى مهمة:

- إنشاء وتحسين أدوات التمويل المركبة (الدخول في البورصة، زيادة رأس المال...).
- خلق أدوات مالية مركبة متنوعة (أصول، ديون، مشتقات...)، أو خلق تقنية أو أداة مناسبة لتمويل مشروع ما (توريق الائتمان، عمليات الدمج، عمليات التملك...).

المهندس المالي كباقي المهندسين الماليين يحتاج في تأدية أعماله إلى آلات ومعدات مفهومية ومادية والتي تشمل الأفكار والمناهج الدراسية والأدوات المالية المتنوعة، والتقنيات الالكترونية لنقل الأموال... إلخ. وفي نفس الوقت فهو بحاجة لامتلاك قاعدة جيدة في مجالات متعددة (كالنظرية الاقتصادية والمالية والرياضيات والإحصاء) ذات العلاقة بالعمل في الهندسة المالية. فيسعى المهندس المالي نحو امتلاك أنظمة متطورة لتحويل الأدوات الاستثمارية ذات المخاطر العالية إلى أدوات ذات مخاطر متدنية وذلك من خلال استعمال الأدوات المالية المبتكرة.

يؤدي المهندسون الماليون ثلاث أدوار رئيسية في المؤسسات هي:

- 1) يعملون كمسوقين: أي يعملون لخدمة حاجات الزبائن ومحاولة إغرائهم بالفكرة.
- 2) يعدون كمبتكرين: أي يعملون على تصميم وتطوير منتجات مالية جديدة.
- 3) يعدون كمستغلي الثغرات القانونية: حيث أنهم يسعون إلى استغلال الثغرات ووظيفتها.

و على المهندس المالي أن يتميز بالمهارات التالية<sup>15</sup>:

- معرفة واسعة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العائد.
- فهم جيد للنظرية المالية. الرياضيات والإحصاء والاقتصاد
- معرفة واسعة بالقانون المحلي والدولي فيما يرتبط بالمعاملات المالية والأسواق.
- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة المحلي والعالمي.
- معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب والبيانات المتخصصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.
- القدرة على حل المشاكل التي قد تحصل ومواجهتها.

<sup>15</sup> هاشم فوزي دباس العبادي. الهندسة المالية و ادواتها بالتركيز على الخيارات المالية. مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع. عمان. 2008.

## المحور الثاني: تشخيص وتقييم المؤسسات

يعتبر التشخيص أسلوب منظم يمكن من إكتشاف أسباب وعوامل الاختلافات بالحاصلة بالمؤسسة ليعبر لنا الوضعية الحقيقية لها، فهو يعتبر المرحلة المهمة والضرورية لتقييم المؤسسات. وعليه، فإن التشخيص والتقييم عمليتان متكاملتان ولا يمكن أبدا الإستغناء عنهما من أجل فهم الواقع المعقد للمؤسسة الاقتصادية بإعتباره شرط مسبق لإتخاذ أي قرار من قبل المهندس المالي.

### أولاً: مفهوم تشخيص المؤسسة

يعتبر التشخيص عملية ذات أهمية كبيرة في العملية التسييرية، فهو يعد شيء ضروري للتقييم وأداة فعالة لتقييم الوضعية الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية إذ يتم من خلاله إبراز نقاط القوة والضعف، وبالتالي لا يمكن الإستغناء عنه بإعتباره يسمح بإتخاذ قرارات بخصوص مخاطر وربحية المؤسسة وحتى جدواها.

#### 1- تعريف التشخيص:

أصل كلمة تشخيص diagnostic مشتق من كلمة يونانية diagnosis و التي تعني المعرفة و التي تستعمل عادة في ميدان الطب.

و يعرف التشخيص بأنه: " القيام بمجموعة من التحاليل والفحوصات لشخص معين وهذا لمعرفة علته إنطلاقاً من أعراض يستدل بها الشخص<sup>16</sup>."

أما عن تشخيص المؤسسة فيعرف على أنه مجموعة العمليات التي تهدف الى ابراز العيوب و الخلل في المؤسسة من اجل تصحيح نقاط الضعف و استغلال نقاط القوة للمؤسسة.

كذلك يعرف بأنه : " أداة مهمة في إتصال المؤسسة مع محيطها وليس فقط مالياً ولكن صناعياً وتجارياً فهي تهدف إلى تشخيص وفحص الوضعية المالية للمؤسسة لخدمة ودعم التقدير المستقبلي ."

و لكي يكون التشخيص فعالاً، لا بد أن يستجيب للشروط التالية:

- ان يكون عضوي بحيث يحسن وصف الهياكل و مكونات المؤسسة و علاقة هذه المكونات ببعضها البعض
- ان يكون وظيفي بحيث يحسن دراية و تحليل مختلف أنشطة المؤسسة
- ان يكون استراتيجي بحيث يحسن دراسة و تحليل مختلف أنشطة المؤسسة
- ان يكون استراتيجي بحيث يحسن دراسة و تحليل إمكانيات المؤسسة المستقبلية

<sup>16</sup> Abdelhamid Boudjelal et autre. EL Manar. Dictionnaire de la langue francaise. Dar el ouloul. Annaba. 2001.p144.

## 2- أهمية وأهداف التشخيص:

التشخيص كأداة تسييرية تسمح باتخاذ القرارات وبناء أهداف مستقبلية وقد تكون هذه القرارات والأهداف استراتيجية في حياة المؤسسة. فالنتائج التي تبرز من التشخيص بعد عملية الدراسة والتحليل توضح مختلف النقائص والإيجابيات التي تكون نقطة انطلاق في بناء الأهداف. نلاحظ من خلال المفاهيم السابقة للتشخيص أن له استعمالات داخلية وخارجية تبرز الأسباب الحقيقية من ناحية التسيير، حيث يستعمل من قبل مسيري المؤسسة والبحث على تأكيد الاستراتيجية المتبعة من جهة ومن جهة أخرى في تحديد الاستراتيجية المستقبلية، نحن نعلم أن الاستراتيجية تبنى على أساس أهداف مستقبلية طويلة الأجل، وبالتالي فإن التشخيص أهمية بالغة في حياة المؤسسة حيث يقود المسيرين إلى وضع أيديهم على الأسباب الحقيقية التي تواجهها وتحليلها كما أنه يعمل على تحليل الاستراتيجية العامة من أجل البحث عن الحلول الممكنة والإجراءات التي تساعد على وضع الأهداف والسياسات المستقبلية وتمكنها من الحفاظ على نشاطها والبقاء أمام منافسيها من جهة، والعمل على تطوير نشاطها واتخاذ القرارات لتحسين وضعيتها من جهة أخرى. وبالتالي فإن عملية التشخيص لا تتوقف عند اكتشاف نقاط القوة والضعف<sup>17</sup>، بل تبحث عن أصل الأسباب وتحليلها وتقديم الحلول والإجراءات التي تحد من الصعوبات ونقاط الضعف.

هذا ويعمل المسيرون داخل المؤسسة على القيام بالتشخيص نظرا لأهميته، فهو يسمح بالإحاطة بجميع النتائج القياسية للمؤسسة، والرفع من كفاءتها وضمان إستراتيجياتها في مختلف المجالات كالإنتاج والتسويق، بإعتباره قاعدة تسييرية، كذلك يسمح التشخيص بإعطاء نظرة شاملة حول وضعية المؤسسة لجميع المتعاملين معها سواء مدراء أو مساهمين أو من طرف الدولة خاصة عند إتخاذ 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 أو الخارجي للمؤسسة، أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيتطلب في حالة مواجهة المؤسسة لأزمة أثرت بها شكلا وهذا ما يقلل من كفاءته.

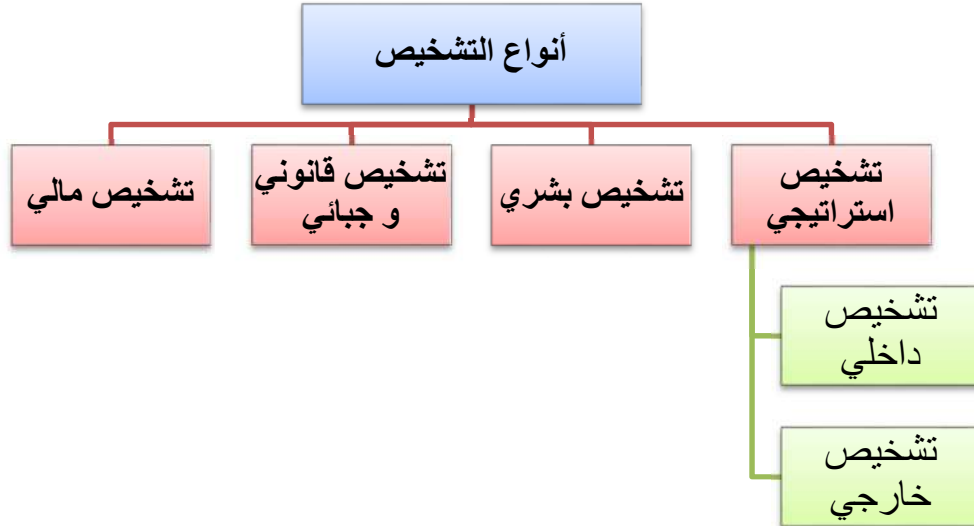
وفي ذات السياق، يكمن الهدف من التشخيص في تحديد وقياس المتغيرات الضرورية لتقييم المؤسسة، خاصة صافي الخصوم، معدل العائد المنتظر، كما يسمح التقييم بتحديد قيمة المؤسسة وقيمها المنقولة، أي الأسهم والسندات، وبالتالي فإنه على مدى جدية ودقة التشخيص والتقييم يتوقف نجاح باقي القرارات، كذلك فإن تشخيص المؤسسة الإقتصادية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

<sup>17</sup> مداح عرايي الحاج، إدارة الاعمال الاستراتيجية. ديوان المطبوعات الجامعية. 2015. ص142.

## ثانياً: أنواع التشخيص

سنتطرق فيما يلي لكل من التشخيص الإستراتيجي، القانوني، الجبائي البشري والمالي، كذلك هناك التشخيص التكنولوجي والتجاري والتنظيمي والإجتماعي وغيرهم.

شكل رقم 2: أنواع التشخيص



### 1. التشخيص الإستراتيجي:

يرتبط هذا التشخيص بدراسة البيئتين الداخلية والخارجية للمؤسسة،

- البيئة الداخلية نقصد بها تحديد نقاط القوة و الضعف لدى المؤسسة (تشخيص داخلي)
  - البيئة الخارجية هي التعرف على التهديدات المحدقة، المنافسة، الفرص المتاحة (تشخيص خارجي)
- و يقوم التحليل الاستراتيجي بتحليل مشترك للمؤسسة (نقاط القوة ونقاط الضعف ومحيطها) (التهديدات المحدقة، المنافسة، والفرص المتاحة لها. أي أن التشخيص الإستراتيجي يهتم بصفة خاصة بالجوانب التالية:

- \* طبيعة الأنشطة الإقتصادية للمؤسسة،
- \* بنية الإدارة و بنية المساهمين
- \* مختلف منتجات المؤسسة ومدى قدرتها التنافسية في السوق،
- \* آفاق النمو والسياسة الإستثمارية
- \* الإستراتيجية الصناعية التجارية والمالية المقترحة
- \* المحيط الإقتصادي للمؤسسة: المنافسة، الموردين والزبائن،

## 1.1 التشخيص الداخلي

يهدف هذا التشخيص إلى التعرف على مميزات الشركة و مهاراتها من أجل إبراز نقاط قوتها و ضعفها من أجل اتخاذ قرارات استراتيجية أكثر ملائمة<sup>18</sup>, هذا سيجعل من الممكن تحسين الموارد و التركيز على نقاط الضعف في المنظمة لتصبح أكثر تنافسية و تتمثل الموارد الاستراتيجية في الشركة في 4 موارد هي:

- الموارد المادية: تجهيزات، عقارات، آلات
- الموارد المعنوية: براءات الاختراع، التراخيص، العلامات التجارية
- الموارد المالية: الخزينة، القدرة على التمويل، الأموال الخاصة
- الموارد البشرية: شهادات العمل، المعرفة بالمنتجات و العملاء

## 2.1 التشخيص الخارجي

هو تحليل البيئة الكلية Macro environnement (البيئة الاقتصادية، التكنولوجية، السياسية,,,,,) و البيئة الجزئية Micro environnement (الزبائن، الشركات المنافسة) تحليل البيئة الكلية: هذه الطريقة تسمح بمعرفة التأثيرات الإيجابية و السلبية لهذه العوامل. و هو ما يعرف بتحليل PESTEL

### PESTEL

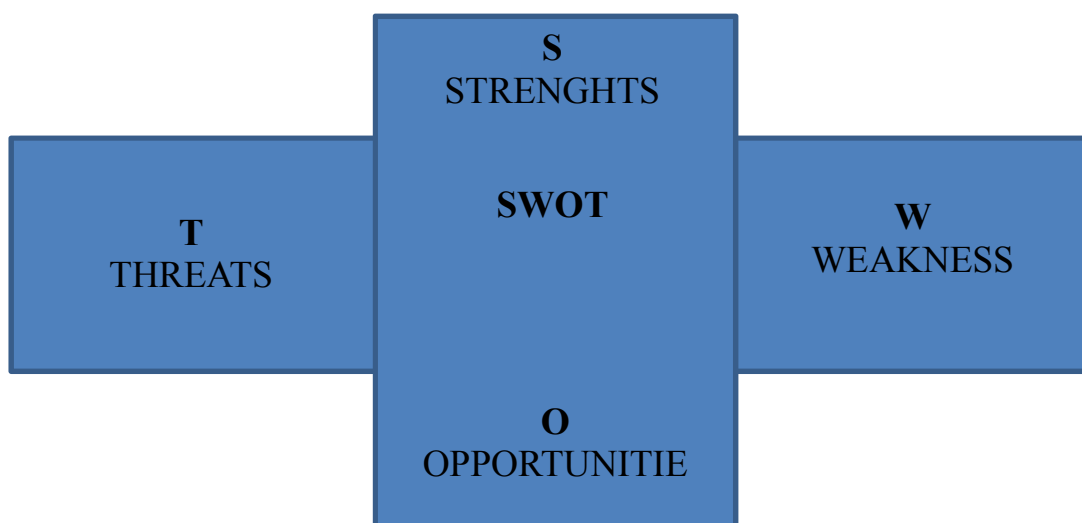
Politique/ Economique/ Sociologique/ Technologique/ Ecologique/ Legal

تحليل البيئة الجزئية يسمى أيضاً بالتحليل التنافسي، و الذي يحدد جميع التهديدات الخارجية التي يجب أن تواجهها الشركة، و يعتمد هذا التشخيص على العناصر التالية:

- الكثافة التنافسية (عدد المنافسين، المركز التنافسي، نمو قطاع النشاط الذي تنشط فيه الشركة,,)
- الوافدون الجدد إلى السوق (يجب أن تكون هناك مراقبة مستمرة دخول لاعبين جدد و متغيرات جديدة)
- القدرة على المفاوضة مع الزبائن (حيث كلما قل عدد الزبائن زادت قوتهم و فرضوا الأسعار)
- القدرة على مفاوضة الموردين (يتم تعزيز تأثيرهم إذا كان من الصعب استبدال المنتجات التي يقدمونها)
- تأثير الدولة (قد تدخل في بعض الأحيان للحد من بعض الأنشطة من أجل تنظيم السوق و بالتالي قد يؤثر سلباً على الشركة)

<sup>18</sup> وليد مرغني. محاضرات في مقياس تشخيص المؤسسة. السنة الأولى ماستر. تخصص اقتصاد و تسيير المؤسسة جامعة الشهيد حمة لخضر. الوادي. 2018/2017.

و يمكن أخذ نظرة شاملة للمحيط الذي تنشط فيه الشركة عن طريق مصفوفة SWOT و التي تجمع بين التشخيص الداخلي و الخارجي



## 2. التشخيص البشري

تزداد أهمية التشخيص البشري في حالة الإستيلاء على المؤسسة أو التخلي عنها. حيث يسمح بالتعرف على تأثير ذهاب مسيرين على أداء المؤسسة. كذلك ينبغي محاولة التعرف على نوايا الأجراء والموظفين في المستقبل وفي حالة إنتقال ملكية المؤسسة إلى الشاري الجديد. هل هناك من يفكر في الإستقالة من

المؤسسة بسبب تغير المالك، وما تأثير ذلك على أدائها؟ هل من أقارب المالك السابق للمؤسسة في مجلس إدارتها، وما هي نواياهم؟ كيف ينبغي التعامل معهم؟

ينبغي التعرف على المعلومات الشخصية Le profil للأجراء والموظفين وعلى أجورهم ومن ثم على تطور كتلة الأجور خلال الفترة القادمة، هل يملكون خبرة ومعرفة تكنولوجية مهمة؟ يتم الإستعانة من أجل ذلك باللجوء إلى الهيكل التنظيمي للمؤسسة وإلى عقود التشغيل والإتفاقيات الجماعية للعمل.

وتعتبر إدارة الموارد البشرية العملية الخاصة باستقطاب الأفراد و تطويرهم و المحافظة عليهم في اطار تحقيقاهداف المنظمة و تحقيق أهدافهم، حيث تتجح هذه الوظيفة اذا استطاعت تجميع العمال حول هدف واحد هو النهوض بالمؤسسة و تحقيق المردودية الجيدة، و تتلخص هذه السياسة فيما يلي<sup>19</sup>:

<sup>19</sup> عمر قربة. دور التشخيص الاقتصادي و المالي في ابراز نقاط القوة و الضعف في المؤسسة الاقتصادية. المجلد4. العدد1. مجلة الدراسات. جامعة الأغواط. 2013. ص-ص 115-116.



- ظروف وعلاقات العمل: تتمثل في مكان العمل - محتوى العمل - محيط العمل - أدوات العمل وهنا على الشخص دراسة نوعية علاقات العمل التي تربط الرؤساء بالمرؤوسين وكذا التدقيق في ظروف العمل.
- التوظيف: على الشخص أن يدقق فيه من حيث البرامج المطبقة في عملية الإستقطاب والاختيار، ودراسة المستوى الحالي للتوظيف ومدى أهميته مقارنة مع ما هو معمول به في القطاع.
- سياسة الأجور: على الشخص تحليل هاته السياسة من حيث نوعية القوانين التي تنظم الأجور الفروقات في سلم الاجور وأهميتها - نوع تقييم العلاوات وكيفية حسابها - مستوى الأجور الموزعة على العمال ومقارنتها مع الأجور الموزعة في القطاع والحد الأدنى للأجور.
- التكوين على الشخص دراسة وتدقيق السياسة التكوينية للموظفين، وطبيعة المجالات التي تم فيها التكوين والفئة المعنية ومدته.
- تحليل التركيبة البشرية على الشخص أن يدرس هيكله الوظيفة المهنية، الأقدمية، هرم الأعمار وفي الأخير الغيابات والاستقالات وحوادث العمل.

### 3. التشخيص القانوني والجباي:

يعتبر الجانب الضريبي والقانوني من أهم جوانب المؤسسة التي ينبغي معرفتها كما ينبغي باستمرار وبصفة خاصة على المهندس المالي وهو يفكر في أي ترتيب مالي أن يأخذ في الحسبان القضايا المتعلقة بالجانب الضريبي والقانوني. كالموضعية إزاء مصالح الضرائب المستجندات في القوانين الضريبية وخاصة على مستوى قانون المالية للسنة الجارية، وضعية المؤسسة إزاء مفتشية العمل، المنازعات مع الغير إن وجدت، وغيرها.

فالنظام الضريبي الذي تخضع له كل المؤسسات بجميع أنواعها و أشكالها القانونية والاقتصادية، هو عبارة عن مختلف الضرائب و الرسوم المحددة من طرف الهيئات العمومية من أجل تنظيم الاقتصاد و إعادة التوزيع، فقد يكون النظام الضريبي مشجعا على الاستثمار كمنح تخفيضات و إعفاءات، او يكون مثبط له برفع الضريبة، و بالتالي فان أي مراجعة للسياسة الضريبية لابد أن تصب في اتجاه تدعيم الفعالية الاقتصادية، لذلك على الشخص أن يتعرف على مكونات النظام الضريبي و مدى تأثيره على التوازنات في المؤسسة، كما ان عليه ان يأخذ بعين الاعتبار المستجندات و الأمور المتعلقة بالجانب القانوني<sup>20</sup>.

مثلاً: في حالة إعادة شراء مؤسسة أو الإستحواذ عليها بسبب تعثرها أو ضعفها، يمكن الإستفادة من إعانات مالية تقدمها جهة رسمية لهذا الغرض. كما يمكن الإستفادة من تخفيضات ضريبية من أجل المساعدة على إنقاذ المؤسسة والحفاظ على مناصب العمل ورصيدها المعرفي والتكنولوجي.

<sup>20</sup> نفس المرجع. ص120.

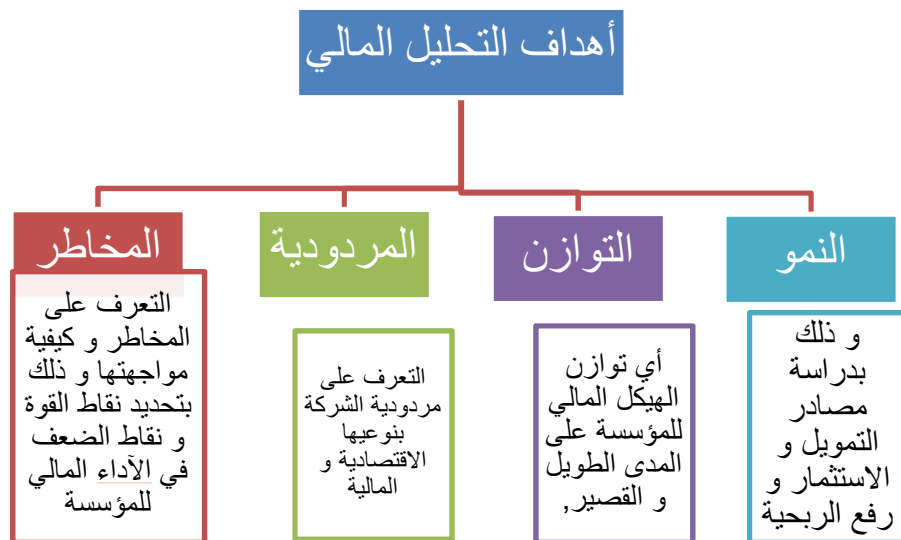
- في حالة الذهاب إلى التقاعد يمكن للمالك المعني أن يستفيد من إعفاء ضريبي على فائض القيمة عند البيع، وذلك إذا ما توفرت فيه شروط معينة (أقدمية في المنصب، عدد العمال في المؤسسة لا يقل عن حد معين، أن لا يكون لذك قدرة على مراقبة المؤسسة الشارية).

- في حالة تقديم هبة من طرف المالك إلى أحد أفراد العائلة يمكن الإستفادة من تخفيضات ضريبية، قد تصل إلى 75% في دولة مثل فرنسا، فبالنسبة للضرائب على الأسهم التي تمنح مجاناً للمديرين والأجراء من أجل ترغيبهم في تحقيق الأهداف المسطرة لمؤسساتهم (تحقيق فائض قيمة)، فإن القوانين والإجراءات الضريبية تختلف من بلد إلى بلد آخر بل وحتى من فترة إلى أخرى بالنسبة للبلد الواحد.

#### 4. التشخيص المالي:

التشخيص المالي هو النتيجة التطبيقية للتحليل المالي، و هو عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة باستخدام مجموعة من الأدوات و المؤشرات المالية، و ذلك من أجل الوصول لنقاط القوة و الضعف ذات الطبيعة المالية و يسمح التشخيص المالي بالتعرف على النقاط التالية:

شكل رقم 3: أهداف التحليل المالي



يتم التشخيص المالي للمؤسسة من خلال القيام بتحليل لهيكلها المالي، و هو ما يتم من خلال حساب مختلف النسب أهمها:

- نسب الهيكلية: أي مدى التوازن ما بين مصادر التمويل الداخلية و الخارجية
- نسب المردودية: أي مدى التمكن من تخفيض قيمة سعر البيع دون تحمل خسائر

- نسب السيولة: أي مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصول سائلة و غير سائلة

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، حيث يسمح التشخيص المالي بالتعرف على اتجاه تطور القيمة السوقية للمؤسسة. قد تعرف مؤسسة اقتصادية تحسنا في نتيجة دورة الإستغلال ما يساعدها على الإقدام على إستثمارات حقيقية جديدة ومن ثم تحسين مستوى نموها الكامن وكذا قيمتها السوقية. على العكس من ذلك يمكن أن تعرف نتيجة الإستغلال تراجعاً مؤثراً بذلك على كل من قدرتها على توزيع الأرباح وقدرتها على التمويل الذاتي.

وقبل عرض أهم النسب المالية التي تهمنا في التشخيص المالي، لا بد من التعريف ببعض المصطلحات الإقتصادية والمحاسبية<sup>21</sup>.

**الأموال الخاصة :** هي عبارة عن مبلغ الأموال الأصلي التي قدمها الشركاء عند التأسيس أو المساهمين لاحقاً، مضافاً إليها كافة أنواع المؤنات التي توجد لدى المؤسسة، وكذلك أرباح المساهمين غير الموزعة، أي التي تبقى تحت تصرف المؤسسة مطروحة منها الخسائر المحققة - إذا حصلت - من المفروض أن كل الأرباح التي تحققها أو الخسائر التي تتكبدها الأصول القابلة للتداول تسجل كأموال خاصة. القاعدة هي أن المؤسسات تقوم بتقديم ملخص فيه مثل هذه التغيرات التي تحدث على الأصول المتداولة المتعلقة بالأموال الخاصة. إذ تعتبر الأموال الخاصة ضمان لتغطية كافة المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة، وهي تساهم في تمويل جزء من الإستثمار. كضمان للدائنين الذين يمولون الجزء الآخر من إستثمارات المؤسسة. في حالة الإفلاس، فإن الدائنين هم أول من يتم تعويضهم ويأتي المساهمون في الأخير.

**صافي الأصول:** كمفهوم محاسبي، هو عبارة عن مجموع الأصول مطروح منها الديون القائمة على المؤسسة، أي أن صافي الأصول هو نفسه الأموال الخاصة.

**تحليل الهيكل المالي للمؤسسة:** ينبغي أن يكون الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية متوازناً على عدة مستويات. هذا لا يعني أنه يوجد هيكل مالي مثالي مرجعي، وعلى كل مؤسسة أن تعمل على جعل هيكلها المالي متطابقاً معه. هناك نسب مالية عن السيولة والملاءة والدين والربحية والمردودية وغيرها ينبغي أن تكون عبارة عن مؤشرات إيجابية، وذلك كما هو متعارف عليه. بصفة عامة، على المؤسسة الإقتصادية أن تسعى إلى المحافظة على الهيكل المالي متوازناً، خاصة على مستوى تواريخ إستحقاق الأصول والخصوم. فعلى سبيل المثال، ينبغي أن لا تمويل الإستثمارات بواسطة ديون قصيرة. بتعبير آخر، ينبغي أن يكون هناك تلاؤم من حيث عامل الزمن

<sup>21</sup> دردوري لحسن. مطبوعة التشخيص المالي. جامعة محمد خيضر بسكرة. 2015/2014. ص-ص 29-30.

ما بين الموارد المالية للمؤسسة واستخداماتها لهذه الموارد. بخصوص رأس المال العامل على سبيل المثال، فإن أشكال التمويل المناسبة له هي الديون قصيرة الأجل.

#### 1.4 طريقة التشخيص المالي للمؤسسة:

يتم التشخيص المالي للمؤسسة أساسا من خلال القيام بتحليل مالي لهيكلها المالي، وهو ما يتم من خلال حساب مختلف النسب التي نتناول أهمها فيما يلي:

##### نسبة السيولة العامة:

تكتسي السيولة أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، ينبغي أن تتوفر بالقدر اللازم، أي دون إفراط ولا ندرة، حتى تتمكن المؤسسة في الفترة الزمنية القصيرة من الوفاء بالتزاماتها كاملة. يتم قياس هذه النسبة بقسمة الأصول التي يقل تاريخ إستحقاقها عن سنة على الخصوم التي يقل تاريخ إستحقاقها كذلك عن سنة. نفترض أن المؤسسة "X" تتوفر على حساب بنكي بقيمة 50000 دينار جزائري، كما تتوفر على أصول مالية قابلة للتسييل فورا بقيمة 40000 دينار جزائري. بالمقابل هي تواجه مستحقات عليها تسدد ويقل عمرها عن سنة، وتبلغ قيمتها 80000 دينار جزائري.

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{مجموع أصول المؤسسة تقل عن سنة}}{\text{مجموع خصوم المؤسسة تقل عن سنة}}$$

الأصل المتداول: يتكون من المخزونات والذمم والمتاحات النقدية.

+ الخصم المستحق في الفترة القصيرة: يشمل كل الديون التي تستحق في أقل من سنة، وهو يتكون

من قروض الموردين للمؤسسة، قروض قصيرة تستخدم في تمويل أنشطة إستغلال أو حاجات جارية للمؤسسة، الجزء الخاص بالفترة قصيرة الأجل سواء من الإقتراض طويل الأجل أو من الأصول الأخرى، الخصوم الأخرى قصيرة الأجل مثل الأجور التي تدفع للعمال والموظفين أو مستحقات الضرائب والإقتطاعات الإجتماعية المستحقة.

إذا قلت هذه النسبة عن الواحد الصحيح (1) فهذا يعني أن المؤسسة لها ديون تفوق وسائل الدفع المتوفرة لديها، مما يجعلها قد تتعرض للتوقف عن الدفع. كلما كانت النسبة أكبر كانت المؤسسة تتمتع بسيولة في الفترة الزمنية القصير أكبر، وهو شيء جيد من ناحية؛ لكن من ناحية ثانية، فهذا يعني أن المؤسسة لا تستخدم مواردها المالية إستخداما أمثليا بصفة عامة، فإن المؤسسة تعمل على أن تكون نسبة السيولة لا تقل عن الواحد الصحيح إذا قلت عن ذلك فهذه إشارة سلبية من المؤسسة إلى المتعاملين معها.

نسبة السيولة الضيقة: نسبة السيولة الضيقة هي نسبة الأصول التي تقل مدتها عن سنة منقوص منها المخزونات مقسومة على الخصوم التي تقل مدتها عن سنة، أي:

الأصول التي تقل مدتها سنة - مخزونات / الخصوم التي تقل مدتها عن سنة

. الملاءة:

يعني هل باستطاعة الشركة تسديد ديونها من أموالها الخاصة، هل لديها المقدرة على مواجهة التزاماتها، و تحسب كما يلي:

$$\text{نسبة الملاءة} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

نفترض أنه في تاريخ معين كانت قيمة أصول مؤسسة معينة تبلغ 200 مليار دينار وهي بذلك مساوية لقيمة خصومها البالغة 200 مليار دينار جزائري. غير أنه في تاريخ لاحق وبسبب ظرف إقتصادي سيئ للغاية (وباء كورونا لعام 2020) عرفت قيمة أصول هذه المؤسسة تراجعاً ملحوظاً، بحيث أصبحت قيمتها تبلغ 160 مليار دينار جزائري . أحسب نسبة الملاءة وعلق عليها.

في الحالة الثانية تقل قيمة الأصول عن قيمة الخصوم بمقدار 40 مليار دينار جزائري ما يعني أنها غير كافية، وحسب نسبة الملاءة هذه فإن النسبة تعتبر المؤسسة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها.

• نسبة الدين:

يتم قياس هذه النسبة بقسمة صافي الدين القائم على المؤسسة على الأموال الخاصة. أما صافي الدين فهو عبارة عن إجمالي الدين مطروح منه الأصول المالية + السيولة

$$\text{نسبة الدين} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

تعطينا نسبة الدين صورة معينة عن الهيكل المالي للمؤسسة، وتعني نسبة الدين المنخفضة كون التسيير جد حذر، أم كون النسبة عالية فهذا يعني أن المؤسسة تعرض نفسها لمخاطر قد يكون لها تأثير سلبي على ملاءة المؤسسة. كما أن نسبة الدين تقيس مستوى ملاءة المؤسسة، وهي مؤشر تعتمده البنوك في منح مزيد من القروض للمؤسسة.

• نسبة المردودية :

نسبة المردودية تعني العائد الذي يحصل عليه أصحاب الأموال الخاصة من أسهمهم. يمكن حساب هذه النسبة بقسمة العائد على الأسهم الذي يحصل عليه أصحاب الأموال الخاصة مقسوم على مجموع الأموال الخاصة

#### 4.2 أهمية التشخيص المالي:<sup>22</sup>

- 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 للوضعية الحالية للمؤسسة.
- معرفة المركز المالي للمؤسسة.
- يسمح باستغلال الموارد المالية بطريقة عقلانية منتظمة.

#### 3.4 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 الآجال المحددة.
- على المستوى الداخلي: يمكن من تقدير المركز المالي للمؤسسة، كما يحدد المخاطر المالية والإستغلالية لإتخاذ القرارات المستقبلية للمؤسسة.

#### 4.4 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 - تحديد الفترة الزمنية المعنية بالدراسة.

ج - اختيار زمن المقارنة أو الطريقة المناسبة للتشخيص.

<sup>22</sup> ناصر دادي عدون. تقنيات مراقبة التسيير التحليل المالي الإدارة المالية. دار المحمدية العامة. الجزائر. 1999. ص14.

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 و هو عبارة عن تحديد نقاط القوة و مواطن الضعف و وضع ملخص في حدود جودة المعلومات المتاحة و وضع التوصيات

ر - القيام برسم السياسات و اتخاذ القرارات المناسبة.

### ثالثاً: الأطراف المعنية بعملية التشخيص

1. 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<sup>23</sup>.

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.

### رابعاً : تقييم المؤسسة

تعتبر عملية التقييم عن تحديد قيمة للمؤسسة، انطلاقاً من وضعيتها الحالية و المستقبلية، لهذا فهي مجموعة من المراحل التي تهدف إلى اجراء تشخيص دقيق حول المؤسسة قصد تحديد قيمة يتم على أساسها التفاوض حول سعر التنازل عن المؤسسة و يستلزم تقييم المؤسسة في الحالات التالية:

<sup>23</sup> نعيمة العربي. مرجع سبق ذكره. ص46.

- اصدار الأسهم
  - عملية الادراج في البورصة
  - عمليات الاندماج و الاستحواذ
  - عمليات التنازل عن فرع من فروع أنشطة المؤسسة
  - المنازعات القضائية و منازعات الملكية
  - التغيير في الشكل القانوني للشركة
- و لا يقتصر التقييم على تحديد قيمة للمؤسسة انطلاقاً من عناصرها المادية و المعنوية، بل يتعداه إلى التعرف على القدرة الكامنة على النمو التي تتمتع بها المؤسسة.
- و عليه تبرز أهمية التقييم في كافة الأحداث الهامة التي تعرفها المؤسسة في حياتها، مثل حالة الاندماج، الإستحواذ، التخلي عن جزء من الملكية، التعرض إلى ردة إقتصادية أو إعادة الهيكلة المالية.

### 1- تعريف تقييم المؤسسة:

تعتبر عملية التقييم عن تحديد قيمة المؤسسة إنطلاقاً 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 وضعية المؤسسة، إختيار 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 إهتمام 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 إنطلاقاً من وضعيتها الحالية والمستقبلية، حيث تقوم على مقاربات وطرق مختلفة ترتكز على فرضيات وإعتبارات مالية معينة، فهي بذلك تتطلب معرفة عميقة بالمؤسسة وتوقعات أكثر.

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.

## 2- أهمية تقييم المؤسسة:

يكتسي تقييم المؤسسة الاقتصادية أهمية بالغة باعتباره أداة من أدوات الهندسة المالية التي يتطلبها إتخاذ 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 تقييما للمؤسسة الاقتصادية، كما أن عملية الإدراج في البورصة تتطلب التقييم وكل عمليات رفع الأموال أو الاندماج أو الإستحواذ أو التنازل عن فرع من فروع أنشطة المؤسسة، كلها تتطلب تقييما 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. الوثائق المعتمدة في تقييم المؤسسة:

**الوثائق والمعلومات المحاسبية:** تعد الوثائق المحاسبية من أهم مصادر المعلومات في المؤسسة والتي بني عليها نظامها المعلوماتي، ومن ثم تتخذ على إثرها القرارات التي يصدرها المديرون ، وتتمثل هذه الوثائق في<sup>24</sup>:

- الميزانية : توضح الذمة المالية للمؤسسة في زمن محدد عادة ما يكون نهاية السنة أو بشكل نصف سنوي أو في الغالب ربع سنوي بالنسبة للمؤسسات المسعرة المطالبة إلزاماً بنشر قوائمها المالية)، حيث تظهر فيها التزامات المؤسسة اتجاه دائنيها واتجاه مؤسسيها، كما تظهر فيها حقوقها المتمثلة في الاستثمارات والمخزون والذمم، وبالتالي تعبر الميزانية عن المركز المالي الإجمالي للمؤسسة.

<sup>24</sup> هوارى سويسى. محمد امين كمارسي. إشكالية تقييم المؤسسة مع الإشارة لحالة الجزائر. ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية. جامعة سكيكدة. 13/12 ديسمبر 2005. ص-ص 54-55.

- جدول حسابات النتائج: يوضح هذا الجدول كل الأعباء والنواتج التي تتعلق بنسبة معينة بالإضافة إلى أرصدة التسيير المتمثلة في الهامش الإجمالي القيمة المضافة نتيجة الاستغلال نتيجة خارج الاستغلال ونتيجة الدورة قبل الضريبة وبعدها.

- الوثائق الملحق: تتمثل في الجداول المبنية في النظام المحاسبي المالي بعد جدولي الميزانية وحسابات النتائج، والتي تبدأ من جدول حركة الذمة المالية إلى جدول المعلومات المختلفة، وتعتبر هذه الجداول مفصلة ومكملة لجدولي حسابات النتائج والميزانية، وعليه فهي تشكل موردًا إضافيًا للمعلومات التي تساعد مختلف الأطراف في التعرف على وضعية المؤسسة.

تمد القوائم المالية الختامية الخبير المقيم بمعلومات عن ماضي المؤسسة وطبيعة نشاطها، وكذلك معرفة أصولها وأدائها الاقتصادي من خلال نتائجها المحققة، لكن مع ذلك تبقى غير كافية لاعتمادها على التكلفة التاريخية في التسجيل والتي لا تعكس الوضعية الحقيقية للمؤسسة، مما يتطلب من الخبير القيام ببعض لإجراءات والتعديلات التي تجعل المعطيات أكثر تعبيراً عن الواقع.

- التصريحات الجبائية: يترتب عن مزاولة نشاط المؤسسة مجموعة من المستحقات لفائدة مصلحة الضرائب، ولذلك نجدها نقوم بملأ استمارات شهرياً وسنوياً تصرح فيها بمختلف الضرائب والرسوم التي على عاتقها. إذ تفيد التصريحات الجبائية الخبير في معرفة نتائج المؤسسة ورقم الأعمال المصرح به، ومن ثم مقارنته بالبيانات المحاسبية التي بحوزة المؤسسة وذلك لثلاث سنوات على الأقل لتتيح له معرفة إمكانياتها من خلال تطور رقم أعمالها وحجم مبيعاتها وكذلك تطور نتائجها التي تعكس تحسن أدائها أو العكس.

#### 4. مراحل عملية التقييم:

تمر عملية التقييم بالمراحل التالية:

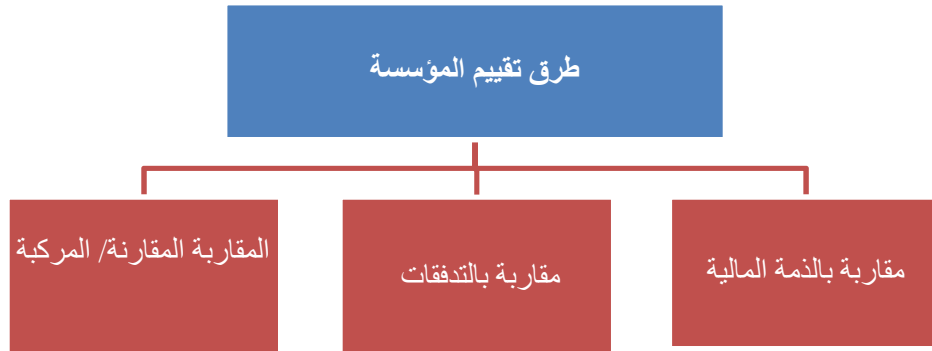


يلاحظ أن الخبير المقيم ينطلق في عملية التقييم بجمع المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسة (محاسبية، مالية، قانونية، جبائية ....) والتي يتم الحصول عليها من مصادر داخلية كالتقارير السنوية، التقارير الصادرة عن

البورصة والقيام بزيارات ميدانية وكذا مصادر خارجية. بعد ذلك يقوم الخبير المقيم بإجراء تشخيص داخلي لمختلف وظائف المؤسسة ( الإنتاجية، موارد بشرية تجارية مالية ومحاسبية تسمح له بتحديد نقاط القوة والضعف للمؤسسة كما يقوم بإجراء تشخيص خارجي للمؤسسة وذلك بهدف دراسة موقع المؤسسة في السوق ومعرفة تنافسياتها وتحديد الفرص المتاحة لها والتهديدات التي تواجهها. وبالاعتماد على نتائج تشخيص المؤسسة والغرض من عملية التقييم، يختار الخبير المقيم طريقة ملائمة أو أكثر من بين الطرق المتاحة لحساب قيمة المؤسسة حيث يتوصل إلى قيمة واحدة أو مجال من القيم يتم على أساسه التفاوض لتحديد سعر المؤسسة. نستنتج أن تقييم المؤسسة عملية معقدة تعتمد على مجموعة من الخطوات والمراحل 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<sup>25</sup>

### خامساً: 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 ثلاثة أنواع، هي:



#### 1. مقارنة بالذمة المالية:

تعتمد هذه المقاربة على دراسة حصيلة المؤسسة انطلاقاً من أصولها، وتعتمد هذه الطريقة على ذمة المؤسسة أي ميزانيتها<sup>26</sup>، و نجد فيها،

- الأصل الصافي المحاسبي = مجموع الأصول - مجموع الديون
- الأصل الصافي المحاسبي المصحح = مجموع الأصول المصححة - مجموع الديون المصححة

<sup>25</sup> رانية كوثر راجحي. إبراهيم بومزيد. مقاربات و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. المجلد السادس. العدد 10. مجلة الباحث الاقتصادي.

جامعة سكيكدة. ص-ص 371-372.

<sup>26</sup> Chaplain gérard. Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise. Edition EMS. Paris. 2004. P106.

## 2. مقارنة بالتدفقات:

أي مبلغ مالي له قيمة محددة كقدرة شرائية، إذا لم يخصص المبلغ المالي للإستهلاك الآني فإن ذلك يعني أنه سيخصص لاحقاً وهذا ما يعني أن هذا المبلغ المالي هو عبارة عن إخبار يمكن إستثماره مقابل عائد خلال الفترة التي تفصله عن الإستهلاك المستقبلي.

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 بالإستغناء عن الخبراء من خارج المؤسسة، غير أنها هي الأخرى تصطدم بمشكلة تحديد قيمة التدفقات المالية المستقبلية للأصل، كما تطرح إشكالا آخر يتمثل في صعوبة تحديد معدل التحويل إلى القيمة الحالية.

تعتبر القيمة الحالية عن السعر الذي يكون مستثمراً ما مستعداً لدفعه من أجل الإستثمار في المؤسسة أي العائد المنتظر هو المحدد لحجم الإستثمار، فإذا كان العائد ضعيفاً 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.

## 3. المقاربة المركبة :

تقوم المقاربة المركبة أو المقاربة بالمقارنة على أساس مبدأ بسيط، وهو أن قيمة أصل مؤسسة تكون مماثلة تماماً ومتساوية مع قيمة أصول مؤسسة مماثلة أو مشابهة لها، أي من نفس القطاع. هذا المبدأ تكون له مصداقية بقدر ما تكون السوق المالية تتصف بالكفاءة. يتم العمل وفق هذه المقاربة بإتباع الخطوات التالية:

- تكوين عينة من المؤسسات الإقتصادية، بحيث تكون متماثلة، لها نفس الحجم، نفس مستوى التطور وتعتمد على نفس التكنولوجيا؛

- تحديد المؤشرات التي تتمتع بالنجاعة ونقوم على أساسها بحساب مضاعف، إنطلاقاً منه نحدد قيمة المؤسسة موضوع التقييم.

## المحور الثالث: تقنيات جلب الأموال للمؤسسة

تعتبر المؤسسة عصب الحياة الاقتصادية، و من أجل أن تستمر هذه المؤسسة و تتوسع، فإنها تحتاج و بشكل مستمر إلى رؤوس أموال لاستثمارها في شكل أصول مختلفة معدات آلات، مباني، مخزون ..) و يعتبر التمويل الداعم الأساسي لهذه العملية.

### أولاً: مفهوم التمويل

هناك عدة تعاريف للتمويل منها:

\* يقصد بالتمويل تشكيلة الأموال التي حصلت عليها المؤسسة بهدف تمويل استثماراتها، ومن تم فإنها كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم

\* التمويل هو مجموعة الوسائل و الأساليب و الأدوات التي تستخدمها ادارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية و التجارية، و على هذا الأساس فإن تحديد مصادر التمويل يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق و البيئة المالية التي يتواجد فيها.

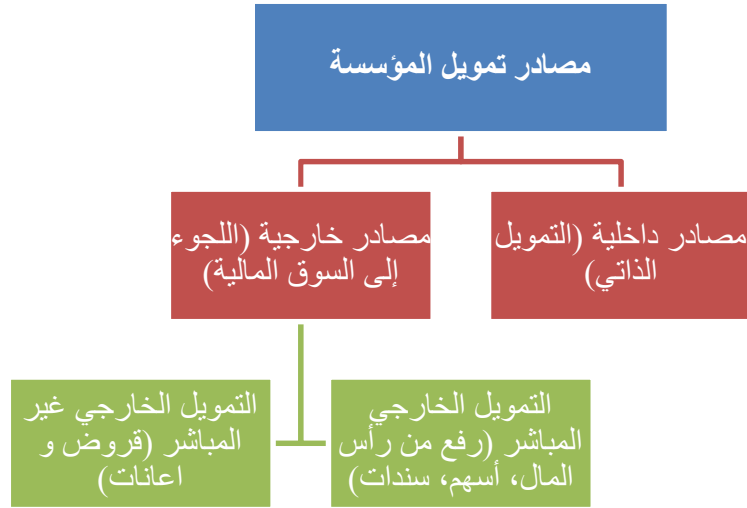
\* التمويل هو البحث عن المصدر الذي تستخدمه الادارة للحصول على النوع المعين من الأموال اللازمة ومن تم التزود بها.

\* التمويل هو إمكانية الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة، و من هنا فهو ينطوي على مشكلتين أساسيتين، الأولى تتعلق بالحجم المحدود للموارد، و اما الثانية فتتعلق بكيفية تسيير هذه الموارد<sup>27</sup>

### ثانياً: مصادر التمويل التقليدية

تنقسم مصادر تمويل المؤسسة إلى مصادر داخلية و مصادر خارجية.

<sup>27</sup> منير إبراهيم هندي. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. توزيع منشأة المعارف. الإسكندرية. 1998. ص06.



### 1. المصادر الداخلية للتمويل (التمويل الذاتي)

التمويل الذاتي هو تمثيل الثروة التي بحوزة المؤسسة، و هو اعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة، وبذلك تتفادى هذه الأخيرة زيادة رأسمالها سواء من ملاكها أو الغير.

و هناك عدة تعاريف تطرق لها الاقتصاديون أهمها:

تمثل قدرة التمويل الذاتي الفائض النقدي الذي يظهر خلال فترة النشاط عند المقارنة بين التدفقات النقدية المدفوعة والتدفقات النقدية المحصلة الحقيقية أو المحتملة الناتجة عن النشاط وذلك من خلال عملية التسيير .

تعرف على أنها: "فائض نقدي صافي إجمالي ونعني بالصافي أن هذا المؤشر يحسب بعد الضريبة، أما الإجمالي فيفسر من خلال اعتباره ناتجا عن جملة نشاطات المؤسسة وهذا ما يجعله يختلف عن فائض الاستغلال الخام الذي يمثل التدفق النقدي الناتج عن الاستغلال.

• قدرة التمويل الذاتي هي "تقييم" الفائض الكامن لمؤسسة ما خلال فترة زمنية معينة عادة تكون السنة المالية وذلك عن طريق الأخذ بالاعتبار كل من التدفقات النقدية المقبوضة والتدفقات النقدية المدفوعة باحتساب كل من الأعباء الاستثنائية باستثناء نتائج التنازل عن الاستثمارات<sup>28</sup>.

و تشمل مصادر التمويل الذاتي مايلي : الأرباح المحتجزة الاحتياطات الاهتلاكات، المؤنات، فائض أو ناقص قيمة التنازل عن التثبيات.

و من مزايا التمويل الذاتي:

+ تكوين رأسمال بأقل تكلفة

+ الأرباح المحتجزة تعفى من الضرائب

<sup>28</sup> الياس بن ساسي. يوسف قريشي. التسيير المالي (الإدارة المالية). ج1. دار وائل للنشر. عمان. 2011. ص127.

+ الحرية في اختيار نوع الاستثمار دون التقيد بشروط

أما عن عيوب التمويل الذاتي فهي:

- كثرة الأرباح المحتجزة تؤدي إلى انخفاض الطلب على أسهم هذه الشركات و بالتالي تراجع قيمتها السوقية

- قد يكون هذا التمويل غير كافي

- فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة عدم توزيع الأرباح

## 2. مصادر الخارجية للتمويل (السوق المالي)

و تتمثل في كل الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية الدائرة المالية سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

### **1.2 التمويل عن طريق البنك (الائتمان المصرفي و القروض متوسطة و طويلة الأجل)**

يقصد بها القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، و تتعامل المؤسسات التجارية التي تحتاج الى الائتمان المصرفي مع مسائل تتعلق باختيار نوع التمويل الذي تحتاجه و الى البنك الذي تتعامل معهن خاصة ان قدرة البنك على الإقراض ليست مطلقة بل محدودة<sup>29</sup>.

كما قد تكون القروض متوسطة او طويلة الأجل موجهة لتمويل الاستثمار كالتجهيزات و معدات الإنتاج او طويلة الاجل تفوق 7 سنوات موجهة لتمويل الأصول طويلة الأجل.

و تقوم البنوك بمنح القروض بعد مراعات الأمور التالية<sup>30</sup>:

- مبلغ القرض تفضل البنوك أن يكون القرض المطلوب من أي عميل كافيا لمواجهة احتياجاته لذا يقع ضمن اهتمامات البنوك التأكد من كفاية مبلغ القرض الذي يرغب العميل في تمويله.

- الغرض من القرض على البنوك أن تتعرف على ما ينوي العميل عمله بالمبالغ المقترضة فبشكل عام يجب أن لا يتعارض غرض القرض مع السياسات المالية القانونية التي ترغب الحكومة في تحقيقها .

- مدة القرض تفضل البنوك القروض قصيرة الأجل ذات التصفية الذاتية بحكم تركيبة مواردها

- مصادر الوفاء (السداد): يصر البنك دائما قبل الموافقة على منح أي قرض على التأكد من وجود مصادر وفاء مؤكدة لدى المقترض.

<sup>29</sup> منير إبراهيم هندي. مرجع سبق ذكره. ص8

<sup>30</sup> ايمن الشنطي و عامر شقر. الإدارة المالية و التحليل المالي. دار البداية. عمان. ط1. 2005. ص-ص- 72-73.

- نوايا المقرض: يعتمد تسديد القروض دائما على قدرة ورغبة العميل في التسديد، إلا أن الرغبة تعتمد على أمور غير ملموسة مثل مسموعات المقرض الأدبية واستقامته في التعامل ولمثل هذه الأمور أهمية لا تقل عن أهمية القدرة على التسديد.

- قدرة المقرض الإدارية والفنية : تعطي القدرة الإدارية والفنية للبنك اطمئنانا على حسن إدارة المشروع الممول ونجاحه، الأمر الذي ينعكس إيجابيا على قدرة المقرض على التسديد.

- رأسمال المقرض ومصادره المالية يمثل هذا العنصر الدعم المالي المقدم للمشروع من أصحابه وهذا الدعم يعبر عن قدرة المشروع المالية التي تعد المحدد الرئيسي لما يمكن أن يقرضه للمشروع.

- الضمانة: لا تمنح البنوك تسهيلات من أجل الضمانات، بل تمنح القروض بعد التأكد من قدرة المقرض على السداد من مصدر معروف خلال مدة معقولة.

## 2.2 التمويل الخارجي المباشر (الأسواق المالية)

التمويل الخارجي المباشر: يتكون من:

1 - الرفع من رأس المال : هو تحويل الأموال داخل نفس الذمة المالية للمؤسسة الفردية لا تختلف عن ذمة مالكيها. أما حالة المؤسسة ذات الشخصية المعنوية المستقلة الذمة المالية عن المساهمين، فإن مساهمة الشريك تعبر عن جزء من رأس المال.

2- التمويل بالقرض السندي: وهي سندات تصدرها المؤسسات في السوق المالية.

3- الدخول إلى البورصة: تلجأ المؤسسات إلى زيادة رؤوس أموالها للتوسع في مشاريعها الحالية أو الدخول في توسعات جديدة إلى بورصة الأوراق المالية بدلا من الاقتراض من البنوك لأن البورصة توفر لها تمويلا بدون مقابل فهي لا تتحمل أية فوائد أو أعباء مثلما يحدث لو لجأت إلى البنك إضافة إلى الصعوبات التي تضعها بعض البنوك لمنح هذه القروض بخلاف التشدد النسبي لمعايير الاقتراض منها. ويتم ذلك إما بتقسيم رأسمالها إلى أقسام صغيرة تسمى الأسهم وبيع هذه الأسهم بناء على القوانين المنظمة لهذه العملية وهذا بهدف تقسيم المخاطرة وتجميع رأس المال اللازم لعمل المؤسسة، أو قد تدخل المؤسسة البورصة عن طريق إصدار السندات إن كانت بحاجة إلى قروض طويلة الأجل وهذا باعتبار بورصة الأوراق المالية سوق تبادل الأسهم والسندات (سيتم تفصيل الأدوات في محور لاحق)



### 3. المصادر الحديثة للتمويل

يعتبر الحصول على أموال 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 الاستثمار 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.

بصفة عامة، فإن عمليات إلغاء القوانين والنصوص التنظيمية التي أفسحت المجال للموجة الحالية للعولمة الاقتصادية بصفة عامة والمالية بصفة خاصة، أدت إلى توفر مجموعة من الخيارات المالية المتاحة لأي عون اقتصادي يسعى إلى ترقية مشروع استثماري، أي أن التوجه نحو التمويل عل المقاس يمكن صاحب المشروع أن يلجأ إلى قرض مصرفي أو إلى زيادة رأس المال الخاص أو إلى التمويل عن طريق رأس مال الاستثمار، وغيرها من تقنيات التمويل الحديثة.

#### 1.3 رأس مال الإستثمار :

يعرف رأس مال الإستثمار بأنه عبارة عن نشاط مالي يتمثل في تقديم مستثمر أموال خاصة لمؤسسات غير مدرجة في البورصة مقابل الدخول في رأس مالها، يتخذ رأس مال الإستثمار عدة أشكال وذلك حسب وضعية المؤسسات الاقتصادية في السوق، ففي حالة تمويل عملية إنشاء مؤسسة فإن رأس مال الإستثمار يتخذ شكل رأس المال المخاطر، إلى جانب ذلك يمكن أن يكون رأس مال تمويل نمو المؤسسة أو تمويل نقل جزئي لملكيتها أو رأس مال ترددي حالتها، ويتم الإستثمار في جميع هذه الحالات من قبل صندوق إستثمار أو من قبل خواص ميسورين<sup>31</sup>.

عادة ما يتم تمويل مؤسسات إقتصادية عن طريق نقل جزئي لملكيتها إلى الغير من قبل رأس مال الإستثمار، 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 الإقتناء.

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 إنفجار أزمة 2008.

<sup>31</sup> مسعود مجبونة. مرجع سبق ذكره. ص 15.

كما تتميز الرافعة المالية بأثر ثلاثي مالي وقانوني وضريبي، وعادة تستخدم تقنية الرافعة المالية في تمويل مؤسسات إقتصادية 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.

### 2.3 رأس المال المخاطر :

يتم اللجوء إلى رأس المال المخاطر في حالة محددة، وتتعلق بإنشاء مؤسسات جديدة في مجال التكنولوجيات الجديدة أي ما يسمى رأس المال المخاطر والذي يعتبر من إختصاص 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 أحيانا خارقة للعادة<sup>32</sup>.

يتخصص رأس المال المخاطر في مراقبة مثل هذه المؤسسات الاقتصادية وبمجرد ما تقلع فهو يغادرها نهائيا، فعادة ما تتم المغادرة بمناسبة إدراج هذه المؤسسة في البورصة، بطبيعة الحال قد يحقق أرباحا كبيرة كما أنه قد يتكبد خسائر لأنه رأس مال مخاطر ويكمن المخطر الكبير في هذه الحالة هو أن رأس المال المخاطر قد لن يجد شاريا لأسهمه عندما يعرضها للبيع أو، وهو أسوأ من ذلك، أن المؤسسة لن تقلع في البقاء على قيد الحياة وتصفى تصفية قضائية.

و سواء كان رأس المال المغامر مباشرا من مصادر رسمية أو يتم من خلال تمويل غير مباشر، فهو يتصف في الحالتين بمجموعة من الخصائص المشتركة كالآتي:

- محدد بمدة زمنية قابلة للتجديد : فعندما يستثمر رجل أعمال أو شركة ما أموالها معك، فهي لا تمنحك تمويلا على شيك من بياض، بل يكن هذا التمويل محدد بمدة زمنية معينة، وعلى المشروع أن يعيد هذه الأموال بأرباحها خلال انقضاء هذه المدة.

- يتعلق بالمشاريع طويلة الأجل: يتصف رأس المال المخاطر بكونه رأس مال طويل الأجل فالعائد الاستثماري منه لا يتم تحصيله على المدى القريب، إنما يتم تحصيله على فترات زمنية وعادة بعد انقضاء الفترة الزمنية المتفق عليها في العقد.

- جريء: يتصف رأس المال المغامر بكونه جريء في قراراته الإدارية والمالية فمعظم القرارات التي يتم اتخاذها تتم بناء على خبرة شخصية واستقراء للسوق المحلي والدولي الغير ثابت، وهي مؤشرات يمكن أن تتغير في أي وقت ومن الممكن أن تتبدل بين ليلة وضحاها، لذلك فرأس المال المغامر يتطلب قدرا من المخاطرة المعقولة والتي يمكن أن تعود على صاحبها بكثير من النفع.

<sup>32</sup> نفس المرجع. ص16.

- جذري التغيير : بعض المشاريع الناشئة والتي يتم الاستثمار فيها من قبل رأس المال المخاطر عادة ما تمتلك ميزة خاصة تجعلها من يراها يعرف أنها من المشاريع الرائدة في المستقبل، لذلك فالاستثمار في فكرة ثورية أو فكرة ناشئة خلقة، قد يجعل الشركة المستثمرة فيها تريح 10 أضعاف ما قامت باستثماره خلال فترات قصيرة المدة، فمن قام بالاستثمار في شركات كابل وتسلا في بدايتهم، يجنون الآن أرباح جنونية مقابل اختيار جريء استطاع أحدهم أخذه من زمن.

- مخاطرة محسوبة برغم من أن القرار الاستثماري في أساسه مبني على نسبة مخاطرة عالية، إلا أن هذا القرار يسبقه العديد من الدراسات وتحليل الفرص المنطقية، والتي على أساسها يتوصل صاحب رأس المال إلى أن المخاطرة تستحق أن يؤخذ بها أم لا.

### 3.3 التمويل المهيكل

يمكن تعريف التمويل المهيكل من خلال ثلاث خصائص وهي تجميع أصول، إنفصال بين مخاطر الدين والجهة المبادرة بهيكل التمويل، تصنيف تسلسل المخاطر في شكل شرائح متفاوتة 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 التوقف عن الدفع. ثم تأتي الشريحة الوسطية التي تمتص أية خسارة تزيد عن ما تسمح بإمتصاصه الشريحة الدنيا، أما الشريحة العليا التي يفترض فيها أن لا تتطوي على مخاطر، فالعائد عليها بسيط، وهي تتحمل الخسارة التي تزيد عما تسمح بإمتصاصه الشريحتان الدنيا والمتوسطة.

و عليه فالمؤسسات الإقتصادية التي تلجأ إلى التمويل المهيكل هي التي تعتمد على كثافة رأس المال والمؤسسات التي تتميز بالإبتكار مثل مؤسسات الطاقات المتجددة ومؤسسات الإتصالات ومؤسسات اللوجستيك والذكاء الإصطناعي : أي التكنولوجيات الجديدة<sup>33</sup>.

إلى جانب ما سبق، فإن التمويل المهيكل هو تقنية مالية عالية التركيب بسبب حقوق وواجبات كل الأطراف المعنية بها (الدائن والمدين الأصليان، الكيان الذي تم إستحداثه للقيم بمهمة هيكل التمويل، المستثمرون الجدد)، بالإضافة إلى حساب تدفقات العوائد المتوقعة من جهة الأصول وتوزيعها حسب الشرائح، وهو ما يتم من خلال إستعمال نماذج رياضية.

<sup>33</sup> نعيمة العربي. مرجع سبق ذكره. ص 85

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

في الوقت الراهن، هناك أساليب ووسائل تمويل عديدة يمكن للمؤسسات الإقتصادية وهي تسعى إلى تمويل على المقاس أن تلجأ إليها والتي تعتبر أهم أدوات الهندسة المالية، من أهمها: الأسهم، السندات، المشتقات المالية، الأدوات المالية المركبة وتقنية التوريق.

### 4.3 تقنية التوريق :

التوريق في الأساس هو تقنية من تقنيات المالية الدولية، تم إبتكارها خلال عقد الثمانينات من القرن العشرين، خلال السنوات الأخيرة أصبحت هذه التقنية توظف على نطاق واسع، خاصة على مستوى الإقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، يتم إستخدامها من قبل البنوك من أجل تحقيق أهداف عدة كالتخلص أو إبعاد بعض المخاطر عن حساباتها، تعزيز نسبة رؤوس أموالها الخاصة، وتسيير حصيلتها.

**تعريف التوريق:** هو آلية، يتم من خلالها تحويل القروض (أصول غير سائلة) إلى أوراق مالية (أصول سائلة) تتداول في الأسواق المالية، بشرط توفر المؤسسة الوسيطة والضمانات اللازمة لإتمام العملية في السوق، وبالتالي فهي عملية تهدف إلى زيادة التمويل وتحويل المخاطر.

كما يقصد بالتوريق على أنه تحويل أصول مالية قليلة السيولة إلى أصول مالية عالية السيولة، حيث تكون الأصول التي يراد توريقها متجانسة، مثل قروض الرهن العقاري أو قروض الإستهلاك، وبمقتضى عملية التوريق تتحول القروض إلى سندات قابلة للتداول، أي يمكن تسيلها بسرعة.

مما سبق يتبين أن للتوريق خمسة أركان أساسية تتمثل في<sup>34</sup>:

- وجود علاقة دائنية أصلية بين دائن والمدين.
- رغبة الدائن في التخلص من سندات الدين التي عنده وتحويلها إلى جهة أخرى.
- قيام الجهة المحال إليها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول.
- استناد الأوراق المصدرة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.
- وجود مستثمر.

**أهداف التوريق:** إن الهدف الأساسي من التوريق هو التطوير الدائم للنظام المالي عموماً والنظام البنكي

<sup>34</sup> منيرة بباس. التوريق بين الواقع العملي و التكيف الشرعي - دراسة حالة ماليزيا. المجلد4. العدد1. مجلة البحوث الاقتصادية و المالية. جامعة ام البواقي. 2017. ص362.

خصوصا، و التوريق يحقق الميزات التالية للبنوك:

- وسيلة لإعادة التمويل عادة ما تكون صعبة المنال وبشروط قاسية؛
- يساهم التوريق في تحسين النسب المالية للبنك كنسب السيولة، نسب الاموال الخاصة، نسب الملاءة المالية وحتى نسبة كوك؛
- تخفض هذه التقنية من الأخطار المتعلقة بتسيير الميزانية مثل خطر الإفلاس وخطر تقلبات أسعار الفائدة وخطر السيولة.
- أطراف عملية التوريق<sup>35</sup>:** هناك ثلاثة فاعلون أساسيون في عملية توريق: المتنازل وهو الدائن في أول الأمر، الكيان المستحدث لهذا الغرض وهو الذي يقوم بعملية التوريق، أي إصدار سندات جديدة، و المستثمر وهو المكتتب في السندات الجديدة بالإضافة الى اطراف اخرين
- المنظم وهو عادة عبارة عن بنك استثماري أو مؤسسة متخصصة في مجال الأوراق المالية، يتكفل بالبحث عن متنازلين محتملين، ويضع تصور عام لهيكل صفقة التوريق، حتى يتم تحقيق أهداف البنك المتنازل ومشترو الحصص المالية، حتى يلقي منتج التوريق طلبا فعالا، كما يتولى المنظم في غالب الأحيان إبرام عقد مشاركة مع بنوك أخرى لضمان إصدار الحصص بيعها.
- المتنازل: وهو عادة عبارة عن مؤسسات إقراض وليس بالضرورة بنكا، وفي معظم الدول، تقوم السلطات الرقابية بوضع قائمة المؤسسات التي يسمح لها القيام بهذا النشاط.
- شركة التسيير : وهي عبارة عن شركة تجارية تدير الشركة ذات الغرض الخاص، وهي تمثل مصالح حاملي الحصص، فهي تراقب عملية تنفيذ المستحقات، إذ تقوم بتسيير أموال خزينة SPV، ومتابعة إجراءات للحصول على التصنيف الائتماني المناسب، كما أنها توفر المعلومات الضرورية للسلطات الرقابية.
- جهة الإيداع وهي عبارة عن مؤسسة إقراض تراقب عمل شركة التسيير.
- وكالات التصنيف الائتماني: تؤدي وكالات التصنيف دورا حاسما خاصة بالنسبة للمستثمرين، فهي تحدد نوعية الحصص المتداولة، وبالتالي فهي تقيم المخاطر المرتبطة بمحفظة القروض الخاصة بالشركة ذات الغرض الخاص.
- السلطات الرقابية يختلف دور هذه الوكالات من بلد إلى آخر، لكنها موجودة دائما من أجل مراقبة وترخيص هذا النوع من العمليات.

<sup>35</sup> نفس المرجع. ص365

- الشركة ذات الغرض الخاص وهي عبارة عن هيكل قانوني أنشئ لهذا الغرض (صفقة التوريق)، والهدف من اللجوء إلى الشركة ذات الغرض الخاص هو عزل الشركة عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة.

- مؤسسات تعزيز الإئتمان: لدعم الجدارة الائتمانية لنشاط التوريق، وبهدف الحصول على تصنيف مناسب، يمكن اللجوء إلى أحد أو بعض وسائل الدعم المتمثلة في خطاب ضمان مصرفي / أو بوليصة تأمين من شركات التأمين.

- شركات خدمة الدين دورها في الأساس هو دور تنفيذي، هذه الشركة مكلفة بالاهتمام بالتسديدات المقررة لملاك الحصص، حيث تقوم بإستلام المتحصلات من المدينين، وتسليمها لشركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، في أغلب الأحيان تكون المؤسسة المتنازلة هي نفسها الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.

إنطلاقاً من ذلك، يمكن توضيح أهم الأركان التي تتطوي 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 يشتري السندات الجديدة ثم يقوم بتحصيل فوائدها في المواعيد المستحقة.

يمكن الإشارة إلى بعض المخاطر المترتبة عند التوريق كالمخاطر الائتمانية والمخاطر الدولية والتي لا تتعلق بالدين ومخاطر السوق فقط، وإنما المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف والأوراق المالية.

إلى جانب ما سبق، تتم العملية عن طريق قيام البنك المعني بإستحداث كيان وسيط خاص لهذا الغرض، يقوم بشراء الذمم موضوع التوريق عن طريق الإقتراض ويتم من خلال قيامه بإصدار سندات تعرض للإكتتاب 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 الإقتصاديين الذين تستند إلى ديونه لدى البنك الأصول موضوع التوريق.

وتجدر الإشارة أيضاً إلى أنه خلال العقدين الأخيرين، عرفت تقنية التوريق إنتشاراً واسع النطاق على مستوى الإقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، وعلى مستوى الإقتصاديات الناشئة بدرجة أقل؛ وكان ذلك يتم أساساً في إطار تسيير حصيلة البنوك.

إلى جانب ذلك، ينبغي التمييز ما بين التوريق الكلاسيكي والتوريق الإصطناعي، هذا الأخير الذي يتم وفقا له تحويل المخاطر فقط دون بيع الأصول المالية التي تم توريقها. حيث تبدأ عملية التوريق الإصطناعي من إنتاج مشتق قرض باعتباره في آن واحد عامل تغطية وعقد بين الكيان الذي تم إستحداثه لغرض القيام بعملية التوريق الإصطناعي 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 الإكتتاب فيها من قبل مستثمرين جدد، بحيث تخصص الإيرادات المالية المتأتية لا لدفع قيمة الأصول المورقة بل لشراء أصول مالية أخرى تكون قليلة المخاطر، مثل أذن الخزينة العمومية، لأن العقد يقضي فقط بشراء التغطية من المخاطر وليس بيع الأصول المورقة إصطناعيا. وهكذا تكون عملية التوريق الإصطناعي قد تمت وهي لا تستهدف تمكين صاحب الأصول من الحصول على السيولة بل تهدف فقط إلى تسيير المخاطر المتعلقة بها.

عند تاريخ الإستحقاق يقوم الكيان ببيع أذن 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 أذن الخزينة قد تكون غير كافية لتسديد قيمة السندات، وهو ما من شأنها أن يثير مشاكل.

لكن، إلى جانب ما يمكن أن يحققه التوريق من أهداف، كزيادة درجة سيولة الأعوان الإقتصادييين ومن ثم ضمان تخصيص أمثل للإدخار العالمي، وإعادة هيكلة حصيللة المؤسسات الإقتصادية المعنية، وتوزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من الأعوان الإقتصادييين بحيث تقل درجة خطورتها، يشكل التوريق إحدى أهم قنوات نقل عدوى الأزمات المالية عبر وحدات القطاع المالي الوطني للدولة الواحدة ومن ثم عبر دول العالم بصفة عامة؛ في حالة عدم التحكم في الأزمة المالية فإنها ستتعمق وتنتقل عداها إلى مستوى الإقتصاد الحقيقي؛ وهي الحالة التي تنطبق على الأزمة المالية والإقتصادية العالمية لعام 2008، أين قام المستثمرون المؤسساتيون 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 والإقتصادي العالمي. و هو ما سنتطرق اليه في محور الهندسة المالية و الأزمات.

**مخاطر التوريق:** هناك عدة مخاطر لتقنية التوريق نذكر منها<sup>36</sup>:

- مخاطر الائتمان: وهي ناشئة عن عدم وفاء المدينين بالتزاماتهم المحددة في سنوات المديونية سواء في مواجهة الدائن القديم (البنك) أو في مواجهة الدائن الجديد.

<sup>36</sup> فتية إسماعيل محمد مشعل. التوريق و علاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة رؤية فقهية. مداخلة مقدمة لمؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية العالمية. جامعة المنصورة. مصر 1 و 2 افريل 2009. ص-ص 11-12.

- مخاطر السيولة : ويقصد بها عدم القدرة على التصرف في الورقة المالية بسرعة دون التعرض لإنخفاض في قيمتها السوقية، وعدم توظيف عملية التوريق للاقتصاد المباشر.

- المخاطر التشغيلية: وهي ناشئة عن عدم كفاءة النظم والرقابة وإخفاق الإدارة في مجال التعامل بعملية التوريق حيث أن تفقد هذه العملية يتطلب توافر نظم بشرية ورقابية قادرة على التأكد من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.

- المخاطر القانونية : وهي الناتجة عن عدم القدرة على تنفيذ عملية التوريق وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد وعدم القدرة على تنفيذ احكام القضاء في حالة الإفلاس، أو صدور تشريع مفاجئ يمنع منشآت معينة ( الوحدات الحكومية من التعامل في التوريق وهذا النوع من المخاطر يعتبر مسئولا عن كثير من الخسائر الناجمة عن التعامل في عملية التوريق.

- المخاطر المنتظمة : وهذا النوع من المخاطر يرجع إلى وجود خلل أو اختلالات في المركز المالي للمؤسسة المالية التي تتعامل في التوريق.



## المحور الرابع: أدوات الهندسة المالية

تنقسم أدوات الهندسة المالية الى أدوات مالية تقليدية و المتمثلة في الأسهم و السندات بشتى أنواعها، و أدوات مالية حديثة أهمها المشتقات المالية

### أولاً: الأسهم

تعتبر الأسهم من الأصول المالية طويلة الأجل وأكثرها شيوعاً بين عموم المستثمرين بغض النظر عن إمكانياتهم 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.

#### 1. تعريف السهم و اهم خصائصه

هناك عدة تعريفات للأسهم أهمها:

يعرف السهم حصة في رأى مال مؤسسة ما سواء كانت تجارية أو صناعية أو عقارية، يمكن لحامله تحقيق أرباح سنوية متغيرة وفق نتيجة المؤسسة أو أرباح رأسمالية (غير عادية) إذا ما تم بيعها في البورصة جراء حدوث تغيرات في اسعارها السوقية

كما تعرف الأسهم بأنها أوراق مالية يتم اصدارها وفق شروط معينة وتعتبر جزءاً أو مشاركة في رأس مال المؤسسة المصدرة لها. بحيث يصبح حامل السهم مالكا لجزء من رأس المال.

كما تعرف الأسهم على أنها تلك الأوراق التي تشهد بمساهمة صاحبها في رأس مال مؤسسة معينة. فهي بذلك تشكل حق ملكية. ولصاحبها حقوق كالتصويت في اجتماع المساهمين وانتخاب مجلس ادارة المؤسسة<sup>37</sup>.

و عموماً الأسهم هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، تمثل مشاركة في رأسمال الشركة، و يمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها

و للسهم 3 خصائص أساسية هي:

- تساوي قيمة السهم، حيث يقسم رأسمال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، و لا يجوز اصدار اسهم عادية لنفس الشركة بقيم مختلفة.
- عدم قابلية السهم للتجزئة أي عدم قابلية تعدد ملاك السهم
- قابلية التداول أي حرية التنازل عنه للغير

<sup>37</sup> أحمد هني. العملة و النقود. ط2. ديوان المطبوعات الجامعية. 2006. ص88.

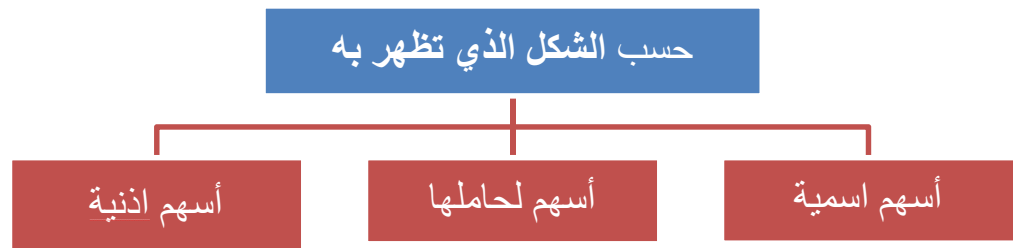
## 2. أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم حسب الشكل إلى:

**أسهم اسمية:** و هي الأسهم التي تحمل اسم مالكيها، و ذلك بأن يدون اسمه على شهادة الاسم

**أسهم لحاملها:** و هي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، و انما يذكر فيها ما يشير الى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا لها.

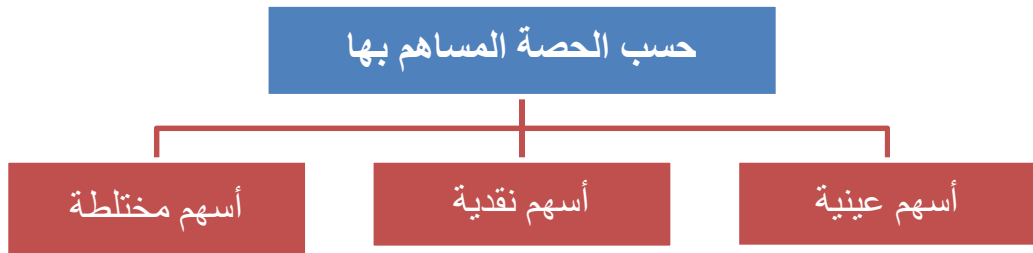
**أسهم اذنية أو لأمر:** و هي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها، مع ذكر كونها لاذنه أو لأمره<sup>38</sup>.



أما حسب نوع الحصة المشارك فيها فتقسم الى:

**أسهم نقدية:** و هي الأسهم التي تعطى للشريك اذا قدم حصته في رأسمال الشركة نقودا

**أسهم عينية:** و هي الأسهم التي تعطى للشريك اذا قدم حصته في رأسمال الشركة عيناً (أرض، مبنى، بضاعة..)



اما عن تقسيم الحقوق حسب الحقوق التي يتمتع بها حاملها فتقسم الى اسهم عادية و أسهم ممتازة.

**الأسهم العادية:** وهي عبارة عن صكوك ملكية تعطي لحاملها جملة من الحقوق هي: حضور الجمعية العمومية السنوية تحصيل دخل من توزيعات الارباح المحققة في المؤسسة وبعد مصادقة مجلس الادارة على توزيعها، الحصول على حقوقه بعد صرف مستحقات حملة السندات والأسهم الممتازة عند تصفية المؤسسة.

نقول عن السهم العادي السهم " بإختصار، وبالتعريف هو عبارة عن حق ملكية أو صك ملكية في المؤسسة الإقتصادية التي أصدرته، وهو عبارة عن حصة ملكية من مؤسسة بحوزة مساهم.

<sup>38</sup> مبارك بن سليمان آل فواز. الاواق المالية من منظور إسلامي. مركز النشر العلمي. السعودية. 2010. ص9.

يعطي السهم لصاحبه حق في ملكية أصول المؤسسة، ومن ثم في الحصول على جزء من دخل المؤسسة، وهو إلى جانب السندات الأصول المالىان القابلان للتداول والأكثر شهرة.

السهم ليس له تاريخ إستحقاق مثلما هو الحال بالنسبة للسند، والمساهم هو آخر من يستفيد من أرباح الشركة، فمصلحة الضرائب والموردين والدائنين المصرفيين وحملة السندات، وبعدهم يأتي حملة الأسهم الممتازة، هم أول من يحصل على العوائد أو الحقوق في حالة الإفلاس.

أكثر من ذلك، فإن المساهمين يتحملون كافة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، في مقابل ذلك، فإن الأسهم وما مثلها من شهادات إستثمار تعطي لصاحبها مجموعة من الحقوق:

- حق التصويت في إطار الجمعية العامة على مختلف اللوائح التي تقدمها إدارة المؤسسة، والتي تتعلق بتوجهاتها الرئيسية، أي التعبير عن رأيه خلال إنعقاد الجمعيات العامة في كيفية إدارة المؤسسة وبالتالي مراقبة سياستها وأدائها، وتجدر الإشارة إلى أن نتائج التصويت في الجمعية العامة ليست إلزامية بالنسبة للإدارة.

- حق الحصول على جزء من ربح الشركة، في حالة توزيعه، يتناسب مع مساهمته في رأس مال المؤسسة، علما بأنه يمكن أن يخصص كل الربح أو جزء منه لتكوين احتياطي يكون من شأنه دعم المركز المالي للشركة.

- حالة تصفية الشركة حق الحصول على جزء من صافي أصولها في حالة كون التصفية تسمح بذلك.

**الأسهم الممتازة:** يوفر هذا النوع من الأسهم لحامله مزايا وحقوق خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، كمنح الأسبقية في الحصول على نصيب من أرباح المؤسسة قبل حملة الأسهم العادية بالإضافة الى منح الأولوية في الحصول على المستحقات في حالة تصفية المؤسسة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات. ويمكن للأسهم الممتازة ان تصدر وفق فئات مختلفة وحسب المزايا التي تحققها لمختلف الاطراف وهذا وفق التقسيم التالي:

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح *cummulative preferred stock*: يضمن هذا النوع تحصيل حاملها نصيب من الأرباح عن سنوات سابقة حققت المؤسسة أرباحاً لكنها لم تعلن عن توزيعها لأسباب معينة، و ذلك قبل اجراء أي توزيع على حملة الأسهم العادية<sup>39</sup>.

ب. الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح (*Participating Preferred Stocks*): توفر هذه الفئة الخاصة من الاسهم الممتازة ميزة اضافية لحاملها حتى بعد تحصيله لأرباحه الأولوية وهي حق المشاركة أيضا في الأرباح الموزعة على الأسهم العادية بصفة مطلقة غير محددة أو جزئية.

ج. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل (*Convertible Preferred Stocks*): يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة ميزة قابلية التحويل الى أسهم عادية. فبالإضافة الى أفضلية الحصول على الأرباح قبل المساهم

<sup>39</sup> محمد مطر فايز. إدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر. عمان. 2005. ص-ص 81-83

العادي، يمكن وفي نفس الوقت وخلال فترة زمنية محددة تحويل هذه الأسهم الى أسهم عادية لتحقيق أرباح رأسمالية في حالة ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم العادي عن القيمة الاسمية للسهم الممتاز ( يقوم دائما بمقارنة القيمة التحويلية للسهم الممتاز مع القيمة السوقية للسهم العادي).

د. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء (Callable Preferred Stocks): تمنح هذه الفئة من الأسهم الممتازة للمؤسسة المصدرة لها الحق في إلزام حاملها بردها للمؤسسة وبسعر محدد ووفق فترة زمنية محددة. وبالتالي قيام المؤسسة بإطفاء السهم عند تحقيقها فائضا في الأموال ورغبتها في تخفيض عبء الرفع المالي (أي التخلص من السهم الممتاز بسبب تكلفته الثابتة والتي تزيد من مخاطر الرفع المالي، فتفضل التعامل مع حملة الأسهم العادية في هذه الحالة).

تعتبر الأسهم الممتازة أو المفضلة من بين الأصول الهجينة، لذلك فهي تصنف في خانة شبه الأموال الخاصة، وهي أسهم تكون لها الأولوية في دفع الأرباح وهي أرباح ثابتة مماثلة لمعدل الفائدة على السندات، كما أنها تتمتع بأولوية الدفع في حالة تصفية الشركة وتسمح بتراكم الأرباح لفترة محددة، وعلى خلاف الأسهم العادية، فإن معدل الربح الذي تدره هو معدل ثابت وقابل للزيادة في حالة ما إذا حققت المؤسسة أرباحا معتبرة، وفي حالة كون أرباح الشركة غير كافية للوفاء بمعدل الربح الثابت المنصوص عليه، فإن حق صاحب السهم الممتاز في ذلك لا يسقط، بل يرحل إلى السنة المالية.

وفي حالة كون أرباح الشركة خلال السنة المالية غير كافية للوفاء بالربح المتفق عليه فإنه لن يسقط كذلك ويرحل للسنة المالية الثالثة، أي يتم تجميع الأرباح لثلاث سنوات متتالية، ثلاث فقط، بعدها يحول أوتوماتيكيا السهم الممتاز إلى سهم عادي ويكسب صاحبه حق التصويت.

ينبغي التذكير بأن العائد الثابت على السهم الممتاز ليس ضروري الدفع مثلما هو الحال بالنسبة للفائدة على السند، كما تجدر الإشارة كذلك إلى أن الأسهم الممتازة ليست كلها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهو ما يتم تحديده نصا، أي ضرورة النص عليه في نشرة الإصدار.

ترتفع القيمة السوقية للأسهم الممتازة بنوعيتها في حالة انخفاض معدلات الفائدة في سوق الإقراض والعكس بالعكس، أي تماما مثلما هو الحال بالنسبة للسندات.

تتمتع الأرباح التي تدرها الأسهم بجميع أنواعها بمعاملة ضريبية أفضل، مقارنة بالفوائد التي تدرها السندات.

### 3- الأسهم المرفقة بإذن إكتتاب في أسهم ABSA

هو سهم عادي مرفق بإذن أو مجموعة أذن إكتتاب في أسهم عادية بمناسبة عملية إصدار مستقبلية،

بحيث يتم الإتفاق على سعر وفترة محددين مسبقا.

### أسهم عادية

- حق الحصول على أرباح بعد سداد الالتزامات
- حق المشاركة في إدارة الشركة عن طريق منحه حق التصويت
- حق نقل ملكية الأسهم بالبيع
- عدم وجود تاريخ استحقاق

### أسهم ممتازة

- حق الأولوية في توزيع الأرباح و عند التصفية بعد السندات
- عائد ثابت + عائد متغير
- ليس لديها حق التصويت
- إمكانية الاستدعاء
- إمكانية الاستبدال

### 3. قيم السهم:

تتضمن قيم السهم العادي في خمسة قيم رئيسية وهي: الاسمية، والدفترية، والتصفوية، والسوقية، و الحقيقية.

أ. **القيمة الاسمية:** هي قيمة السهم عند إصداره، أو عند تأسيس الشركة، وهي القيمة التي يتم عندها بيع السهم عند الإصدار الأولي، و تحسب بقسمة رأس مال الشركة على عدد الأسهم المصدرة.

$$V_N = \frac{C}{N}$$

حيث:

C: رأس المال

N: عدد الأسهم المصدرة و المتداولة.

VN: القيمة الاسمية.

ب. **القيمة الدفترية:** تمثل هذه القيمة حصة السهم من حقوق المساهمين، و تحسب على أساس قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة

القيمة الدفترية = حقوق المساهمين / عدد الأسهم

$$V_t = \frac{(C+R+Tnd-AP)}{N}$$

حيث:

C: رأس المال.

R: احتياطات.

Tnd: أرباح غير موزعة.

AP: أسهم ممتازة إذا كانت موجودة.

ج. **القيمة التصفوية:** هي قيمة سهم الشركة عند الشروع في تصفيتها و تحسب كالاتي:

القيمة التصفوية = (قيمة موجودات الشركة - الديون) / عدد الأسهم

$$V_L = \frac{\text{Actif} - \text{dettes}}{N}$$

د. القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع فيها السهم و يشتري في الأسواق و تتأثر بعدة عوامل أهمها العرض و الطلب و مدى كفاءة السوق، و هي ليست بالضرورة تساوي سعر السهم العادل فقد تزيد أو تنقص عليه حسب مستوى كفاءة السوق، فكلما كان مستوى الكفاءة أعلى كلما اقتربت القيمة السوقية للسهم من سعره العادل.

هـ. القيمة الحقيقية: و تعرف بأنها القيمة العادلة أو المعقولة، و هي القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجودات و ربحية السهم الواحد و توزيعات الأرباح و آفاق النمو المستقبلية، و تحسب هذه القيمة للسهم العادي من خلال تقدير التدفقات النقدية، توزيعات الأرباح و العوائد أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ، و تقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية.

## ثانيا : السندات

### 1. تعريف السندات و خصائصها

هو صك دين طويل المدى يدر على صاحبه فائدة سنوية تسمى كوبون " coupon "، يتم إصدار السند إما من قبل دولة أو مجموعة محلية أو مؤسسة إقتصادية.

يعطي السند لمالكه حقوق نقدية تتمثل في معدل الفائدة وتسديد قيمة السند عند حلول تاريخ إستحقاقه. تجدر الإشارة إلى أن هذه الحقوق منصوص عليها في عقد الإصدار، حيث أن للسند آجال: تاريخ الإستحقاق، يتم تسديد قيمة السند حسب ما تم الإتفاق عليه، وعادة هو نفسه سعر الإصدار<sup>40</sup>.

		القيمة الاسمية
	1 000 000 دج	.....
	معدل الفائدة/ معدل الكوبون 10 %	.....
	تاريخ الاستحقاق	01/01/2025.....

<sup>40</sup> شقيري نوري موسى و آخرون. إدارة الاستثمار. دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. ط2. 2016. صص 62-64.

لا يحق لحامل السند بمفرده الحصول على المعلومات الخاصة بالمؤسسة الإقتصادية المصدرة. لكن القانون التجاري ينص على أن مجموعة حملة سندات إصدار محدد من حقهم تعيين ممثلهم الذين يحق لهم الحصول على المعلومات شريطة أن يكون عقد الإصدار قد نص على ذلك.

عقد الإصدار ينبغي أن ينص على كل من معدل الفائدة والقيمة النقدية للسند ومدتها وشروط التسديد، أي دفع المستحقات السنوية للدائنين حسب ما هو منصوص عليه في العقد<sup>41</sup>.

يعتبر الإستثمار في السندات أنه إستثمار مضمون نوعاً ما، لكن ينطوي على مخطرين إثنيين هما:

- إحتمال إفلاس الجهة التي أصدرت السند.

- تغير معدل الفائدة يؤثر عكساً على القيمة السوقية للسند إذا كان العائد الذي يدره ثابتاً، أي أنه في حالة إرتفاع معدل الفائدة فإن القيمة السوقية للسند تنخفض والعكس بالعكس، إضافة إلى ذلك عادة ما يكون السند يدر عائداً ثابتاً ، أي أن معدل الفائدة عليه ثابت، لكن هناك سندات بمعدل فائدة متغير، وهي عادة سندات حكومية، حيث يكون معدل الفائدة المتغير على السندات تابعاً لمعدل التضخم.

يتم دفع الفائدة على السند فصلياً أو سنوياً، لكن يمكن أن يتم رسملتها، لتدفع مجمعة مع القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الإستحقاق أو عند نهاية عمر السند، وعندها نقول بأن السند هو ذو كوبون صفر.

عادة ما يلجأ الأعوان الإقتصاديون، خاصة المؤسسات الإقتصادية، إلى إصدار السندات من أجل تمويل جزئي لعمليات الإستحواذ والإندماج، كما قد يتم اللجوء إلى الأسواق المالية الأجنبية للحصول على القرض السندي، كأن تلجأ مؤسسة أمريكية إلى إقتراض سندي محرر بالأورو بسبب كون شروط القرض السندي أكثر إجتذاباً من مثيلتها الأمريكية.

تجدر الإشارة إلى أن معدل الفائدة على السندات الحكومية - ولما لا على السندات الخاصة - للدول الكبرى كان سالبا خلال الفترة التي جاءت بعد أزمة 2008. يعود ذلك بالدرجة الأولى إلى السياسات النقدية التوسعية التي أنتجت البنوك المركزية الكبرى من أجل توفير السيولة للإقتصاديات الوطنية وإجبار البنوك التجارية والبنوك المتخصصة الأخرى على إقراض الأعوان الإقتصاديين، كذلك هناك سبب ثاني لا يقل أهمية عن سابقه، وهو أن الأعوان المتوفرين على سيولة نقدية كانوا يبحثون عن مؤمن لها مع قبول تحمل تكلفة تتمثل في معدل فائدة سالب. هذا المؤمن يتمثل في سندات حكومات الدول المذكورة وفي الودائع لدى بنوكها المركزية تتمتع السندات بمجموعة من الخصائص والتي يمكن تلخيصها في التالي<sup>42</sup>:

<sup>41</sup> نعيمة العربي. مرجع سبق ذكره.

<sup>42</sup> محمد مطر فايز. مرجع سبق ذكره. صص 99-100

- أداة دين لحامل السند حق على الشركة المصدرة له. كما يكون له الأولوية في استيفاء حقوقه من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة إفلاسها أو تصفيتها.
- أداة استثمار ثابتة الدخل : يعتبر السند من أدوات الاستثمار المالي ثابتة الدخل كون حامله يتقاضى فائدة دورية ثابتة. فثبات دخله يشبه السهم الممتاز.
- محدودية الأجل يصدر السند باجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الاجل صراحة في عقد الاصدار. ويسمح اجل السند (طويل او متوسط او قصير) بتحديد معدل فائدته (الكوبون) وسعره السوقي، أي علاقة طردية بين فائدة السند ومدته فكلما طالت مدته زادت فائدته.
- قابلية التداول لتداول السندات في البورصة نفس الاحكام المطبقة على الاسهم. ويسمح التداول بتوفير سيولة اضافية خاصة للسندات طويلة الاجل.

## 2. أنواع السندات

تقسم السندات حسب عدة معايير للتصنيف و سنعنفها حسب جهة الإصدار، حسب الأجل، حسب الضمانات و حسب قابلية الاستدعاء و الاستبدال.

**وفق جهة الاصدار:** تنقسم السندات وفق هذا الاساس الى سندات حكومية وسندات خاصة.

السندات الحكومية تكون صادرة عن الحكومة أو مؤسساتها تمتاز بطول مدتها (أكثر من 10 سنوات) وأمانها، الهدف من اصدارها هو تمويل النفقات أو تغطية العجز الميزاني. أما السندات الخاصة هي صادرة عن مؤسسات القطاع الخاص بمختلف أنواعها، وتوفر معدلات فائدة أعلى كونها معرضة لمخاطر العجز عن السداد بحيث يتضمن عقد اصدارها أحياناً رهن بعض أصول الشركة كضمان.

**وفق الأجل:** تنقسم السندات وفق آجال استحقاقها الى سندات قصيرة الأجل وسندات طويلة الأجل.

فانندات القصيرة الأجل هو أداة تمويل لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة تمتاز بسيولتها العالية ومخاطرها القليلة وفوائدها المنخفضة نسبياً. أما السندات الطويلة الأجل فيتجاوز أجلها 7 سنوات وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات القصيرة والمتوسطة الأجل.

**وفق الضمان:** تصدر السندات وفق هذا الأساس إما مضمونة أو غير مضمونة.

فالسندات المضمونة كالسندات العقارية تكفل لحاملها حق رهن أصل حقيقي من أصول الشركة المصدرة كضمان وتعويض في حالة عجز هذه الأخيرة عن السداد. أما السندات غير المضمونة فهي سندات عادية لا



تكفل لحاملها حق رهن أصول الشركة مما يجعل هذا النوع من السندات أكثر مخاطرة، وبالتالي تحصيل حاملها فوائد أعلى نسبياً من معدلات فوائد السندات المضمونة.

**وفق القابلية للاستدعاء:** يمكن لعقد اصدار السندات ان يتضمن حقوق والتزامات المصدر والمستثمر كشرط الاستدعاء مثلاً يمنح للشركة المصدرة حق استدعاء سندات قبل تاريخ استحقاقها، ومن اصناف هذه سندات نجد: السندات غير القابلة للاستدعاء والتي يحتفظ بها حاملها حتى اجل استحقاقها دون استدعائها لاي سبب من الاسباب. أما السندات القابلة للاستدعاء فهي التي تصدر بعلاوة استدعاء Call Premium تشجع حاملها على شرائها مقابل حصول الشركة المصدرة لها على حق استدعائها لإطفائها وفق مهلة محددة في العقد تكون بين 5 و 10 سنوات)، ويكون استدعائها من طرف الشركة لأسباب عدة كتراجع فائدة السوق بالمقارنة مع فائدة سنداتنا لتقلل بذلك تكلفة سنداتنا. وتكون الفوائد أعلى كلما اقترن السند بشرط الاستدعاء والعكس صحيح.

**وفق القابلية للتحويل:** تمنح هذه الميزة لحامل السندات امكانية تحويلها الى اسهم وخلال فترة محددة وفق التعاقد. السندات غير القابلة للتحويل هي سندات عادية تكون فوائدها أعلى نسبياً عن فوائد السندات غير القابلة للتحويل لعدم اقترانها بميزة التحويل. أما السندات القابلة للتحويل فهي ذلك النوع الذي يضمن لحاملها الحق في تحويل سنداتنا الى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد (القيمة التحويلية) وخلال فترة محددة. أي يصبح دائن الشركة مساهماً في رأس مالها بعد تحويله لسنداتنا الى أسهم عادية، وذلك للتغطية ضد مخاطر التضخم التي ترفع من فوائد السوق مقارنة بفوائد السندات التي تبقى ثابتة، أو من أجل تحقيق أرباح رأسمالية بسبب ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة عن القيمة التحويلية.

### 3. الفرق بين الأسهم و السندات

جدول 1: الفرق بين الأسهم و السندات

الأسهم العادية	السندات	جوانب الاختلاف
السهم حق ملكية جزء من رأس مال الشركة المصدرة، وحامله يصبح صاحب الشركة.	السند حق دين على الشركة المصدرة، وحامله يعتبر دائناً للشركة.	من حيث طبيعة العقد
يحصل السهم على جزء من الأرباح وفق حصة مساهمته في رأس المال.	يحصل حامل السند على فائدة محددة مسبقاً.	من حيث العائد
يرتبط حصول المساهم على العائد بتوفر الأرباح وإقرار مجلس الإدارة بتوزيعها.	يحصل حامل السند على فوائده بغض النظر عن توفر الأرباح وحجمها.	من حيث كيفية التوزيع
يستوفي المساهمون حقوقهم بعد حملة السندات.	يستوفي حملة السندات حقوقهم أولاً.	في حالة تصفية الشركة

لا ترتبط الأسهم بآجال محددة، بل بوجود الشركة المصدرة.	تسدد قيمة السندات في آجالها المحددة.	من حيث الآجال المحددة
يشارك حملة الأسهم في إدارة الشركة.	ليس لحملة السندات الحق في إدارة الشركة عن طريق التصويت.	من حيث حق المساهمة في إدارة الشركة
يضمن حقوق المساهمين موجودات وأصول الشركة ككل.	يضمن حامل السند بعض أصول الشركة كجزء من إجمالي الأصول.	من حيث الضمانات الممنوحة
تعتبر توزيعات الأسهم عائداً يخضع للضريبة.	تعتبر فوائد السندات نفقات لا تخضع للضريبة.	من حيث الخضوع للضريبة

المصدر: بلعزوز بن علي. محمدي الطيب امحمد. دليلك في الاقتصاد. دار الخلدونية. الجزائر. 2008.

### ثالثا : المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية بأنها أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر، ولقد سميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره يعتمد على موجود آخر يشتق منه<sup>43</sup>، ويمكن أن يتمثل هذا الموجود إما في الأوراق المالية أو العملات أو المؤشرات، وتعرف المشتقات المالية بأنها 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.

تكمن أهمية المشتقات المالية لكون إصدارها يكون بهدف تحسين إدارة رأس المال بدلا من تجميع المزيد منه، 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 تتوب عن الأوراق الأصلية.

و تتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية<sup>44</sup>:

- يتم تنفيذ عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي وتسويتها ؛

<sup>43</sup> Robert W.Kolb. Jame A Overdahl. Financial derivatives. 3edition. Wiley finance. Canada. 2003. P2.

<sup>44</sup> عبد الكريم قندوز. الخيارات. المستقبلات و المشتقات المالية الأخرى. دار النشر E kutub ltd . لندن. 2017 ص34.

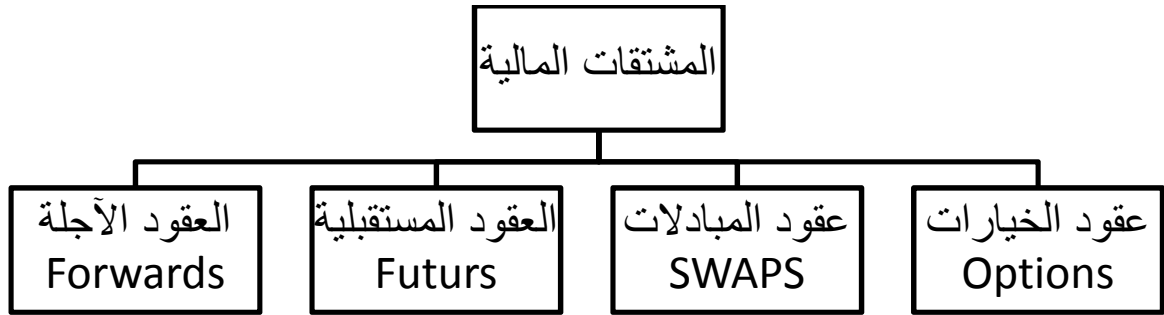
- تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف، أو سعر الأوراق المالية، أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى، بمعنى آخر ترتبط العقود المالية بالمشتقات بسعر فائدة محدد أو بسعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات إئتمانية؛

- تستخدم المشتقات المالية لأغراض المضاربة، والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات؛

- تعد المشتقات أدوات خارج الميزانية لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً متبادلاً مشروطاً، إلا أنها تسبب تدفق نقدي ضئيل يتمثل في الهامش المبدئي وهذا ما دعي أن يطلق عليها بالاستثمارات الصفرية؛

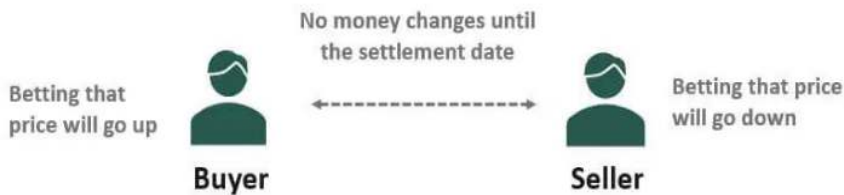
- يتضمن العقد في المشتقات المالية، البيانات التالية: سعر معين للتنفيذ في المستقبل، الكمية التي يطبق عليها السعر، الزمن الذي يسري فيه العقد والشئ محل العقد والذي قد يكون سعر سلعة، سعر ورقة مالية....الخ.

و تنقسم المشتقات المالية الى أربعة أنواع أساسية هي: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات و عقود المبادلات.



### 1. العقود الآجلة:

هي عبارة عن اتفاق شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، و يتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً و يوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مسبقاً، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً و يوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، و يسمى هذا السعر بسعر التنفيذ.



و تتميز العقود الآجلة بمايلي:

- هي عقود غير منظمة يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة
  - هي عقود شخصية و مرنة و ليست نمطية حيث يتفاوض المشتري و البائع على شروط العقد (حجم العقد، شروط التسليم و تاريخ التسليم... وغيره)
  - تتضمن هذه العقود مخاطر محتملة كمخاطر العجز و هي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته كعجز المشتري عن توفير السيولة اللازمة لشراء الأصل أو عجز البائع عن توفير و تسليم الأصل محل التعاقد
  - تتحقق قيمة العقد النجل في تاريخ انتهاء الصلاحية و لا توجد أي مدفوعات عند بداية العقد
  - لا تتمتع العقود الآجلة بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فاذا رغب البائع أو المشتري الخروج من العقد الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله يقبل بنفس شروط العقد المتفق عليه
- و للعقود الآجلة عدة أنواع نذكر منها: العقود الآجلة للعمليات، العقود الآجلة لأسعار الفائدة و العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم.

## 2. العقود المستقبلية

هي عبارة عن اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد، و لا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، و هو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكناً (تداول في الأسواق المنظمة)، أما في العقد الآجل لا توجد قيود و بنود العقد تتحدد وفقاً لاتفاق الطرفين.

كما عرف البعض العقود المستقبلية بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة، أوراق مالية، عملة، مؤشرات...) بسعر محدد مسبقاً بتاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، و يلتزم كل من الطرفين (البائع و المشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار (الوسيط) الذي يتعامل معه بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه، و يسمى هذا المبلغ بالهامش المبدئي

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>45</sup>:

<sup>45</sup> بن علي بلعزوز. عبد الكريم قندوز. عبد الرزاق جبار. إدارة المخاطر للمشتقات المالية. ط1. دار الورق للنشر. الأردن. 2013. ص-ص 131-132.

- يتم شراء العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقاً 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 مرتفعاً.

- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد.

- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد، كما يشترط في السلعة أن تكون قابلة للتتميط 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 يلتزم الطرفان بدفع هامش للوسيط تتراوح قيمته عادة بين 5%-15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم إسترداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد.

و يمكن توضيح أهم الفروقات بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية في الجدول الموالي:

## جدول رقم 2: الفرق بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	وجه المقارنة
نمطية وتكون وفق معايير محددة من قبل الإدارة السوق و تكون معلنة	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين الطرفين	نوع العقد
تتم في الأسواق المنظمة	تتم في الأسواق غير المنظمة	مكان التداول
يتم تحديد الأسعار بصفة يومية و يتم تعديلها كل يوم حسب السعر المستقبلي للعقد في سوق العقد	يبقى السعر ثابتاً خلال فترة العقد و يتم دفع المبلغ الإجمالي من قبل المشتري للبائع في نهاية مدة العقد	ثبات السعر المحدد في العقد
لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل موضوع العقد	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	تسليم الأصل محل التعاقد
يتم مراقبة التحركات السوقية في كل يوم تعامل و لذلك فإن العقود المستقبلية تتطلب تغطيات فنية قصيرة الأجل و متطلبات هامش مبدئي	لا يتم مراقبة التحركات السعرية بصورة يومية و لذلك لا توجد تغطيات فنية قصيرة كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي	تسوية المكاسب و الخسائر لأطراف العقد
يوجد هامش من طرفي العقد (هامش مبدئي)	لا يوجد هامش من طرفي العقد (هامش مبدئي)	الهامش المبدئي

أكثر سيولة بسبب إمكانية تصفية العقد عند الرغبة في ذلك	أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بوجود من يحل محله	السيولة
تتضمن المخاطر انتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة	تتعرض أطراف العقد لمخاطر الائتمان نتيجة عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته	المخاطر

### 3. عقود الخيارات

يتمثل عقد الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع الخيار، و بموجبه يكون للطرف الأول الحق في أن يشتري الأوراق المالية من الطرف الثاني أو عدم الشراء، مقابل دفع علاوة لبائع الخيار. ويُطلق عادةً على محرر الخيار اسم صاحب المركز القصير Short Position، بينما مشتري العقد يسمى بصاحب المركز الطويل Long Position، وتسري عقود الخيار على الأوراق المالية كالأسهم والسندات وعلى مؤشرات الأسواق المالية وعلى العملات الأجنبية.

#### 1.3 عناصر عقد الخيار:

- المشتري:** هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان خيار الشراء أو بيع الأصل إذا كان خيار بيع
- البائع (المحرر):** هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد (شراء أو بيع) في حالة طلب المشتري التنفيذ للعقد
- سعر التنفيذ:** و هو السعر المحدد سلفاً لتنفيذ العقد، أي سعر الشراء أو سعر البيع قبل تاريخ الاستحقاق
- العلاوة (المكافأة):** هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع و غالباً ما يكون نسبة مئوية من مبلغ العقد
- السعر السوقي:** هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد
- تاريخ التنفيذ:** هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق
- تاريخ الانتهاء:** هو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ الخيار

## 2.3 أنواع عقد الخيار:



### 3.3 خصائص عقد الخيار:

تتميز عقود الخيار بجملة من الخصائص أهمها:

- إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه، وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار؛
  - إن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت (أي باعت) عقد الخيار، وتكون ملتزمة بتنفيذه، عندما يرغب مشتريه ممارسته للحق الذي اشتراه؛
  - إن عقود الخيار قابلة للتداول، بمعنى أن صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما ؛
  - خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة ، وأرباحه غير محدودة فهي مفتوحة للمشتري خيار الشراء، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ومغلقة لمشتري خيار البيع تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظريا) ؛
  - تمكن عقود الخيار أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل؛
  - إمتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفا، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق سعري، وإذا أصر طرف على الإستلام وهو أمر غير وارد غالبا يقوم الطرف بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناء عليه فتكون المحصلة واحدة، أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الإستلام و التسليم مستحيلا<sup>46</sup>
- مثال:** فلنفترض أن احدهم قد اشترى خيار شراء على سهم شركة ABC حيث بلغ سعر التنفيذ 100 ون للسهم، كما بلغت التكاليف (العلاوة) 14 ون، بافتراض أن سعر السهم في تاريخ الاستحقاق يمكن أن يأخذ القيم التالية 80. 90. 100. 110. 120. 130. وضح في كل حالة: قرار مشتري الخيار، قيمة العقد لمشتري الخيار، ربح/خسارة مشتري الخيار.

<sup>46</sup> محمود فهد مهيديت. المضاربة الوهمية و دورها في الأزمات - عقود الخيارات. ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمات المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي. جامعة العلوم السياسية. الأردن. 1-2 ديسمبر. 2010. ص-ص 2-3.



الحل:

سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق	80	90	100	110	120	130
القرار	لا ينفذ	لا ينفذ	التفويض من عدمه نفسه	ينفذ	ينفذ	ينفذ
فرق قيمة العقد	0	0	0	10	20	30
ربح/خسارة	14-	14-	14-	4-	6	16

#### 4. عقود المبادلات

عقود المبادلة هي تلك العقود المالية التي يلزم فيها كل طرف في العقد تبادل مجموعة من المدفوعات أو المقبوضات التي يمتلكها بمجموعة أخرى من المدفوعات أو المقبوضات التي يمتلكها آخر خلال فترة لاحقة و محددة، و يشترط في عقود المبادلة وجود:

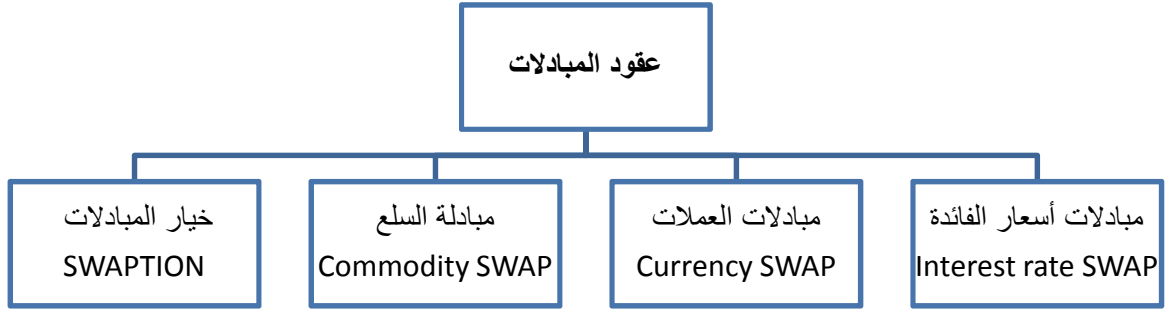
- طرفي العقد
- مدة سريان العقد
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات

و تستخدم المبادلات في عدة أغراض منها:

- الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة
- تخفيض تكلفة التمويل
- الدخول إلى أسواق جديدة
- استحداث أدوات مركبة

و قد شاع استخدام عقود المبادلات في بداية عقد الثمانينات من القرن الماضي، نتيجةً لاختلاف ملاءة المقترضين و اختلاف توقعات المتعاملين في الأسواق المالية، لذلك فإن الصيغة التنظيمية المناسبة لهذه الأسواق هي الأسواق الموازية (غير المنظمة) نظراً لما توفره من مرونة عالية لشروط العقد، و بشكل ينسجم مع الجدارة الائتمانية للأطراف المتعاملة في السوق، أي أن هذه العقود أقل نمطية من عقود الخيارات و العقود المستقبلية.

#### 1.4 أنواع عقود المبادلات:



##### أ. مبادلات أسعار الفائدة:

هي اتفاقية مابين طرفين على مبادلة سلسلة من دفعات أسعار الفائدة من دون مبادلة الدين الأساسي و تشمل:

- عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بالمتغيرة: أي أحد الطرفين يدفع الفوائد المحتسبة على أساس سعر فائدة ثابت، بينما يدفع الطرف المقابل الفوائد المحتسبة على أساس سعر فائدة متغير

- عقود مبادل معدل الفائدة المتغيرة بالمتغيرة: يدفع كلا المتعاقدين الفوائد على أساس فائدة متغيرة باستعمال مرجعيات مختلفة.

تحتسب قيمة المدفوعات في عقد المبادلة حسب العلاقة التالية:

$$\text{المدفوعات} = NP \times (LIBOR - FR) \times t/360$$

حيث:

NP قيمة عقد المبادلة

LIBOR معدل الفائدة المتغير

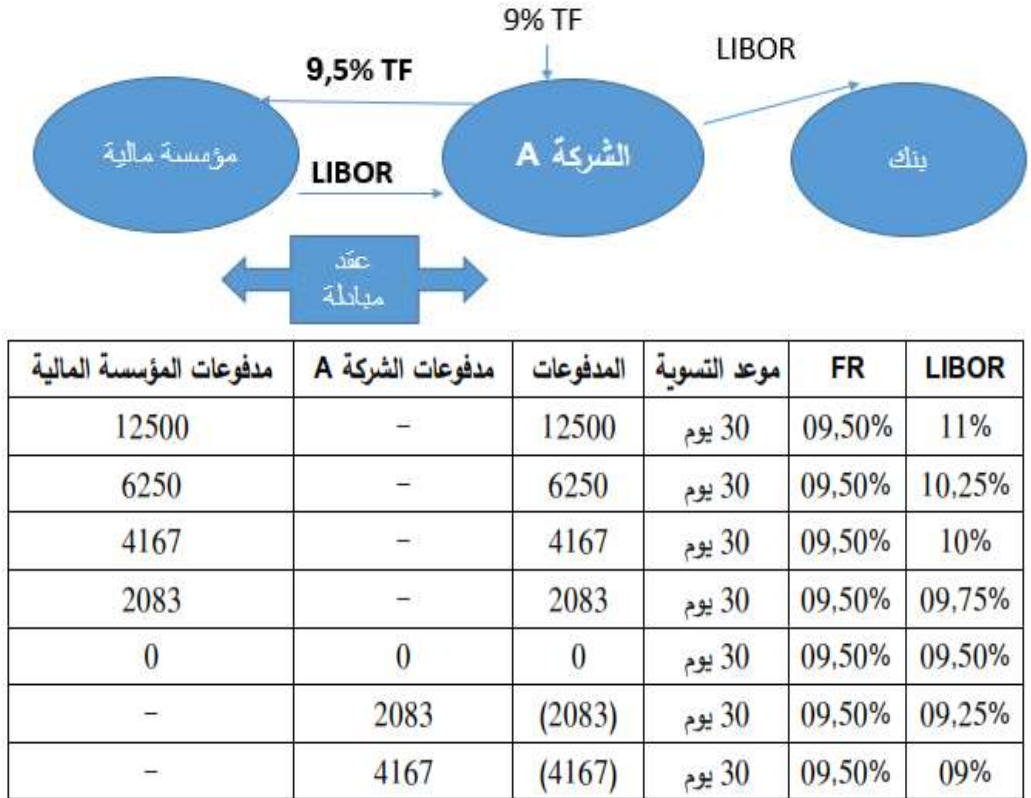
FR معدل الفائدة الثابت

T عدد الأيام

مثال تطبيقي:

تمكنت شركة A من توقيع اتفاق مع أحد البنوك للحصول على قرض قصير الأجل قيمته 10 مليون، يتم تجديده دوريا ويخضع لمعدل فائدة متغيرة، وتقوم شركة A باستثماره بعائد ثابت يبلغ 9%، ونظرا للمخاطر التي قد تتعرض لها شركة A إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة على القروض، فقد أبرمت عقد مبادلة فائدة ثابت بمتغير، مع إحدى المؤسسات المالية، حيث يقضي الاتفاق على أن سعر الفائدة الثابت 9.5%، وسوف تتم التسوية بشكل شهري على أساس 360 يوم في السنة.

المطلوب: وضح قيمة المدفوعات والطرف الذي سوف يقوم بالدفع إذا ما تأرجحت أسعار الفائدة بين: 11% و 8% وأخذت القيم التالية: 11% 10.25% 10% 9.75% 9% 9.25% 8.75% 8%.



#### ب. مبادلة العملات:

يتم في هذه المبادلة مبادلة كل من معدل الفائدة و قيمة العقد و ليس مبادلة سعر الفائدة فقط مثلما يحدث في مبادلات أسعار الفائدة، و يتم المبادلة للعملات وفق الخطوات التالية:



مثال:

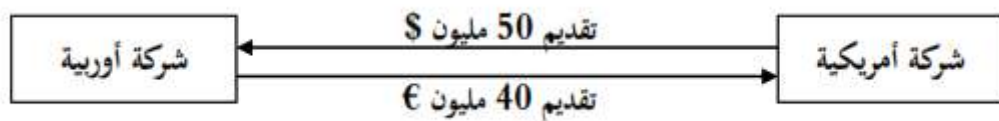
مثال: اتفقت شركة أمريكية مع أخرى أوروبية على الدخول في اتفاقية مبادلة عملة لمدة 05 سنوات، حيث كان  $1\text{€} = 1,25\text{\$}$ ، و  $i_s = 0,0825\%$ ،  $i_e = 0,0325\%$ . علماً أنّ الشركة الأمريكية، تملك مبلغ 50 مليون \$، والفائدة تدفع سنوياً.

المطلوب بين كيف يتم مبادلة العملة بين الشركتين؟

الحل:

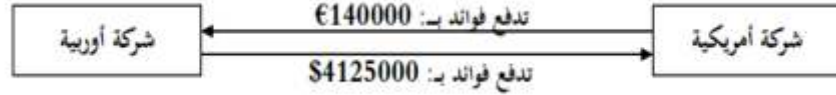
الخطوة الأولى: (بداية المبادلة)

سيتم تبادل أصل المبلغ، لذلك تدفع الشركة الأمريكية 50 مليون \$ إلى الشركة الأوروبية، وكذلك تدفع بالمقابل الشركة الأوروبية 40 مليون € إلى الشركة الأمريكية، حسب الشكل التالي:



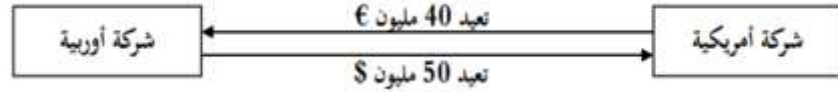
الخطوة الثانية (مدفوعات الفائدة)

و تمثل مدفوعات الفائدة الدورية في نهاية كل سنة، تدفع الشركة الأمريكية فوائد على 40 ليون أورو الى الشركة الأوروبية بينما تدفع سنوياً الشركة الأوروبية 50 مليون دولار على الشركة الأمريكية، مثلما هو موضح



الخطوة الثالثة: (نهاية المبادلة بعد 5 سنوات)

في نهاية الخمس سنوات يتم إعادة تبادل أصل المبلغ بين الطرفين علماً بأن هذا المبلغ لا يتأثر بسعر الصرف في ذلك التاريخ، كما يوضحه الشكل أدناه:



### ج. مبادلة السلع:

عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآتي من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد الثمن فوراً ، وبيعها له في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً

### د. عقود خيار المبادلات:

هي عقد خيار مبادلة أسعار الفائدة، يعطي حاملها الحق و ليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة، ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، فالغرض من المبادلة الخيارية هو اتاح الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة.

بالإضافة للمبادلات سابقة الذكر هناك مبادلات أخرى تم ابتكارها نذكر منها: مبادلة أصل الدين و مبادلة حقوق الملكية.

## المحور الخامس: تقنيات التقارب والإستيعاء وإعادة الهيكلة

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 الإدماج والأدوات الدفاعية المستخدمة لمواجهة السيطرة العدوانية.

حيث يهتم المهندسون الماليون 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.

فإعادة هيكلة الشركات هي عملية تعديل أو تغيير في العمليات أو أسلوب الإدارة أو في هيكل رأس المال، أو في شكل ملكية شركات الأعمال بصورة غير مألوفة، أي أنها ليست نتاج للتسيير العادي لشؤون الشركة. وللهندسة المالية في إعادة الهيكلة أساليب تقليدية كالتوسع بالاندماج (التقارب) والإمتلاك (السيطرة)،

و منذ ظهور شركات مساهمة وهي تسعى إلى السيطرة على بعضها البعض بحثا عن زيادة الحجم لتوسيع النشاط، واكتساب الأسواق، وزيادة القدرة على المنافسة، وتحقيق الأرباح لإغراء المستثمرين. ومع منتصف القرن العشرين ظهر ذلك جليا فيما يعرف بعمليات الاندماج والاستحواذ، وبلغت ذروتها في الربع الأخير من القرن العشرين، وفي بداية القرن الواحد والعشرين.

## أولاً: الاندماج (التقارب) Mergers

### 1. تعريف عمليات الاندماج:

هو إتحاد شركتين أو أكثر مع بعضها مما يؤدي إلى فقدان الشركات المندمجة شخصياتها مع ظهور شركة جديدة تؤول إليها كل الاصول وممتلكات الشركة الفانية.

كما يعرف على أنه إتحاد شركتين في شركة واحدة، ويعتبر كمظهر من مظاهر النمو الخارجي للشركة. من خلال تعريفات، نستنتج ما يلي:

– الإندماج يكون بين مؤسستين أو أكثر تكونان متقاربتان في الحجم؛

- بتحقيق عمليات الاندماج يتشكل لدينا كيان جديد أكبر وأقوى، ويتمتع بالإستقلالية، وتزول بذلك معه الشركات المندمجة<sup>47</sup>.

تتم عملية تحضير الإندماج من خلال موافقة الجمعيات العامة للمؤسسات المعنية، ثم يتم من الناحية الأخرى تحديد الجانب القضائي الذي يشرف على العملية من الناحية القانونية.

في حالات كثيرة، ولأسباب مختلفة، حالت حكومات غربية دون إستحواذ شركات أجنبية خاصة شركات دول ناشئة، لشركاتها، ففي مطلع سنة 2018، حال الرئيس الأمريكي دون إستحواذ الشركة الصينية برودكوم على الأمريكية كوالكوم لصناعة الرقائق.

## 2. أنواع الاندماج

يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من الإندماج وهي:

- **الاندماج الرأسي:** يتم بين شركتين تعملان في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة (مثال: شركة إنتاج مواد خام وأخرى تنتج مواد إستهلاكية). (سيارات - عجلات)
- **الاندماج الأفقي:** يتضمن شركتين تعملان في نفس النشاط، الهدف منه هو التوسع في السوق
- **الاندماج المختلط:** يوفر طرق لتتبع نشاط الشركة ، و يكون بين شركات من أنشطة مختلفة

## 3. الإجراءات المرحلية لعملية الاندماج

أما بالنسبة للإجراءات المرحلية لعملية الإندماج فهي تتعلق بـ:

- التفاوض بين الإدارة العليا في كلا الشركتين.
  - الموافقة على الإطار العام للإندماج من مجلسي إدارة الشركتين.
  - الموافقة على إتفاقية الإندماج من طرف حاملي الأسهم (حالة شركات المساهمة).
- و كأمثلة عن الاندماج:

اندماج America online و Time warner

تم هذا الاندماج عام 2000 مقابل 164 مليار دولار، فلي ذلك الوقت كانت الانترنت مرتبطة بالهاتف الثابت، وكان معظم الأمريكيين يستخدمون مزود AOL للحصول على الانترنت مما جعلها واحدة من

---

<sup>47</sup> جيلالي قالون. عمليات الاندماج و الاستحواذ و دورها في تحقيق ميزة تنافسية و زيادة القيمة للمساهمين - مقارنة نظرية. امجلد2. العدد3. مجلة التكامل الاقتصادي. جامعة احمد دارية. أدرار. 2014. 371.

أكبر المؤسسات التكنولوجية في أمريكا مما جعلها تشتري Time warner شركة إعلامية أمريكية، إلا أن هذا الاندماج لم يستمر ففي عام 2009 حل الاندماج، و أصبحت شركة Time warner شركة مستقلة، أما AOL فاستمرت في خسارة قيمتها في عصر ما بعد الهاتف،

#### 4. إيجابيات و سلبيات الاندماج

تعتبر عمليات اندماج الشركات استراتيجية هامة لتحقيق النمو والتوسع من خلال تجميع الموارد والقدرات، ومن ثم تعزيز مكانتها في السوق وتحقيق أهدافها الاستراتيجية، وفي هذا السياق، نجد أن للاندماج مجموعة من المزايا التي تجعله خيارًا جذابًا للعديد من الشركات، ومن أهمها:

1. زيادة الحصة السوقية، فعندما تندمج شركتان أو أكثر تزداد حصتهما السوقية بشكل كبير، الأمر الذي يمنحها قوة أكبر في السوق وتأثيرًا أكبر على المنافسين، فضلاً عن قوة التفاوض مع الموردين والعملاء والحصول على شروط أفضل.

2. تقليل التكاليف الثابتة المتكررة مثل الإدارة والتسويق والتوزيع، والاستفادة من أفضل الممارسات لكلا الشركتين وبالتالي زيادة الكفاءة والإنتاجية.

3. تكون الشركات المندمجة أقل عرضة لتقلبات السوق، كما يساعدها الاندماج في استقرار أرباحها على المدى الطويل.

4. زيادة رأس المال الذي يتيح للشركة الاستثمار في مشاريع جديدة أو توسيع عملياتها الحالية، كما أن الشركات الكبيرة الناتجة عن الاندماج تعد أكثر جاذبية للمستثمرين والممولين.

5. اعتماد أفضل الممارسات لكل من الشركتين المندمجتين وتحسين العمليات التشغيلية وتخفيض التكاليف الإدارية.

6. يجمع الاندماج بين المواهب والخبرات من كلا الشركتين وبالتالي زيادة القدرة على الإبداع والابتكار.

7. من فوائد اندماج الشركات تخصيص ميزانية أكبر للبحث والعمل على تطوير المنتجات والخدمات المقدمة بشكل أسرع.



على الرغم من الفوائد المحتملة لعمليات الاندماج، إلا أنها تحمل أيضاً العديد من المخاطر والتحديات، لذا، يجب على الشركات تقييم هذه المخاطر بعناية قبل اتخاذ القرار، وفيما يلي أهم عيوب اندماج الشركات:

1. صعوبة دمج الثقافات التنظيمية المختلفة للشركات، مما يؤدي إلى صراعات داخلية.
2. قد تتكبد الشركات بعد اندماجها تكاليف قانونية واستشارية باهظة، ناهيك عن التعويضات المُقدّمة للموظفين أو المساهمين المعترضين على قرار الدمج.
3. مواجهة تحديات قانونية وتنظيمية مثل قضايا الاحتكار.
4. تشتت الإدارة وتركيزها على عملية الدمج وإعادة الهيكلة بدلاً من التركيز على الأنشطة الرئيسية.
5. فقدان الموظفين الرئيسيين نتيجة للتغيرات.
6. احتمالية الفشل في تحقيق الفوائد المتوقعة من الاندماج، وقد يستغرق وقتاً أطول مما هو متوقع.
7. من أهم عيوب اندماج الشركات أيضاً الانخفاض في مستوى الكفاءة والإنتاجية.
8. تأثر سمعة الشركة سلباً نتيجة للاندماج، وربما تفقد بعض عملائها بسبب التغيرات.
9. ربما تتأثر قيمة الشركة سلباً نتيجة تقلبات الأسواق.
10. صعوبة تحقيق التكامل بين الشركتين المندمجتين.

## ثانياً: الامتلاك أو السيطرة:

### 1. تعريف الاستحواذ

التوسع بالامتلاك أحد أشكال السيطرة، وهي تعني إنتقال الملكية من مالك إلى مالك جديد يتخذ عدة أشكال التنازل عن كتلة من الأصول كانت تضمن الأغلبية في مجلس الإدارة لمالك جديد، أي إستبدال شخصية معنوية بشخصية معنوية جديدة.

وتبدأ جهود التوسع بمحاولة إمتلاك جزء أو كل أسهم شركة أخرى أو إمتلاك أصولها. ولا تقتضي إجراءات التملك بشراء الأصول سوى الموافقة من أغلبية المساهمين على أساس أنها سيطرة سليمة، عكس السيطرة بإمتلاك الأسهم التي قد تكون غير سليمة أو عدوانية، وبذلك نميز بين:

- السيطرة السليمة : أي تقديم الشركة الراغبة في السيطرة إقتراح إلى إدارة الشركة المستهدفة يتضمن الرغبة في الإمتلاك، التي عادة ما تنتهي بالإبقاء على وظائف أعضاء الإدارة الحالية.
- السيطرة العدوانية: والتي تعد صورة من صور الهندسة المالية يتم اللجوء إليها في حال فشل محاولة السيطرة السليمة، أو دون المرور بالسيطرة السليمة، حيث يتم الإتصال مباشرة بحملة أسهم الشركة المستهدفة أو بإشعار مجلس إدارتها برغبة الإمتلاك، وفي حالة رفض هذا الأخير تعيد الإتصال بحملة الأسهم.

## 2. أصناف الاستحواذ:

- شراء الأسهم: يقوم المشتري بشراء أسهم الشركة المستهدفة وبالتالي تتم له السيطرة على الشركة المستهدفة، وتقضي سيطرة المالك على الشركة بدورها إلى سيطرة فعالة على أصول الشركة، حيث أن الشركة تم الاستحواذ عليها بشكل سليم كشركة مستمرة في ممارسة أعمالها، إن هذا الشكل من أشكال الصفقات تلحق به كافة الالتزامات العائدة لتلك الشركة خلال سنواتها الماضية وكذلك جميع المخاطر التي تواجه الشركة في بيئتها التجارية.
- شراء الأصول في هذه العملية يقوم المشتري بشراء أصول الشركة المستهدفة. ووفقا لهذه العملية، يتم إعادة دفع النقد الناتج عن عملية شراء الشركة إلى مساهميها، إما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة أو عن طري تسهيل الأصول أو التصفية، علاوة على ذلك، يقوم المشتري بتنظيم الصفقة على أساسا أنها شراء للأصول و ذلك بانتقاء الأصول التي يرغب فيها وترك الأصول أو الالتزامات التي لا يرغب فيها<sup>48</sup>.

## 3. إيجابيات و سلبيات الاستحواذ

تتمثل مزايا الاستحواذ بالآتي:

1. الحصول على الموارد والأصول: يمكن للشركة المستحوذة الحصول على الموارد والأصول التي تمتلكها الشركة المستهدفة، مما يمكنها من تعزيز قدراتها التنافسية.
2. زيادة الحصة السوقية: يمكن للشركة المستحوذة زيادة حصتها في السوق من خلال الاستحواذ على منافسيها أو شركات في نفس الصناعة.
3. تحقيق وفورات الحجم: يمكن للشركة المستحوذة تحقيق وفورات الحجم من خلال دمج العمليات وتخفيض التكاليف.

---

<sup>48</sup> موسى عبد العظيم. الاندماج و الاستحواذ. الاضطراب المالي العالمي و الفرص الجديدة. بحوث استثمار. شركة الراجحي للخدمات المالية. السعودية. 2008. ص2.

4. الوصول إلى التكنولوجيا والمعرفة: يمكن للشركة المستحوذة الاستفادة من التكنولوجيا والمعرفة الفنية التي تمتلكها الشركة المستهدفة.

5. توسيع قاعدة العملاء: يمكن للشركة المستحوذة توسيع قاعدة عملائها من خلال استحواذها على شركات أخرى تمتلك قواعد عملاء مختلفة.

على الرغم من مزايا عملية الاستحواذ إلا أن لها بعض العيوب فيما يلي أهمها:

**التكاليف المالية:** قد تكون عمليات الاستحواذ مكلفة للغاية، خاصة إذا كانت تتضمن دفع مبالغ كبيرة كـمبلغ للشراء أو تسديد التكاليف القانونية.

**التحديات القانونية والتنظيمية:** قد تواجه الشركات المستحوذة تحديات قانونية وتنظيمية في عملية الاستحواذ، مثل مشاكل مكافحة الاحتكار أو موافقات السلطات التنظيمية.

**تحديات الدمج والتكامل:** يمكن أن تواجه الشركات التي تستحوذ على أخرى تحديات في دمج العمليات والثقافات التنظيمية، مما قد يؤثر على أداء الشركة.

**فقدان القيمة:** قد لا تتحقق القيمة المتوقعة من عملية الاستحواذ، وبالتالي قد يتسبب الاستحواذ في خسارة للشركة المستحوذة.

أمثلة:

#### استحواذ Disney على Pixar

تم الاستحواذ عام 2007 مقابل 7, مليار دولار، و هو من بين أحد عمليات الاستحواذ نجاحاً حيث استطاعت Disney أن تجني أرباح كبيرة من هذا الاستحواذ

#### استحواذ Google على Android

حدث عام 2005 مقابل 50 مليون دولار، و شركة Android كانت عبارة عن شركة ناشئة في الهواتف المحمولة.

#### 4. الفرق بين الاندماج والاستحواذ

الاندماج يعني التحام شركتين أو أكثر، ويؤدي إلى زوال الشركات المندمجة لصالح ظهور كيان جديد ينتقل إليه جميع حقوق والتزامات الشركات الزائلة، أما الاستحواذ يعني السيطرة المالية والإدارية لاحد الشركات على نشاط شركة أخرى، ولابد من توضيح الفرق بين مصطلحي الاندماج والاستحواذ

- الاندماج هو إتحاد شركتين أو أكثر تحت إدارة واحدة، وقد يؤدي الدمج الى زوال احدى الشركات من الناحية القانونية من خلال فقدان شخصيته المعنوية وإندماجها مع شركة أخرى تسمى الشركة الدامجة التي تلتزم بكافة التزاماته قبل التغيير.

- الإستحواذ من الناحية القانونية يعني شراء نسبة كبيرة من أسهم أو اصول الشركة المستحوذ عليها من دون أن يؤدي ذلك الى فقدان الشركة المستحوذ عليها لكيانها القانوني، أما من الناحية العملية فقد يكون الاستحواذ عملاً عدائياً أو ودي، ففي الإستحواذ الودي فان ممثلي الشركة المستحوذة يتفاوضون مع المساهمين في الشركة المستحوذة عليها بشأن سعر الشراء، وأما في حالة الإستحواذ العدائي فإنه يتم شراء أسهم الشركة المستهدفة من دون موافقة الإدارة ويمكن للشركة المستحوذة على سبيل المثال محاولة إبتلاع المنافسين.

### ثالثاً: العرض العمومي

العرض العمومي يمكن أن يتخذ عدة أشكال، منها: عرض عمومي للشراء عرض عمومي للمبادلة أو عرض عمومي للإسحاب.

#### 1. عرض عمومي للشراء

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 مقبولا من قبل حملة الأصول فإنه سيتم قبول البيع وبذلك تستولي المؤسسة الإقتصادية صاحبة العرض العمومي للشراء على المؤسسة الاقتصادية المستهدفة بالشراء، قد يكون العرض العمومي للشراء وديا وقد يكون عدوانيا، أي رغما عن إدارة المؤسسة الاقتصادية المستهدفة، يتوقف إختيار أحد الأسلوبين على الإستراتيجية التي تتبعها المؤسسة المستحوذة. في حالة العرض العمومي للشراء، يتم شراء الأسهم نقدا.

#### 2. عرض عمومي للمبادلة

يتم تنفيذ العرض العمومي للمبادلة بنفس الكيفية السابقة، يبقى الاختلاف الوحيد، وهو جوهري، أن الصفقة لا تسوى نقدا بل مقايضة، أي أن الأصول تبادل بأصول أخرى للمؤسسة صاحبة عرض الشراء، في هذه الحالة فإن البائع للأصول يبقى مساهما في المؤسسة الاقتصادية الجديدة.

في كلتا الحالتين، أي حالة شراء أسهم أو حالة مبادلة أسهم، فإن مراقبة المؤسسة المستحوذة تتم بمجرد ما يتم إمتلاكها لما لا يقل عن 50% من حقوق التصويت في المؤسسة المستهدفة.

يتم إجباريا إطلاق عرض شراء عمومي بمجرد ما يتم يتجاوز عتبة نسبة 30% من حقوق التصويت.

### 3. عرض عمومي للإنسحاب

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 الإمتيازات المالية في حالة نقل الملكية من جيل إلى جيل آخر، على سبيل المثال، في حالة كون الشخص الطبيعي الذي تنقل الملكية إليه يقل عمره عن 40 سنة من حقه الإستفادة من تخفيض في رسم إنتقال الملكية، ويمكن الإستفادة 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 تقرضه، وليكن على سبيل المثال 30% نفس النسبة على فائض قيمة الأصول المالية بدلا من رسم تصاعدي كما هو الحال في بعض الدول.

## المحور السادس: الهندسة المالية و الأزمات

ان موضوع الأزمة المالية من أكثر المواضيع المتداولة في البحوث الاقتصادية، فهي ظاهرة سايرت مختلف مراحل تطور الاقتصاد العالمي، و أصبحت الان في عصر النظام الرأسمالي تأخذ طابعاً مختلفاً، و ارتبط مفهومها بطبيعة النظام الرأسمالي، خاصة بعض ظهور العولمة المالية التي ساعدت على التحرير المالي و رفع القيود و غياب الرقابة. و سنحاول من خلال هذا المحور التعرف على الأزمة و علاقتها بالهندسة المالية.

### أولاً: مفهوم الأزمة المالية، مؤشرات، أسبابها و أنواعها

#### 1. تعريف الأزمة و الأزمة المالية

ان لمفهوم الأزمة تعاريف متعددة لارتباطها بعدة أبعاد مختلفة تمس جوانب ومجالات الحياة الفردية والاقتصادية والاجتماعية والسياسية والمحلية والدولية . فالأزمة كلغة تعني الشدة والقحط ، يقال : تأزم الشيء : أي اشتد وضاق ، وهي الشدة التي يستعصى حلها إلا ببذل جهد وتفرغ واسع.

وعلى مستوى الفرد تعرف الأزمة بأنها : مشكلة شخصية ينعكس تأثيرها على الحالة النفسية أو الوضع المالي أو الحالة الصحية أو العمل الوظيفي<sup>49</sup>.

اما الأزمة المالية فلا يوجد تعريف محدد لها ، ويمكن أن تعرف بأنها " انهيار مفاجئ في سوق الأسهم أو عملة دولة ما أو سوق العقار أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد وتصبح أزمة اقتصادية "، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة فقاعة سعرية مثلاً، أو فقاعة مالية أو فقاعة مضاربة وهي عملية بيع أو شراء كميات ضخمة لنوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل وبأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.

ويمكن ان تعرف الأزمة المالية " أنها الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول "، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية وإما أصول مالية ، وهي حقوق الملكية لرأس المال المادي مثلاً الأسهم وحسابات الادخار ، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية وتسمى المشتقات المالية ومنها العقود المستقبلية.

وتبرز الخصائص الأساسية للأزمة المالية في النقاط التالية<sup>50</sup>:

<sup>49</sup> سعد سلمان عواد. وسن يحي احمد. تأثير صياغة المعايير المحاسبية في الإبلاغ عن نتائج الأزمات المالية في البيئة العراقية.

مجلة الإدارة و الاقتصاد. العدد 42. 2019. ص230.

<sup>50</sup> نفس المرجع. ص231.

- الاضطراب الحاد في الأسواق المالية أو النقدية .
- الاضطراب الحاد في الأسعار العامة سواء أسعار السلع والخدمات أو أسعار المواد الخام .
- تعد الأزمة نقطة تحول أساسية في النسيج الاقتصادي أو الاجتماعي أو السياسي نتيجة الخسائر، و انعدام المعالجة في الوقت المناسب غياب الحل الجذري) يمكن أن تؤدي إلى أوضاع غير مرغوبة.
- لا يمكن تفاديها (فقدان السيطرة ) لأنها تحتاج إلى التحكم والإمكانات وسرعة في اتخاذ القرار الصحيح .
- نقص المعلومات الكافية والدقيقة عن أسباب الأزمة وحجمها بسبب العنصر المفاجئ ، لانعدام التنبؤ بالأزمة .

## 2. مؤشرات الأزمات المالية:

لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقينين، و إلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء نظام للإنذار المبكر، يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة. ويمكن إبراز المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية التعرض للأزمات فيما يلي<sup>51</sup> :

### **1.2 المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية. من بين هذه المؤشرات:**

- ارتفاع في معدل البطالة.
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية.
- ارتفاع معدلات التضخم والمستوى العام للأسعار.
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع الناتج المحلي بعد ثبات استقراره.
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

### **2.2 المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للقطاعات المالية والنقدية: ويمكن إجمالها في النقاط التالية:**

<sup>51</sup> حمد فواز الدليمي. إدارة الأزمات الدولية المالية و الاقتصادية. دار جليس الزمان. عمان. 2011. ص-ص 24-25

- أغلبية الأصول المالية عالية المخاطر الأصول العقارية على أسواق الائتمان.
- غياب الشفافية والإفصاح اللذان ستلزمهما التطبيق السليم المعايير المحاسبية الدولية عند عرض القوائم المالية الاقتصادية مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم هذه المؤسسات وأسواق المال وقطاعات البنوك بصورتها الحقيقية.
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل لما لهذه من أثر سيء على القطاعات المالية.
- انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية.

### 3. أسباب الأزمات المالية

تتعدد الأسباب المفسرة لظهور الأزمات المالية و تختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف ايضاً حدتها و تأثيرها و مداها الزمني، و رغم ان لكل أزمة خصائصها و أسبابها، الا أن هناك عوامل مشتركة توجد في معظم الأزمات أهمها:

- نقص الشفافية ويقصد بها عدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياجات الدولية من العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى فقدان الثقة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.
- تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل والتي يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، مما يعمل على زيادة حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية. وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية الأجنبية)، وهذا ما يؤدي إلى موجة من التدفقات الرأسمالية نحو الخارج.
- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية مما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة وقدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.
- وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية الملائمة خاصة إذا تزامن ذلك مع انعدام الشفافية والفساد والتلاعب في البيانات والقوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب.

- الطبيعة الدورية للاقتصاد الرأسمالي: يمر الاقتصاد بالمرحلة المعروفة بالدورة الاقتصادية. فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط". وفي إبان مرحلة النمو، تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كافٍ أو التحقق من قابلية



استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحها المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.

- الإنفصام المتزايد بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي والنقدي: أي تدفقات السلع والخدمات وتدفقات النقود والائتمان، حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينات، و قد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج و رأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد الرمزي، و أصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون و استخدامه في الإنتاج، وأيضاً بين المضاربة و الاستثمار<sup>52</sup>.

#### 4. أنواع الأزمات المالية

يمكن التمييز بين أربعة أنواع من الأزمات المالية نذكرها فيمايلي<sup>53</sup>:

**1.4 أزمات العملة وأسعار الصرف** وتحدث نتيجة للتغير المفاجئ في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهامها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة وبالتالي قد تؤدي تلك القرارات إلى إحداث انهيار في سعر تلك العملة، ويمكن كذلك أن يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة التدفق في منح الائتمان فيزداد حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية، وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة الوطنية إزاء العملات الأجنبية حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض، مؤدياً ذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج.

<sup>52</sup> قدي عبد المجيد. الجوزي جميلة. الأزمة المالية الراهنة و تداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة - حالة الجزائر - مداخله ضمن الملتقى الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا. الجزائر. 9/8 ديسمبر 2009. ص-ص 94-95

<sup>53</sup> روابح عبد الرحمن. الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية - أزمة الرهن العقاري-. مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية. دراسات اقتصادية. عدد24. جامعة زيان عاشور. الجلفة. ص-ص 223-224.

**4.2 أزمات الأسواق المالية:** ويحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعات، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه، فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى؛

**4.3 الأزمات المصرفية :** ويحدث هذا النوع من الأزمات عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك أو إخفاق البنوك في قيامها بإيقاف التزاماتها الداخلية أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك ، وتفسر الأزمات المصرفية إلى عدم الاستقرار في سوق الاقتراض في البلدان المدينة مثل عدم الاستقرار السياسي وسوء الإدارة الاقتصادية وتزايد أعباء خدمة الديون.

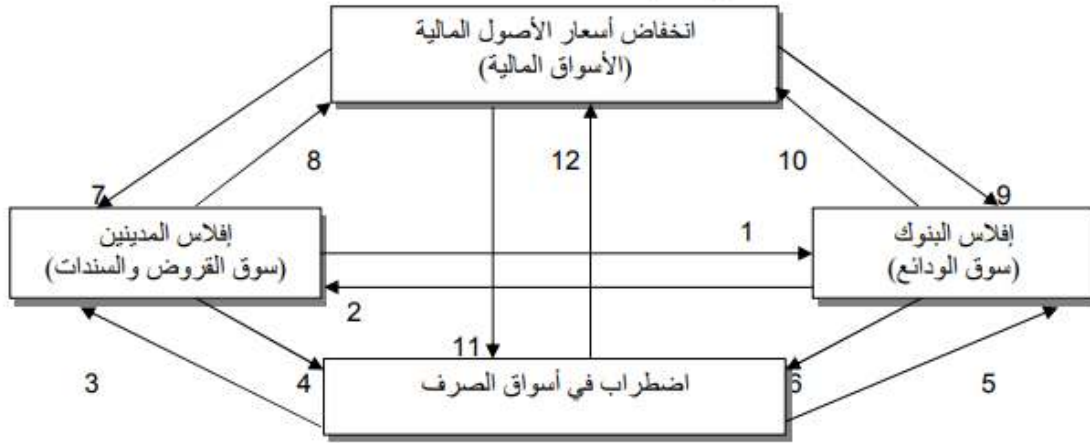
**4.4 أزمات الديون:** وهي أزمات تعني أن بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية (تسديدها) ، وتحدث عندما يتوقف المقرض عن السداد لمستحقاته أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، وهكذا فإن أزمة الديون تعكس عجز الدولة المقرضة عن الوفاء بالتزامات إعادة السداد سواء أكان هذا العجز بشكل صريح أو في شكل إعادة جدولة الديون.

## 5. قنوات انتشار الأزمات

إن الأزمة المالية تبدأ بإحدى المتغيرات ثم سرعان ما تنتشر إلى كل فروع النظام المالي ثم إلى الاقتصاد الوطني ككل، وهذا ما يؤكد الحقائق المعروفة في علم الاقتصاد وهي أن هناك ارتباط وثيق بين الاقتصاد الكلي من ناحية وأسعار : الصرف الفائدة، الأوراق المالية والسلع والخدمات من ناحية أخرى، ويمكن تشبيه الأمر بمروحة سقف مكونة من أربعة ريش يمثل الاقتصاد محرك المروحة أما الريش فهي : أسعار السلع والخدمات، أسعار الصرف، أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية، وأن السياسات النقدية والمالية ومراقبة الاستثمارات الأجنبية يجب أن تتم بميزان حساس يراعي العلاقات المتداخلة والمتشابكة بين مختلف تلك الأسعار. ومن خلال هذا، نلاحظ أنه ضمن الأزمة المالية هناك عدة أنواع من الأزمات يمكن لأي منها أن تصبح أزمة شاملة بفعل ما يسمى بخطر النظام.

والشكل الموالي يلخص قنوات انتشار الأزمات المالية:

الشكل 1: قنوات انتشار الأزمات



المصدر: أوكيل نسيمية. الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها- مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا- رسالة لنيل درجة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية. الجزائر. 2007/2008. ص 63.

يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية بين مختلف الأسواق، سوق القروض، سوق المالية، سوق الودائع (البنوك) وأسواق الصرف، وفيما يلي شرح لهذه القنوات:

القناة رقم (1): وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلباً على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982.

القناة رقم (2): تبين الحالة العكسية للقناة (1)، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك، والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929.

القناة رقم (3): أزمة في سعر الصرف من شأنها أو تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

القناة رقم (4): إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب خاصة فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

القناة رقم (5): قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

القناة رقم (6) إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

القناتين رقم (7) و (8) وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

القناتين رقم (9) و (10) : وتُعبّر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.

القناتين رقم (11) و (12) وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون التخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة<sup>54</sup>.

## ثانياً: أهم الأزمات المالية

شهد القرن الماضي حدوث العديد من الأزمات المالية ، و قد كانت هذه الأزمات تزداد حدتها و الخسائر الناتجة عنها، كما زادت مدة استمرار هذه الأزمات، و فيميلي عرض لأهم هذه الأزمات<sup>55</sup>:

### 1 - أزمة الكساد الكبير 1929

أوضح كينز أسباب حدوث أزمة الكساد الكبير في عام 1929 في كتابه الشهير النظرية العامة في التوظيف والفائدة والنقود؛ حيث بدأت الأزمة في الولايات المتحدة بسبب انهيار سوق الأسهم في بورصة نيويورك (Wall Street)، وقد فسر كينز هذا الانهيار إلى أن الاستثمار هو عملية غير مستقرة يحكمها في كثير من الأحيان سلوكيات غير رشيدة، مما يترتب عليها ارتفاع الطلب على الأصول، بما يؤدي إلى ارتفاعات مبالغ فيها في أسعار هذه الأصول.

<sup>54</sup> أوكيل نسيمية. الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها- مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا- رسالة لنيل درجة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية. الجزائر. 2008/2007. ص62..

<sup>55</sup> رانيا عامر. الأزمات المالية العالمية. ص-ص 116-119. المجلة الاجتماعية القومية. مجلد 51. العدد 3. سبتمبر 2014.

وقد اختلفت الآراء حول مواجهة هذا الكساد؛ فعلى سبيل المثال نجد أن الاقتصاديين الكلاسيك التزموا الصمت، فالكساد يجب أن يُترك حتى ينتهي من تلقاء نفسه، وكان أهم ما يميز هذا الكساد هو الانكماش الشديد في الأسعار، وارتفاع معدل البطالة، وهو ما يشبه إلى حد كبير حدوث الأزمة المالية العالمية 2008.

## 2. أزمة الديون المصرفية 1982

بعد حرب أكتوبر 1973 وحدثت أزمة في قطاع إمدادات البترول للدول المستهلكة تراكمت الديون على بعض الدول النامية، ولم يتم توجيه القروض التي حصلت عليها هذه الدول النامية إلى الاستثمار، إنما استخدم معظمها في تمويل العجز في موازين مدفوعات هذه الدول، مما أسهم في وقوع أزمة البترول الثانية، حيث إن هذه الدول كانت تحصل على هذه القروض بأسعار فائدة مرتفعة، فقد أثقل ذلك كاهل هذه الدول، مما أدى إلى صعوبة سداد هذه القروض وفوائدها حتى وصل الأمر إلى إعلان المكسيك في عام 1982 إلى عدم سداد ديونها ؛ وذلك ما انعكس تلقائياً بآثار سلبية على البنوك المقرضة من زيادة حجم الديون المعروضة وخطر تعرضها لأزمة مصرفية.

## 3. الأزمة الاقتصادية المكسيكية 1994

تفجرت أزمة عملة " التاكيلا " في ديسمبر 1994 في المكسيك وذلك بعد أن خفض هذا البلد عملته بشكل حاد، وعلى الرغم من أن مشكلات المكسيك قد أشعلها تخفيض العملة، فإنها لم تكن تعاني من أزمة عملة لكن أزمة في سوق المال. وكان ارتباط العملة المكسيكية بالدولار الأمريكي، يشكل ضماناً وهمياً شجع الاستدانة الأجنبية، مما سبب عجزاً في ميزان المدفوعات استدعى تدخل الولايات المتحدة الأمريكية العاجل لمساندة المكسيك لكونها أقرب لها .

## 4. الأزمة الاقتصادية الآسيوية 1997

حدثت الأزمة الاقتصادية الآسيوية في عام 1997 ، حيث بدأت في تايلاند وسرعان ما انتقلت إلى دول شرق آسيا، حيث بدأت بأزمة سيولة مؤقتة، لكنها تحولت بعد ذلك إلى أزمة مالية واقتصادية ذات أبعاد سياسية خطيرة بسبب السياسات غير المرنة الأسعار الصرف، ارتفاع مديونيات الشركات بأكثر من اللازم، قطاع مصرفي ضعيف، قروض كبيرة وقصيرة الأجل بالعملات الرئيسية للحكومات، هذا إلى جانب قيام المؤسسات المالية في بعض البلدان الآسيوية بتوجيه نسبة كبيرة من التدفقات الرأسمالية، من غير أى غطاء من النقد الأجنبي، إلى مشروعات تنتم بالمخاطرة لاسيما في قطاع العقارات. كل هذا أدى إلى تعميق الأزمة وصعوبة التغلب على العقبات التي أفرزتها .

## 5. أزمة أنرون ودوت كوم 2000

شهدت الولايات المتحدة في بداية القرن الحادي والعشرين أزمة مالية عرفت بأزمة أنرون ودوت كوم (Anron and Dotcom)، وقد حملت هذه الأزمة سمات مختلفة عن الأزمة المالية. بدأت هذه الأزمة في قطاع الاتصالات والإنترنت، حيث شهدت أسهم قطاع الاتصالات ارتفاعات هائلة في أسعارها عقب تسجيلها في بورصة ناسداك، بينما كانت أرباحها الفعلية محدودة، وفي إطار سوء كفاءة الأنظمة الحاسوبية والمراجعة انفجرت الفقاعة في عام 2000، وانهار مؤشر ناسداك بنسبة 78% في أكتوبر 2002، وهكذا تتمثل هذه الأزمة في نطاق فقاعة المضاربة ثم الانهيار.

و سنتطرق بالتفصيل في مايلي لأزمة الرهن العقاري .

### **ثالثاً: أزمة الرهن العقاري**

واجه الإقتصاد العالمي واحدة من أعنف الأزمات وأشدّها في تاريخه الحديث، بدأت ملامح هذه الأزمة تتضح في صيف 2007 على شكل أزمة رهن عقاري انفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية تسببت فيها القروض العقارية الرديئة، وانتقلت عدواها على نطاق واسع وتسارعت خطاها بدرجة كبيرة فتعدت إلى كل أنحاء العالم بدءاً بالدول المتقدمة، إذن تحولت من أزمة في قطاع الرهن العقاري إلى أزمة مالية بحته ثم أزمة إقتصادية.

## 1. الأسباب المباشرة وغير المباشرة لأزمة الرهن العقاري

### **1.1 الأسباب المباشرة:**

السبب المباشر للأزمة هو نمو حجم قروض سوبرايم "Subprime" (قروض الرهن العقاري الثانوية) وهي عبارة عن قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات الأمريكية المعرضة لخطر عدم القدرة على السداد.

قروض الرهن العقاري القانونية تتميز بمجموعة من الخصائص منها:

- أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن؛
- أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة؛
- إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات؛
- المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاثة الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاثة سنوات.

## 2.1 الأسباب غير المباشرة:

### أ- إختلالات على مستوى الإقتصاد الكلي:

- وفرة السيولة على المستوى العالمي (وهذا ناتج عن العولمة وحرية حركة رؤوس الأموال)؛
- إنخفاض عام لمعدلات التضخم؛
- إنخفاض معدلات الفائدة للأجل الطويل؛<sup>56</sup>
- إرتفاع أسعار الأصول.

### ب- إختلالات على مستوى الإقتصاد الجزئي:

- شرط الربحية والمردودية: التوجه إلى سوق السندات لتوظيف رؤوس الأموال وبالتالي تمت ترخية شروط منح القروض، وكذلك خلق الابتكارات المالية.
- التراخي في منح القروض: حيث تساهلت المؤسسات المالية في منح القروض للعائلات خاصة العقارية.
- خلق الابتكارات المالية: حيث شهد عالم المال وأسواق المال العديد من التطورات عن طريق منتجات الهندسة المالية.

## 2. مراحل أزمة الرهن العقاري

المراحل الرئيسية للأزمة المالية العالمية التي بدأت عام 2007 في الولايات المتحدة وامتدت إلى أوروبا:

- فبراير 2007: تصاعد حالات التخلف عن سداد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (الممنوحة لمقترضين لا يملكون قدرة كافية على السداد) في الولايات المتحدة، ما أدى إلى إفلاس بعض المؤسسات المصرفية المتخصصة.
- أغسطس 2007: تدهورت أسواق البورصة بفعل مخاوف تفاقم الأزمة، مما دفع البنوك المركزية إلى التدخل لضخ السيولة ودعم الأسواق المالية.
- أكتوبر - ديسمبر 2007: عدة بنوك كبرى أعلنت عن تراجع كبير في قيمة أسهمها نتيجة أزمة الرهن العقاري.

<sup>56</sup> الطاهر هارون. نادية العقون. الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها ، آليات انتشارها و الآثار المترتبة عنها. ورقة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول أزمة النظام المصرفي الدولي بديل البنوك الإسلامية. جامعة باتنة. يومي 05-06 ماي 2009. ص-ص 09-10.

- **22 يناير 2008**: أقدم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على خفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 0.75 نقطة مئوية ليصل إلى 3.5%، وهو إجراء استثنائي، تلاه تخفيضات إضافية حتى بلغ 2% بين يناير وأبريل.
- **17 فبراير 2008**: الحكومة البريطانية تؤمّن بنك "نورذرن روك" لمواجهة تداعيات الأزمة.
- **11 مارس 2008**: تكررت جهود التنسيق بين البنوك المركزية لدعم سوق القروض.
- **مارس 2008**: بنك "جي بي مورغان تشيس" يعلن استحواذه على "بير ستيرنز" المتعثر، بدعم مالي من الاحتياطي الفيدرالي.
- **أبريل 2008**: بنك "يو بي إس" السويسري ينشر نتائج تحقيق داخلي يوضح فيها خسارته البالغة 40 مليار دولار بسبب أزمة الرهن العقاري، وهي أكبر خسارة في تاريخه.
- **مايو 2008**: مسؤول في وزارة الخزانة الأمريكية يعلن أن الأزمة بدأت تتحسّر، بعد تدخلات ضخ السيولة من الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية، رغم أن الخسائر المعلنة من المؤسسات المالية تجاوزت 300 مليار دولار، وقد تم تخفيفها بتوفير 20 مليار دولار.
- **سبتمبر 2008**: وزارة الخزانة الأمريكية تضع شركتي الرهن العقاري العملاقين "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية، مع ضمان ديونهما حتى 200 مليار دولار.
- **15 سبتمبر 2008**: بنك "ليمان براذرز" يعلن إفلاسه، في حين يستحوذ "بنك أوف أمريكا" على "ميريل لينش". وفي الوقت ذاته، تتفق عشرة بنوك دولية على إنشاء صندوق سيولة بقيمة 70 مليار دولار. رغم هذه الإجراءات، استمرت البورصات العالمية في الانخفاض.
- **16 سبتمبر 2008**: الحكومة الأمريكية تؤمّن شركة التأمين العملاقة "AIG" لتجنب انهيارها، عبر حزمة إنقاذ بقيمة 85 مليار دولار مقابل الاستحواذ على 79.9% من أسهمها.
- **17 سبتمبر 2008**: تتواصل خسائر البورصات العالمية ويتدهور نظام الإقراض، فيما تواصل البنوك المركزية ضخ السيولة في الأسواق.
- **18 سبتمبر 2008**: بنك "لويدز" TSB البريطاني يشتري منافسه المتعثر "HBOS" وفي الولايات المتحدة، يتم الإعلان عن خطة إنقاذ بقيمة 700 مليار دولار لشراء الأصول المتعثرة من البنوك.
- **19 سبتمبر 2008**: الرئيس الأمريكي جورج بوش يدعو الكونغرس إلى التحرك السريع للموافقة على خطة الإنقاذ لتفادي تفاقم الأزمة.
- **23 سبتمبر 2008**: الأزمة المالية تهيمن على جلسات الجمعية العامة للأمم المتحدة، وسط تصاعد القلق في الأسواق المالية من تأخر إقرار الخطة الأمريكية.



- **26 سبتمبر 2008**: انهيار سهم مجموعة "فورتيس" البلجيكية الهولندية بسبب الشكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، في الوقت ذاته يستحوذ "جي بي مورغان" على "واشنطن ميوتشوال" بدعم من السلطات الفيدرالية.
- **28 سبتمبر 2008**: الكونغرس يتوصل لاتفاق مبدئي حول خطة الإنقاذ. في أوروبا، يتم إنقاذ "فورتيس" من قبل حكومات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، كما يتم تأمين "برادفورد وبنغل" في بريطانيا.
- **29 سبتمبر 2008**: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، ما أدى إلى انهيار بورصة وول ستريت وتراجع كبير في الأسواق الأوروبية. في نفس اليوم، أعلن "سي تي جروب" عن استحواذه على "واكوفيا" بدعم من الحكومة، بينما علقت البورصة البرازيلية التداول بعد خسارة تجاوزت 10%.

### رابعاً: دور الهندسة المالية في الأزمة

انتقلت الازمة الى كامل النظام المالي بفعل تقنية التوريق، فقد تمت هذه العملية على خطوتين : الأولى جمع أصول متشابهة ذات طبيعة غير سائلة بمعرفة الدائن الأصلي في محفظة مرجعية ثم تنقل حيازتها إلى شركة ذات غرض خاص تتولى في الخطوة الثانية تمويل حيازة هذه الأصول والتي يتم بيعها لمستثمرين في الأسواق المالية "بنوك، صناديق التحوط، شركات التأمين ، صناديق التقاعد، صناديق استثمار....." بعد الحصول على تصنيف ائتماني لها.

وبفعل العولمة المالية وترابط الأسواق المالية فيما بينها، تم تداول هذه الأوراق المالية في مختلف الأسواق المالية الدولية، ومن ثم لم تعد تقنية التوريق سببا في الأزمة فقط، وإنما قناة من قنوات انتقالها من الاقتصاد الأمريكي الى الاقتصاديات الأخرى.

#### 1. توريق قروض الرهن العقاري

كان الهدف وراء تبني حكومة الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات توريق قروض الرهن العقاري هو التمويل غير الكافي للعقارات السكنية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة بالإضافة الى الحدود القصوى الضعيفة لفوائد الودائع مقارنة بفوائد السوق والتي سقفت من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي للحد من تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج وتحسباً لتراجع حجم الودائع لدى البنوك في المستقبل.

ووفقا لهذه المستجدات فقد أقدمت الحكومة الأمريكية على التخلي عن نموذج التوريق الكلاسيكي و اعتماد نموذج الانشاء " والتوزيع " ابتداءً من سنوات التسعينيات، بحيث منحت فرصة بيع مستحقات

المؤسسة المالية المقرضة لأطراف أخرى في السوق المالية لتحسين سيولة ميزانياتها وتوزيع مخاطرها الائتمانية<sup>57</sup>.

فالنموذج الحديث للتوريق يشمل الأدوات المالية المتداولة كسندات الدين والمشتقات الائتمانية، حيث القروض وفقا لمستويات مخاطرها في محافظ تصنف ائتمانياً وفق جودتها لتوفير التمويل من الأطراف الراغبة في تحمل مستويات مختلفة من المخاطر.

فالشرائح الممتازة (Super Senior et Senior) هي الأكثر أمناً للمستثمرين تصنف ضمن فئة "AAA" و "AA" مقابل أسعار فائدة قليلة لقلّة المخاطر فيها، وبعد تسديد مستحقات أصحاب هذه الشرائح تأتي الشرائح الوسطى (Mezzanine) ذات التصنيف الائتماني المتوسط من فئة "BBB" حيث يتلقى أصحابها فوائد أعلى حسب مستوى المخاطر المحتملة. وفي الأخير يأتي دور الشرائح الدنيا أو شرائح أسهم حق الملكية (Equity) لتلقى نصيبها من المدفوعات بعد السداد الكامل لمدفوعات الشريحتين السابقتين، حيث تتلقى عوائد أكبر مقابل تحملها المخاطر الأعلى في المجمع وهي خارج أي تصنيف ائتماني (رديئة)<sup>58</sup>.

وعليه فإن عملية تقسيم المجمع الى شرائح تعتبر آخر خطوة في هيكلية صفقة التوريق، حيث يمكن في عملية التقسيم هذه تمييز ثلاثة شرائح هي الممتازة، الوسطى و الرديئة.

ولوكالات التصنيف الائتماني دور غير مباشر وفعل في تحسين هذه العملية (Tranching) من خلال ابداء رأيها وتنقيطها للشرائح سائلة الذكر كل حسب جودته الائتمانية .

وقد أسهمت الأوراق المالية نتاج توريق قروض رهن عقاري رديئة من فئة « subprime » في زيادة مستويات المخاطر في المحافظ التي تحويها وقليلة السيولة تصمم خصيصا لفئة مستثمرين مستعدين لتحمل مخاطر أعلى عكس فئات أخرى من المستثمرين الذين يقبلون على مثل هذه المحافظ لاختلاف نمطهم الاستثماري (متحفظون تجاه المخاطر).

أما مسألة أزمة قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية « subprime » فما هي إلا أزمة إسكان ناتجة عن تفاقم المخاطر الائتمانية والاستخدام المفرط لأدوات مالية معقدة والارتباط القوي بالأسواق المحلية والدولية وهذا ما يميز هذه الأزمة عن غيرها من الأزمات السابقة .

<sup>57</sup> رابح أمين المانسبع. مطبوعة دروس في الهندسة المالية. مقدمة لطلبة السنة أولى ماستر. علوم تجارية. تخصص مالية المؤسسة.

2022/2021. ص 92.

<sup>58</sup> نفس المرجع. ص 93.

و قد كان اسراف المصارف في توريق القروض و الأصول المالية ناتج عن غياب الرقابة التي سمحت لهذه المصارف باستغلال عنصرين هامين هما<sup>59</sup>:

أ- الرافعة المالية: وضعت اتفاقية بازل قواعد تنظيمية تتمثل في عدم الجواز للمصرف أو للمؤسسة المالية أن تقرض بأكثر من نسبة معينة من احتياطاتها ورأس مالها حتى لا تتعرض لمخاطر الإفلاس إذا ما توقف بعض عملائها المقترضين عن السداد، وهو ما يطلق عليه بالرافعة المالية.

ولعل إنشاء مؤسسات مالية لا تخضع لرقابة المصارف المركزية مثل مصارف الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، أدى إلى إفلاتها من عنصر الرقابة وبالتالي توسعيا في النشاط الإقراضي الذي تجاوز رأس مالها، فقد كانت هذه الشركات تدير أموال بقيمة 129 مليار دولار في حين أن رأسماليه لا يتعدى 4 مليار و 700 مليون دولار، فتعرضت هذه المؤسسات لخطر الإفلاس حينما توقف بعض عملائها عن سداد أقساط قروضهم وفوائدها .

ب- المشتقات المالية لم تكتف المؤسسات المالية بالتوسع في القروض بتجاوز الرافعة المالية فحسب، بل توسعت فيها أكثر بالمبالغة في استخدام المشتقات المالية لتوليد مصادر تمويل جديدة.

فالبنك حين يقدم للأشخاص قروضا أولية مضمونة بأصول عينية أو غير عينية، فإنو يورق هذه القروض بإصدار سندات عليها بطرحها على الجمهور، ولا يكفي بذلك بل إنه يجمع القروض المتشابهة في محفظة ويقترض بموجبها من مصرف أو مؤسسة مالية أكبر بضمان الرهون العينية لهذه القروض، ولا يكتفي المصرف الثاني بذلك بل يكرر هذه العملية ليصدر موجة أخرى من الأصول المالية، ثم يضعها في محفظة أكبر يقترض بها من مؤسسة مالية أو بنك أكبر، وهكذا تتوالى موجات التوريق واشتقاق القروض موجة بعد الأخرى، وتزداد معيار المخاطر إلى حد التشابك بحيث يؤدي إفسار بعض المقترضين إلى تردي المنظومة كلها لأنه لا يتوافر فيها ضمانات عينية كافية لسدادها، فضماناتها قد تكفي لتغطية الموجة الأولى من عمليات التوريق ولكنها لا تكفي لضمان تغطية الموجات التالية.

ومع تشابك الأسواق المالية العالمية وارتباطيا ببعضها البعض، تحولت هذه الأزمة المالية الأميركية إلى أزمة مالية عالمية، تأثرت بها أسواق المال والبنوك في الدول المتقدمة بشكل رئيسي ومباشر، ثم بدأت تظهر تداعياتها على أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة، لتتحول بعدها إلى أزمة مالية عالمية تأثرت بها جميع الاقتصاديات حول العالم بشكل مباشر أو غير مباشر وينسب متفاوتة، مع ارتفاع حجم الخسائر والإفلاس وتراجع حجم الإنتاج الصناعي في كثير من الدول المتقدمة بسبب انخفاض التمويل

<sup>59</sup> خير الدين مجدوب بوزرب. أبو بكر الشريف خوالد. التوريق المصرفي و دوره في حدوث الأزمات المالية العالمية 2008. العدد 51. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية للجامعة. العراق. 2017. ص-ص 272- 273.

الاستثماري الصناعي بالإضافة إلى عولمة وترابط أسواق الإنتاج والاستهلاك العالمية ببعضها، دخل العالم مرحلة من الانكماش ثم الركود الاقتصادي.

في الأخير، كانت المشتقات المالية أحد أسباب الأزمة المالية العالمية التي لازالت تلقي بضلالها وتداعياتها على العالم، إن هذه الأزمة ضربت الاقتصاد العالمي بصورة واضحة في الربع الأخير من سنة 2008 وخاصة بعد انفجار أزمة الرهونات العقارية الأمريكية، وأدت إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية والمصرفية والتي كان من بين أهم أسباب إنهارها تعاملها بالمشتقات المالية المبنية على ديون عقارية.

فالهندسة المالية (التي كانت تعتبر كوسائل وتقنيات للتحوط والتغطية ضد الخطر) ساهمت في توسيع نطاق الأزمة (التي كانت على شكل أزمة في قطاع الرهن العقاري) ونقلها من هذا القطاع إلى قطاعات أخرى (من البنوك التي منحت قروض الإسكان إلى الأسواق المالية العالمية).

## المحور السابع: الهندسة المالية الإسلامية

بعد التطرق للهندسة المالية و مختلف آلياتها و أدواتها التقليدية و الحديثة، تورطها في انتشار أزمة الرهن العقاري سنة 2008، كان من الضروري دراسة البديل الإسلامي للهندسة المالية للتعرف على أهم تقنياته و أدواته.

### أولاً: تعريف الهندسة المالية الإسلامية مبادئها وأهم أسسها

#### 1. تعريف الهندسة المالية:

تعرف 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 الذي يشترط مبدأ الإلتزام بالمشاركة بالربح أو الخسارة والتخلي عن شروط الفائدة الربوية في تنشيط المعاملات المالية المشروعة بهدف تلبية حاجيات تمويلية جديدة تحقق الرفاه الإجتماعي والإقتصادي للمجتمع<sup>60</sup>.

كما تعرف بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عملية التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات و العمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، و كل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي<sup>61</sup>.

يشير التعريف السابق إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

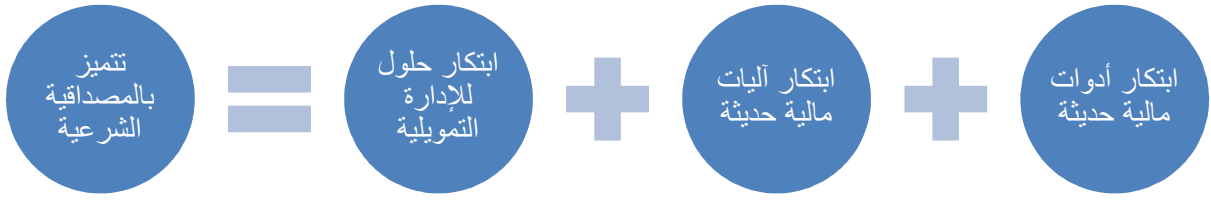
- ابتكار أدوات مالية جديدة،
- ابتكار آليات تمويلية جديدة،
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو اعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- ان تكون الابتكارات موافقة للشرع مع الابتعاد قدر الإمكان عن الاختلافات الفقهية، مما يميزها بالمصادقية و الشرعية.

نلاحظ مما سبق أن تعريف الهندسة المالية الإسلامية لا يختلف عن نظيرتها التقليدية، إلا أن مفهوم الهندسة المالية الإسلامية يكمن في كونها تحترم مبادئ الشرع الإسلامي في جميع تعاملاتها المالية.

<sup>60</sup> لخضر مرغاد. الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة على تجارب بعض الدول. مجلة العلوم الإنسانية العدد 29. كلية

العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير. جامعة محمد خيضر. بسكرة. الجزائر. ص48.

<sup>61</sup> عبد الكريم قندوز. الهندسة المالية الإسلامية. مرجع سبق ذكره. ص19.



## 2. مبادئ المصارف الإسلامية

هناك عدة مبادئ أساسية للمصارف الإسلامية يمكن إنجازها فيما يلي:

أ- مبدأ الغنم بالغرم : يقوم العمل المصرفي الإسلامي على أساس مبدأ الغنم بالغرم، وهذا يعني المشاركة في الأرباح و الخسارة بين صاحب المال ومستخدم المال، خلافا لعمل المصارف التقليدية، التي تضمن معدل الفائدة المحدد والمعلوم مسبقا، سواء حح مشروع مستخدم المال أولم ينجح، وهذا ما تبيحه الشريعة الإسلامية.

ب- قاعدة الخراج بالضمان: " القصد من القاعدة هو أن الذي يضمن أصل شيء جاز له أن يخلص على ما تولد عنه من عائد، فمثلا يقوم المصرف الإسلامي بضمان أموال المودعين لديه في شكل ودائع (أمانة تحت الطلب)، ويكون الخراج (أي ما خرج من المال) لمتولد عن هذا المال جائز الإنتفاع به لمن ضمن و هو المصرف لأنه يكون ملزما بإستكمال النقض الذي يحتمل حدوثه، و تحمل الخسارة في حالة وقوعها".

ج- عدم التعامل بالربا : وهي صفة مميزة للبنك الإسلامي الذي هو سمة أساسية من سمات القروض الربوية، ومن هنا فلا تتعامل البنوك الإسلامية بالفائدة أيا كانت أشكالها أخذا وعطاءا، إيداع أو توظيف، قبولا أو خصما، ظاهرة أو مخفية، محددة متقدما أو مؤخرا، ثابتة أو متحركة، أعمالا بأحكام الشريعة والإلتزام بأمر الله سبحانه وتعالى .

## 3. أسس الهندسة المالية الإسلامية

### 1.3 تحريم الربا

الربا في اللغة الزيادة، والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال قلت أو كثرت ، يقول الله تعالى (وَأَنْ تَبْنُوا فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ) ، و يقول الله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ) . وقال رسول الله (ص) "اجتنبوا السبع الموبقات"، وذكر منها الربا،

وهو محرم في جميع الأديان السماوية وهو قسمان: ربا النسيئة وهو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل، وهذا النوع محرم بالكتاب والسنة وإجماع الأئمة، وربا الفضل الذي هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة، وهو محرم لأنه ذريعة إلى ربا النسيئة، ويمكن التعرف أكثر على موضوع الربا بالتطرق الى كتب الفقه و الشريعة<sup>62</sup>.

### 2.3 حرية التعاقد

المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع، وحرمها كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرمه في الشرع الإسلامي، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعائد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها.

### 3.3 التيسير ورفع الحرج

من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، فإذا صار الشخص في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة على النحو المعتاد فإن الله سبحانه يرخص له في أدائها حسب استطاعته وفي هذا رفع للحرج عن العباد، وقد عبر العلماء عن هذه القاعدة بقولهم: المشقة توجب التيسير، يقول الله تعالى (لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا) ، ويقول تعالى: (وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ). وقال النبي (ص): "إن الدين يسر ولن يشاد الدين أحد إلا غلبه ويظهر أثر هذه القاعدة واضحا في التكاليف الشرعية، فالله لم يفرض على المؤمنين من العبادات إلا ما وسعهم، وفي مجال المعاملات نجد القاعدة مطردة حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد مفتوحا أمام العباد وجعل الأصل فيها من الإباحة ولم يضع من القيود الا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل وتوضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد الناس والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضييق عليهم، لأنها لا تفي بكل إحتياجاتهم وهي متنوعة ومتزايدة ، من هنا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو إستحداث أخرى، كل ذلك في إطار موجبات الشرع الإسلامي بما يلبي الحاجات المتزايدة للتمويل هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن ما تقوم به المؤسسات المالية التقليدية من تطوير

<sup>62</sup> محمد أبو زهرة. الملكية و النظرية العقد في الشريعة الاسلامية. دار الفكر العربي. القاهرة. ص232.

مستمر لصيغ وطرق وأساليب التمويل بشكل قد يغري حتى المسلم إلى اللجوء إليها خاصة في حالة عدم وجود بدائل، وأهمية الهندسة المالية الإسلامية هنا كذلك تكون طبعا في إيجاد تلك البدائل<sup>63</sup>

### 4.3 الإستحسان والإستصلاح :

الإستحسان هو باب لحرية التعاقد، ويروى عن الإمام مالك أنه قال : الإستحسان تسعة أعشار العلم." والإستحسان هو ما يستحسنه المجتهد بعقله من غير أن يوجد نص يعارضه أو يثبت، بل يرجع فيه إلى الأصل العام، وهو جريان المصالح التي يقرها الشرع، وقال البعض أن الإستحسان هو أن يعدل المجتهد عن أن يحكم في المسألة بمثل ما حكم به في نظائرها، إلى غيره، وذلك لدليل أقوى يقتضي العدول عن الدليل الأول المثبت لحكم هذه النظائر ، أما المصالح المرسله أو الإستصلاح، فهو أوسع شمولاً. ومعنى المصالح المرسله الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها أو إعتبارها .

### 5.3 التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:

الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين، لأن النبي (ص) نهى عن بيعتين في بيعة، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي، وبإختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتهما بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة، وفي هذه الحالة يكون الحكم تابعا لحكم البيعة الثالثة، فإن كانت أي البيعة الثالثة ممنوعة شرعا كانت البيعتان كذلك، وإن كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعا لم يكن هناك حاجة للبيعتين، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشر وهذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي، وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الإقتصادية للمعاملات المالية.

## ثانيا: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ، أهدافها و أهم خصائصها

### 1. أهمية الهندسة المالية الإسلامية

تكمن أهمية الهندسة المالية الإسلامية بإعتبار أن الهندسة المالية والإبتكار أصبحا من الأساليب التي تعتمد عليها المؤسسات المالية الإسلامية، كذلك تبرز أهميتها لكونها تبحث عن حلول مالية إسلامية وفق

<sup>63</sup> نفس المرجع. ص243.



قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبي احتياجات التمويل بصورة كفوة إقتصاديا يظل مرتبطا بعدم إعتراضه لهذه القواعد.

فضلا عن ذلك، فإن تطور التعاملات المالية في الوقت الحالي وتزايد المخاطر المحيطة بها، وتغير الأنظمة المالية، جعل الإحتياجات الإقتصادية معقدة متشعبة، وهو ما إستدعى البحث عن حلول ملائمة لها فظهرت الصناعة المالية الإسلامية كأسلوب ناجع وفعال.

فضلا عما سبق، تظهر أهمية الصناعة المالية الإسلامية من خلال سعيها المستمر إلى تنويع مصادر الربحية للمؤسسة المالية، وتجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو، محاولة تقليل مخاطر الإستثمار بتنويع صيغه وقطاعاته، والعمل على التطوير المستمر للمنتجات المالية.

## 2. أهداف الهندسة المالية الإسلامية

إلى جانب ذلك، تسعى الصناعة المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة الأهداف التالية:

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية والتي تتماز بالمصادقية الشرعية؛
- تحقيق الكفاءة الإقتصادية من خلال توسيع الفرص الإستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وأيضا تخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسة؛
- تنويع عوائد المستثمرين وتنويع مصادر تحقيق الأرباح؛
- المساهمة في إنعاش الإقتصاد 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 لمشاكل التمويل وتقليل مخاطر الإستثمار.

### 3. خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تهدف الهندسة المالية الإسلامية كما التقليدية إلى خلق منتجات جديدة أو تحسين المنتجات القائمة، غير أن الهندسة المالية الإسلامية تنفرد بخاصيتين يمكن اعتبارهما من القيود التي تضبط عمليات الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية، ندرجها فيما يلي<sup>64</sup>:

- **المصادقية الشرعية** هي الأساس في كونها إسلامية، وتعني أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع، 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 ابتداء 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.

- **الكفاءة الاقتصادية**: إن المقصود من الكفاءة الاقتصادية هو تلبية احتياجات المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة، فتسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة والتقدم التقني في عالم الاتصالات والمعلومات، يتطلب تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل حد ممكن. وحتى يحقق المنتج الإسلامي جانب الكفاءة الاقتصادية، يتوجب على المهندس المالي دراسة الاحتياجات التمويلية والاستثمارية بدقة؛ وهو الأمر الذي من شأنه أن يربط بين الاحتياج الحقيقي والتمويل النقدي، ليؤدي في النهاية إلى الوصول إلى تشكيلة متنوعة من المنتجات التي تتيح إمكانية تلبية مختلف الرغبات وبالتالي حل المشكلات التمويلية من القيود والالتزامات.

### ثالثاً: أهم منتجات الهندسة 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:

#### 1. التمويل بالمشاركة<sup>65</sup>:

**1.1 تعريف المشاركة:** يعتبر من أهم أساليب التمويل الاستثماري في البنوك الإسلامية، إذ يعد البديل الإسلامي عن الفائدة المصرفية الربوية، و تعرف المشاركة بأنها اتفاق بين طرفين (البنك و العميل) على العمل في مشروع بهدف تحقيق الربح عن طريق المساهمة في رأسمال المشروع و ادارته، فالتمويل

<sup>64</sup> سامي سويلم. صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي. مركز البحث. شركة الراجحي المصرفية للاستثمار. السعودية.

2004. ص 17.

<sup>65</sup> عبد القادر حيرش. مطبوعة الهندسة المالية. موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم السبيل. تخصص: مالية البنوك و التأمينات.

2018/2017. ص 105.

بالمشاركة لا يقوم على أخذ فائدة ثابتة و محددة مسبقاً، بل يتم الحصول على العائد المتوقع مستقبلاً من النشاط الممول.

**2.1 أنواع المشاركة:** استقر التعامل في البنوك الإسلامية على شكلين أساسيين للمشاركة، وهي إما مشاركة ثابتة، أو متناقصة منتهية بالتملك كما يلي:

**المشاركة الثابتة (الدائمة):** وهي التي يدخل فيها البنك كشريك مع المتعامل، في رأس مال عملية تجارية أو صناعية محددة يقترحها المتعامل فيصبح الطرفان شريكين في ملكيتها وتسييرها والرقابة عليها، وتحمل التزاماتها وخسائرها، واقتسام أرباحها، وكل ذلك حسب الضوابط المتفق عليها، والمقصود بكونها ثابتة، هو استمرارية وجود كل طرف يحتفظ بحصصه ثابتة في رأس مال المشروع حتى يتم إنجازه وتصفى الشركة.

**المشاركة المنتهية بالتملك المتناقصة:** كما هي في عصرنا الحاضر تنشأ غالباً بين بنك وشخص طبيعي أو اعتباري يمنح فيها الحق لأحد الشريكين بتملك حصة الشريك الآخر إما دفعة واحدة، أو بالتدريج على مراحل أو دفعات، بمقتضى شروط متفق عليها، وبحسب طبيعة العملية أو المشروع، حيث يقوم الشريك بشراء حصة البنك بعد مدة معينة.

**3.1 شروط المشاركة** تقوم المشاركة على عدة شروط نذكرها كالاتي<sup>66</sup>:

- أن يكون رأس المال نقدياً ؛
- أن يكون رأس المال معلوماً وموجوداً بالاتفاق؛
- أن يتم توزيع الأرباح بالنسب المتفق عليها؛
- توزيع الخسائر بنسبة مساهمة كل طرف في رأس المال، ولا يجوز الاتفاق على غير ذلك؛
- أن يكون الربح موزعاً بين المتشاركين بحصة شائعة منه في الجملة، لا مبلغاً مقطوعاً؛
- ألا يضمن أحد من الشركاء مال الشركة أو حصة الشريك أو الشركاء الآخرين من رأس مال، فلا يضمن الشريك رأس المال إلا إذا تعدى أو قصر؛
- ليس للشريك التبرع بمال الشركة أو الإقراض أو الهبة أو الإعارة؛

## **2. التمويل بالمضاربة:**

**1.2 تعريف المضاربة:** يمكن تعريف المضاربة على أنها اتفاق بين طرفين يبذل أحدهما فيه ماله ويبذل الآخر جهده ونشاطه وما يستطيع من وسائل الاستثمار في هذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، فإذا ربحته الشركة كان الربح بينهما أنصافاً أو أثلاثاً أو أرباعاً على حسب

<sup>66</sup> نفس المرجع.106.

الشرط، وإذا لم تريح لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله، وضاع على العامل كده وما بذله من جهد في العمل، أما إذا خسرت الشركة فإن هذه الخسارة تكون على صاحب المال، ولا يتحمل العامل منها شيئاً مادام لم يخن ولم يفرط، وكان نصيبه في الخسارة هو ضياع جهده طوال مدة العمل في رأس المال. تطبق المضاربة في البنوك الإسلامية على أربعة مراحل:

**المرحلة الأولى:** فيما يتم تجميع مدخرات أصحاب رؤوس الأموال بصورة انفرادية لدى البنك، فيبرم البنك معهم عقداً يتم بمقتضاه تحديد مدة المضاربة وكيفية توزيع الأرباح وشروطها، وكل ما يتعلق بعقد المضاربة من أحكام.

**المرحلة الثانية:** يقوم البنك خلالها بدراسة فرص الاستثمار المتاحة، وتقييم المشروعات الإنتاجية المتاحة للتمويل، وتحديد مدى توافقها مع أولويات الاستثمار الإسلامي، كما يقوم البنك بتقييم إمكانيات الربح واحتمالات الخسارة.

**المرحلة الثالثة:** وفيما تسلم الأموال إلى المستثمرين كل على حدي، مع تحديد شروط المضاربة معهم.

**المرحلة الرابعة:** وهي المرحلة النهائية حيث تحتسب الأرباح ويعاد رأس المال، فيحصل أصحاب رؤوس الأموال على العائد المحدد في العقد عند استحقاق الأجل، وقد يتم الاتفاق في أغلب الأحيان على عدم تحديد أجل للمضاربة، ويتفق على استحقاق الأرباح دورياً بحسب مقتضيات المصلحة وطول مدة المضاربة، أما المستثمرين فإنهم يحصلون على حصتهم من الربح بناء على الاتفاق المبرم مع البنك،

## 2.2 أنواع المضاربة: المضاربة نوعان:

**المضاربة المطلقة (تفويض غير محدود):** وهي أن تدفع المال مضاربة من غير تعيين المكان والزمان. وصفة العمل،: فالمضاربة المطلقة يكون للمضارب فيها حرية التصرف، كيفما شاء دون الرجوع لرب المال إلا عند نهاية المضاربة.

**المضاربة المقيدة (تفويض محدود):** وهي التي يشترط فيها رب المال على المضارب بعض الشروط لضمان ماله، حيث يكون فيه تقييدات نوعية وزمانية ومكانية.

## 3. التمويل بالمرايحة:

تعد صيغة المراجعة أكثر الصيغ تطبيقاً في البنوك الإسلامية بصورة تكاد تغطي عمليات التوظيف والاستثمار في تلك البنوك.

**1.3 تعريف المربحة:** المربحة هي أحد أهم أشكال البيوع التي تبني على البيع يمثل الثمن الأول مع زيادة ربح يتفق عليه الطرفان بشرط أن يكون معلوما لهما<sup>67</sup>.

بالتالي المربحة عبارة عن عقد بيع، يشترط فيه أن تتحقق أركان العقد المعروفة في الفقه الإسلامي وهي:

الإيجاب والقبول • أطراف العقد؛ يشترط في هذا الركن مثلا توافر الأهلية في أطراف العقد؛ والمتعاقد عليه؛ يشترط في هذا الركن مثلا خلو المتعاقد عليه من الجهالة

كما يشترط في المربحة ما يشترط في البيوع بصفة عامة، ولكنها تختص ببعض الشروط والتي أهمها:

- علم المشتري بالثمن الأول للسلعة بما في ذلك المصروفات المعتبرة التي تحملها البنك لشراء هذه السلعة الغير محرمة شرعا (شرعية المبيع)

- علم المشتري بالربح المضاف إلى الثمن الأول لاعتباره جزءا من الثمن.

- أن ينص في العقد على عناصر منفصلة ممثلة في ثمن الشراء الأول، ومصروفات الشراء (إن وجدت)، والربح المتفق عليه، ولا يذكر الثمن مجملا

- صحة العقد الأول والذي بموجبه اشترى البنك السلعة، فإن كان فاسدا لم يجز البيع، لأن ما بني على فاسد فهو فاسد أيضا.

### **2.3 الخطوات العملية في بيع المربحة للآمر بالشراء توجز كما يلي:**

1. أن يحدد المشتري السلعة التي يريدتها ومواصفاتها، ويطلب من البائع أن يحدد ثمنها؛
  2. يرسل البائع إلى البنك الإسلامي فاتورة عرض أسعار محددة بوقت معين؛
  3. يعد المشتري البنك الإسلامي بشراء السلعة إذا اشتراها
  4. يدرس البنك الإسلامي الطلب، ويحدد الشروط والضمانات من كفالة وغيرها؛
  5. يقوم البنك الإسلامي بشراء السلعة من البائع ويدفع ثمنها إليه نقدا، ويرسل موظفا ليستلم السلعة وبذلك تدخل في ملكه؛
  6. يوقع المشتري عقد بيع مربحة مع البنك الإسلامي على شراء السلعة ودفع ثمنها بحسب الاتفاق، ويستلم السلعة
- هذا البيع يجب أن تتوافر شروطه التي تمنع من الوقوع فيما هو محظور شرعا، ويجب التدقيق الشديد في مراحل التنفيذ كي لا يتحول حيلة شرعية، إذ تعتبر صيغة المربحة-في إطار ضوابطها الشرعية

<sup>67</sup> ناصر سليمان. محسن عواطف. مرجع سبق ذكره. ص128

السليمة- صيغة متميزة ذات أهمية متميزة لإتمام بعض العمليات التمويلية التي تقوم بها البنوك الإسلامية.

#### 4.صكوك الإجارة

هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة في الذمة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، كما عرفت بأنها " أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تخول مالكيها حقوقا وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته".

ويعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأن الغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية. وعلى ذلك عرفت بأنها "سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل".

ومن التعريفات السابقة نستنتج ما يلي :

- أن صكوك الإجارة أوراق مالية متساوية القيمة فهي بذلك تشبه الأسهم والسندات لكنها تختلف عن السندات والأسهم في موضوع هذه القيمة، فهي متعلقة بملكية أعيان أو منافع في صكوك الإجارة في حين هي قيمة نقدية تمثل قرضا في السندات وهي نقدية وعينية في الأسهم.

- صكوك الإجارة محددة المدة وهي مدة عقد الإجارة، وهي بذلك تتفق مع السندات وتختلف مع الأسهم.

من التعريف الأول فإن عائد صكوك الإجارة قد يمثل الأجرة كما قد يكون خدمة أو منفعة وهذا حسب طبيعة أو نوع صكوك الإجارة، فتنوع العائد يعطي صكوك الإجارة مزايا عن الأوراق المالية التقليدية وباقي أنواع الصكوك الإسلامية.

ووفقا للقاعدة المالية الشرعية "الغنم بالغرم" فإن لحامل صكوك الإجارة مسؤوليات بمقدار ملكيته، و هذا ما يجعلها تختلف عن السندات.

#### 5.المزراعة:

هي تقديم عنصر الأرض والبذر المحدد لمالك معين إلى عامل(المزارع) ليقوم بالعمل والإنتاج، مقابل نصيب مما يخرج من الأرض (الإنتاج) وفق نسبة لكل منهما.

## 6. المساقاة:

هي تقديم الثروة النباتية (الزرع والأشجار المثمرة) المحددة لمالك معين إلى عامل ليقوم باستغلالها وتميئتها (الري أو السقي والرعاية) على أساس أن يوزع الناتج في الثمار بينهما بحصة نسبة متفق عليها.

## 7. المغارسة:

هي تقديم الأرض المحددة لمالك معين إلى طرف ثان ليقوم بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما، ويكون الشجر والإنتاج بينهما،

## رابعاً: المشتقات المالية الإسلامية

إن تكوين وإدارة محافظ المشتقات المالية يحتاج إلى مهارة وحذق كبيرين في فن إدارة المخاطر، وعلى الرغم من المكاسب التي قد تحققها هذه الأدوات الجديدة والتغطية والحماية من احتمالات التعرض لتقلبات غير مواتية في أسعار سوق الأوراق المالية، إلا أنها قد تترتب عليها خسائر جراء توقعات مستقبلية خاطئة، قد تعرقل عمل المؤسسات المالية التي تستخدم هذه الأدوات.

فيما يلي سنتناول الحكم الشرعي والتكييف الفقهي للمشتقات المالية في إطار الهندسة المالية الإسلامية

## 1. عقود الخيارات وتكييفها الفقهي

تم تكييف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي<sup>68</sup>:

**خيار الشرط:** حيث يدخل الشخص في العقد اللازم لأحد صيغ البيع أو الإجارة أو الاستصناع، ويشترط حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة، الأمر الذي يتيح له فرصة التحوط في الحصول على سلعة يأمل في الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح، لأن ذلك يسقط الخيار جزءاً من ثمن السلعة، يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه.

**بيع العربون** يعتبر بيع العربون جزءاً من ثمن السلعة يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه لسلعته، حيث يتضمن الثمن قيمة العربون في العقد في حالة التنفيذ، ويكون حقاً للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ، ويختلف بيع العربون عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الاستفادة من فروق أسعار الأصل المالي، بل من أجل شراء أصل في حد ذاته والانتفاع به على الرغم من أنه إذا أثبت له أن الأصل أمضى الشراء، وإلا فإنه يخسر العربون.

<sup>68</sup> عبد القادر حيرش. مرجع سبق ذكره. ص-ص 109-110

## 2. عقود المستقبلات في إطار عقد الاستصناع

تعتبر المستقبلات من بين العقود التي يتم فيها تسليم البديلين في وقت لاحق، ولقد إتفق الفقهاء على عدم جواز التعامل بالمستقبلات وذلك لأسباب الآتية:

- يعتبر تأجيل تسليم الثمن والمثل من بيع الدين بالدين المجمع تحريمه؛
- تشتمل العقود المستقبلية على الربا المتفق على تحريمه، وهذا في حالة العقود على الذهب والفضة التي يشترط فيها التقابض، وإلا وقع المتعاقدان في ربا النسيئة؛ تنتهي هذه العقود بالتسويات النقدية، ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطا في العقد، من باب القمار معناه إذا كانت التسوية غير مشروطة، الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر. وقد كلفت العقود المستقبلية على أساس عقد الاستصناع الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والبيع في مجلس العقد، وبخاصة في الحالات التي يكون فيها محل الاستصناع مرتفع القيمة، بحيث يمكن حتى للمشتري القيام بتمويل المصانع من خلال دفعات محددة لآجال معينة كما اشترط أن تكون السلعة موصوفة وصفا دقيقا كما ونوعا على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة.

## 3. العقود الآجلة في إطار السلم:

إذا كانت السلع طيبة مباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبلات في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقد السلم الجائزة شرعا، حيث أن هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه التسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإن العقود الآجلة تختلف عن عقد السلم في عدة أمور :

- المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه؛
- إن رأس المال في العقود الآجلة والمستقبلات، لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه، لأن البديلين فيه مؤجلان؛
- أنه لا غرض للبائع والمشتري في العقود الآجلة والمستقبلات بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

## خامساً: التوريق الاسلامي (التصكيك)

التصكيك عموما عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها على المستثمرين. اما التعريف الذي قرره المجمع الفقه الإسلامي هو إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا. وكذلك التعريف عند هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات



المالية الإسلامية فهو وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

تبين أن الفرق بين الصكوك في مفهومه التقليدي والإسلامي هو ضرورة وجود الأصول المشروعة التي تقوم عليها عملية التوريق التي تدر دخلاً، وثانياً ملكية هذه الأصول لجماعة المستثمرين حسب حصصهم، و يمكن تلخيص أهم الفروقات بين التوريق التقليدي والتورق الإسلامي في الجدول التالي:

التوريق المصرفي التقليدي	التوريق المصرفي الإسلامي
- توريق القروض المدرة للفوائد.	- تورق الأصول المدرة للدخل.
- توريق الديون.	- تورق الأصول العينية الحقيقية.
- التدفقات تكون على أساس تغيرات الفائدة.	- التدفقات على أساس الأرباح المحققة.
- إصدار أوراق مالية تتوافق والمعايير والقوانين الوضعية.	- إصدار أوراق مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- تحمل المخاطر للمستثمرين.	- تحكم الضوابط الأخلاقية عمليات التورق حيث المشاركة في المخاطر والمكاسب.
- يساهم في نمو الاقتصاد المالي.	- يساهم في نمو الاقتصاد الحقيقي.

### سادساً: إستراتيجية الصناعة المالية الإسلامية

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بصفة القدرة على التحوط من المخاطر، بإعتبار أنها تعتمد على أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وتختلف الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية في جوهرها، فكل منها مبادئ وأسس وآليات مختلفة تماماً، ومن أجل ذلك تسعى الهندسة 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، وذلك لضمان الكفاءة الإقتصادية للمنتجات المالية، كما تتطلب وضع أسس واضحة لهندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة 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 بالإستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على إستكمال المنظومة المعرفية للهندسة المالية الإسلامية.

ومن أجل ذلك، تسعى المؤسسات المالية الإسلامية جاهدة إلى رسم إستراتيجية علمية وعملية لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، يمكن توضيحها فيما يلي:

- 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 والإبتكار.

## قائمة المراجع:

### 1. الكتب:

- بن علي بلعزوز. عبد الكريم قندوز. عبد الرزاق جبار. إدارة المخاطر للمشتقات المالية. ط1. دار الورق للنشر. الأردن. 2013.
- حمد فواز الدليمي. إدارة الأزمات الدولية المالية و الاقتصادية. دار جليس الزمان. عمان. 2011.
- سامي سويلم. صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي. مركز البحث. شركة الراجحي المصرفية للاستثمار. السعودية. 2004
- عبد الكريم قندوز. الخيارات. المستقبلات و المشتقات المالية الأخرى. دار النشر E kutub ltd . لندن. 2017 ص34.
- مبارك بن سليمان آل فواز. الاواق المالية من منظور إسلامي. مركز النشر العلمي. السعودية. 2010.
- محمد أبو زهرة. الملكية و النظرية العقد في الشريعة الاسلامية. دار الفكر العربي. القاهرة.
- محمد مطر فايز. إدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر. عمان. 2005. ص-ص 81-83-
- شقيري نوري موسى و آخرون. إدارة الاستثمار. دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. ط2. 2016.
- هاشم فوزي دباس العبادي. الهندسة المالية و ادواتها بالتركيز على الخيارات المالية. مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع. عمان. 2008
- أحمد هني. العملة و النقود. ط2. ديوان المطبوعات الجامعية. 2006. ص88.
- ايمن الشنطي و عامر شقر. الإدارة المالية و التحليل المالي. دار البداية. عمان. ط1. 2005.
- طاهر محسن منصور الغالبي. وائل محمد صبحي ادريس. الإدارة الاستراتيجية، منظور منهجي متكامل. دار وائل للنشر. عمان. 2007
- محمد الشريف بن زاوي. حوكمة الشركات و الهندسة المالية. دار الفكر الجامعي. مصر. 2016
- مداح عرابي الحجاج. إدارة الاعمال الاستراتيجية. ديوان المطبوعات الجامعية. 2015
- منير إبراهيم هندي. الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات". دار المعارف. مصر. 1999
- منير إبراهيم هندي. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. توزيع منشأة المعارف. الإسكندرية. 1998.
- ناصر دادي عدون. تقنيات مراقبة التسيير التحليل المالي الإدارة المالية. دار المحمدية العامة. الجزائر. 1999

- هاشم فوزي دباس العبادي. الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية. مؤسسة الورق للنشر و التوزيع. ط1. الأردن. 2008
- لياس بن ساسي. يوسف قريشي. التسيير المالي (الإدارة المالية). ج1. دار وائل للنشر. عمان. 2011.
- Abdelhamid Boudjelal et autre. EL Manar. Dictionnaire de la langue francaise. Dar el ouloun. Annaba. 2001
- Chaplain gérard. Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise. Edition EMS. Paris. 2004
- Marshall,J and Bansal,V; Financial Engineering. New york institute of finance. 1992.
- Robert W.Kolb. Jame A Overdahl. Financial derivatives. 3edition. Wiley finance. Canada. 2003

## 2. الأطروحات و الرسائل الجامعية:

- أوكيل نسيمية. الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها- مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا- رسالة لنيل درجة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية. الجزائر. 2008/2007
- روقية بلقصور. مدى إمكانية مواكبة الهندسة المالية الإسلامية للابداعات المالية العالمية بالتطبيق على البنوك الإسلامية. أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية. جامعة الجزائر 3. 2018/2017.

## 3. المجلات

- خير الدين مجدوب بوزرب. أبو بكر الشريف خوالد. التوريق المصرفي و دوره في حدوث الأزمات المالية العالمية 2008. العدد 51. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية للجامعة. العراق. 2017.
- رانيا عامر. الأزمات المالية العالمية. ص-ص 116-119. المجلة الاجتماعية القومية. مجلد 51. العدد 3. سبتمبر 2014
- روابح عبد الرحمن. الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية - أزمة الرهن العقاري-. مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية. دراسات اقتصادية. عدد 24. جامعة زيان عاشور. الجلفة
- سعد سلمان عواد. وسن يحي احمد. تأثير صياغة المعايير المحاسبية في الإبلاغ عن نتائج الأزمات المالية في البيئة العراقية. مجلة الإدارة و الاقتصاد. العدد 42. 2019

<sup>1</sup> لخضر مرغاد. الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة على تجارب بعض الدول. مجلة العلوم الإنسانية العدد 29. كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير. جامعة محمد خيضر. بسكرة. الجزائر.

- أبو ذر محمد الجلي. الهندسة المالية الأسس العامة و الأبعاد للتمويل الإسلامي. مجلة المقتصد. العدد 17. 2005

- جيلالي قالون. عمليات الاندماج و الاستحواذ و دورها في تحقيق ميزة تنافسية و زيادة القيمة للمساهمين - مقارنة نظرية. امجلد 2. العدد 3. مجلة التكامل الاقتصادي. جامعة احمد دارية. أدرار. 2014.

- رانية كوثر رابحي. إبراهيم بومزايد. مقاربات و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. المجلد السادس. العدد 10. مجلة الباحث الاقتصادي. جامعة سكيكدة.

- عبد الصمد سعودي. مسعودة بن لخضر. أهمية الابتكار المالي و منتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية. مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة. العدد 2. جامعة الشهيد حمة لخضر. الوادي. 2017

- عبد الكريم احمد قندوز. الهندسة المالية الإسلامية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي. مجلد 20. العدد 2. المملكة العربية السعودية. 2007

- عمر قرية. دور التشخيص الاقتصادي و المالي في ابراز نقاط القوة و الضعف في المؤسسة الاقتصادية. المجلد 4. العدد 1. مجلة الدراسات. جامعة الأغواط. 2013.

- منيرة بباس. التوريق بين الواقع العملي و التكيف الشرعي - دراسة حالة ماليزيا. المجلد 4. العدد 1. مجلة البحوث الاقتصادية و المالية. جامعة ام البواقي. 2017.

#### 4. المطبوعات الجامعية

- نعيمة العربي. الهندسة المالية. مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة . قسم علوم التسيير و العلوم التجارية. 2020/2019

- دردوري لحسن. مطبوعة التشخيص المالي. جامعة محمد خيضر بسكرة. 2015/2014

- رابح أمين المانسبع. مطبوعة دروس في الهندسة المالية. مقدمة لطلبة السنة أولى ماستر. علوم تجارية. تخصص مالية المؤسسة. 2022/2021

- عبد القادر حيرش. مطبوعة الهندسة المالية . موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم السير. تخصص: مالية البنوك و التأمينات. 2018/2017

- مسعود مجبونة. الهندسة المالية. محاضرات في الهندسة المالية. مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر. تخصص إدارة مالية. قسم علوم التسيير. كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير. جامعة الجزائر 3. 2019/2018.

- وليد مرغني. محاضرات في مقياس تشخيص المؤسسة. السنة الأولى ماستر. تخصص اقتصاد و تسيير المؤسسة جامعة الشهيد حمة لخضر. الوادي. 2018/2017.

## 5. الملتقيات و المؤتمرات

- عبد الكريم احمد قندوز. الهندسة المالية و اضطراب النظام المالي العالمي. ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي. جامعة الكويت. الكويت. 15-16 ديسمبر 2010

- الطاهر هارون. نادية العقون. الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها ، آليات انتشارها و الآثار المترتبة عنها. ورقة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول أزمة النظام المصرفي الدولي بديل البنوك الإسلامية. جامعة باتنة. يومي 05-06 ماي 2009

- فتيحة إسماعيل محمد مشعل. التوريق و علاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة رؤية فقهية. مداخلة مقدمة لمؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية العالمية. جامعة المنصورة. مصر 1 و 2 افريل 2009

- قدي عبد المجيد. الجوزي جميلة. الأزمة المالية الراهنة و تداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة - حالة الجزائر - مداخلة ضمن الملتقى الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا. الجزائر. 8/9 ديسمبر 2009

- محمود فهد مهيدات. المضاربة الوهمية و دورها في الأزمات - عقود الخيارات. ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمات المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي. جامعة العلوم السياسية. الأردن. 1-2 ديسمبر. 2010

- موسى عبد العظيم. الاندماج و الاستحواذ. الاضطراب المالي العالمي و الفرص الجديدة. بحوث استثمار. شركة الراجحي للخدمات المالية. السعودية. 2008

- هوارى سويسى. محمد امين كماسي. إشكالية تقييم المؤسسة مع الإشارة لحالة الجزائر. ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الوطني الأول حول إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية. جامعة سكيكدة. 12/13 ديسمبر 2005.