



جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية

تخصص: محاسبة و مالية

قسم: محاسبة و مالية

مطبوعة في مقاييس:

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	- تعريف التشخيص:.....
21	- أهمية وأهداف التشخيص:.....
22	ثانياً: أنواع التشخيص
22	1. التشخيص الإستراتيجي:.....
24	2. التشخيص البشري
25	3. التشخيص القانوني والجباي:.....
26	4. التشخيص المالي:.....
31	ثالثاً: الأطراف المعنية بعملية التشخيص
31	رابعاً : تقييم المؤسسة
32	- 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. مقاربة بالذمة المالية:
36	2. مقاربة 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 اهم 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 ..

4. عقود المبادرات.....	66
المحور الخامس: تقييم التقارب والإستيلاء وإعادة الهيكلة.....	71
أولاً: الاندماج(التقارب)	71
1. تعريف عمليات الاندماج:.....	71
2. أنواع الاندماج.....	72
3. الإجراءات المرحلية لعملية الاندماج.....	72
4. إيجابيات و سلبيات الاندماج	73
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	74
2. أصناف الاستحواذ:.....	75
3. إيجابيات و سلبيات الاستحواذ.....	75
ثالثاً: العرض العمومي	77
1. عرض عمومي للشراء.....	77
2. عرض عمومي للمبادلة	77
3. عرض عمومي للإنسحاب.....	78
المحور السادس: الهندسة المالية و الأزمات.....	79
أولاً: مفهوم الأزمة المالية، مؤشراتها، أسبابها و أنواعها	79
1. تعريف الأزمة و الأزمة المالية.....	79
2. مؤشرات الأزمات المالية:.....	80
3. أسباب الأزمات المالية.....	81
4. أنواع الأزمات المالية	82
5. قنوات انتشار الأزمات	83
ثانياً: أهم الأزمات المالية.....	85
1 - أزمة الكساد الكبير 1929	85

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	المحور السابع: الهندسة المالية الإسلامية.....
94	أولاً: تعريف الهندسة المالية الإسلامية مبادئها وأهم أسسها
94	1. تعريف الهندسة المالية:
95	2. مبادئ المصادر الإسلامية
95	3. أسس الهندسة المالية الإسلامية.....
97	ثانياً: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ، أهدافها و أهم خصائصها.....
97	1. أهمية الهندسة المالية الاسلامية
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 بالمرابحة:
103.....	4. صكوك الإجارة.....
103.....	5.المزارعة:.....
104.....	6. المساقاة:
104.....	7. المغارسة:

104.....	رابعاً: المشتقات المالية الإسلامية
104.....	1. عقود الخيارات و تكييفها الفقهي
105.....	2. عقود المستقبليات في إطار عقد الاستصناع
105.....	3. العقود الآجلة في إطار السلم:.....
105.....	خامساً: التوريق الإسلامي (التصكيم).....
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. ويرجع ذلك إلى التحول في نمط التفكير المالي لدى المؤسسات المصرافية والاستثمارية، في ظل بروز أسواق مالية ناشئة وتوسيع المراكز المالية العالمية، مما استدعت 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 المتعددة، التي تندرج ضمن إطار الهندسة المالية الحديثة. وفي ظل تصاعد درجة المخاطر في الأسواق وتقلباتها المتزايدة، ظهرت الحاجة إلى أدوات تمويلية توافق هذه المستجدات وتنقادى 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. وتعُد 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 سبولتها بكفاءة ومرنة. كما أن توافر أدوات مالية متلائمة مع المتغيرات الاقتصادية المعاصرة يُعد أمراً 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 مصممة خصيصاً لهذا الغرض.

• وقد تم تقديم هذه المطبوعة في سبعة محاور تشمل الجوانب الأساسية لهذا المقياس قسمت كالتالي:

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 الإسلامية

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 بذاته 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 بالأكاديميين¹، 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 الاقتصادي 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 ذكر منها:

- **الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:** فقد ظهرت الحاجة لوجود وسائل وسائل تمويلية جديدة مختلفة من حيث التصميم و تواريخ الاستحقاق لاشياع رغبات المستثمرين و المشاركين في أسواق المال عموماً²
- توسيع 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 الحاجز الزمانية و المكانية، و نظراً لأن هناك احتياجات تمويلية مختلفة في أجزاء العالم كلها، فقد أصبح من السهل تصميم احتياجات و مقابلتها بالاعتماد على قاعدة

¹ عبد الصمد سعودي. مسعودة بن لخضر. أهمية الابتكار المالي و منتجات الهندسة المالية في تشيط الأسواق المالية. مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة. العدد 2. جامعة الشهيد حمة لخضر. الوادي. 2017 ص 122.

² منير إبراهيم هندي. الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقفات". دار المعرفة. مصر. 1999. ص 16.

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

- ظهر 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، وهذا المعنى (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسيع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموما 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 ابتكرأسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة و بالتالي ابتكر الأهم و السندات ذات الفوائد المتغيرة

- انهيار اتفاقية بروتون ووذ: ادى 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 المؤسساتيين: و هم كبار المساهمين الذين يهيمنون على المؤسسات و الشركات بفرض قراراتهم على الشركة من خلال محاولتهم تقليص التكاليف باللجوء إلى تقنيات و سبل جديدة لتمويل أنشطتهم

- التشريعات مصدر للالهام: حيث يظهر الابتكار المالي كرد فعل للتشريعات و القيود القانونية و الضريبية خاصةً.

- مساهمات البحث العلمي ومن خلال التحليل الدقيق لمفهوم النظرية المالية نستقرئ العديد من أعمال منظري هذه النظرية أمثل (Markowitz, 1952) الذي وضع أساسا 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 تقديم تلك النظرية، حيث مكن الحاسوب من تجميع وحفظ وتحليل البيانات بطريقة سهلة منذ 1990، كما أسهمت المعاهد في عملية تحليل الأسواق المالية وتزويد المستثمرين والمستخدمين بكافة البيانات المطلوبة.⁴.

بالإضافة للعوامل السابقة هناك هوامل خاصة بالأسواق المالية ذكر منها:

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

³ أبو ذر محمد الجلي. الهندسة المالية الأسس العامة و الأبعاد للتمويل الإسلامي. مجلة المقتضى. العدد 17. 2005 ص.2.

⁴ هاشم فوزي دباس العبادي. الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية. مؤسسة الورق للنشر و التوزيع. ط.1. الأردن. 2008. ص.28.

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

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

4. تعدد و تنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتنوع أدوات الاستثمار.⁵

لقد أدت كل العوامل السابقة الذكر و غيرها إلى تطور الهندسة المالية و التي لا تزال تتتطور إلى يومنا هذا، فالهندسة المالية عند مطلع القرن 21 تختلف اختلافاً كبيراً 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 التضخمى التي انفجرت خلال عقد السبعينيات من القرن الماضي، كانت مصادر التمويل الداخلية والخارجية تمثل في عدد محدود من أدوات التمويل، وهي عبارة عن القروض بجميع أنواعها الداخلية والخارجية و الإصدارات التي كانت تمثل في الأسهم والسندات وبعض مشتقاتها، أي تقريباً في السهم العادي، السهم الممتاز، السهم القابل للتحويل إلى سند نفس الشيء بالنسبة للسند، ورؤوس الأموال الخاصة. كما أن المخاطر كانت قليلة تمثل أساساً في التوقف عن الدفع بسبب انعدام السيولة. كما كانت المخاطر نادرة نسبياً بالمقارنة مع مخاطر الفترة الراهنة، بسبب كون أسعار الصرف كانت ثابتة وتغييرها كان مشروطاً بمعرفة 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 نسبياً قليلاً جداً مقارنة بها الآن.

و في سياق موجة العولمة المالية الراهنة والثورة التكنولوجية المزدوجة، فإن وظيفة الهندسة المالية أصبحت تكتسي أهمية بالغة جداً، خاصة في اقتصاد منفتح ومندمج بدرجة عالية في الاقتصاد العالمي .

ثانياً: تعريف الهندسة المالية و أهم عملياتها

يندرج مفهوم الهندسة المالية ضمن ميدان واسع جداً لا وهو الميدان المالي، أي ميدان مالية المؤسسة وميدان مالية السوق، وعليه فإنه هناك مقاربات في معالجة هذه المادة وذلك كما يلي⁶:

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

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

⁶ 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. ص.3.

المستقبليات، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندس المالي من فهم أفضل للسوق المالية ، و بالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق.

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

و على الرغم من اختلاف زاوية نظر المقاربتين إلا أن هناك نوع من التوفيق بينهما، حيث يهتم كلاهما بادارة 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 التعريف بأنها مبتعدة عن بعضها البعض وهذا بسب اتساع حقلها وصعوبية تحديده تحديدا دقيقا. فهي لا تقتصر على الجانب المالي فقط بل تتناوله في علاقته بالنظام الضريبي والمنظومة القانونية، كما أن التعريف تختلف حسب المقاربتين الأنجلوسكسونية والأوروبية السابقتين الذكر، ومن أهم التعريف المتعلقة بالهندسة المالية ذكر :

- الهندسة المالية تعبر عن قدرة المختصين ليس فقط على ابتكار تقنيات مالية متقدمة وتصور ترتيبات مالية جد مركبة بل ووضعها حيز التنفيذ من أجل الاستجابة لاحتياجات الأعوان الاقتصاديين وإيجاد حلول خلقة 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 التمويل⁷، 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 أصلية من شأنها تخفيض كلفة التمويل؛
 - حلول خلقة للمشاكل المالية التي تعرفها المؤسسة، مثل مشاكل الديون والخزينة.

⁷ 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 وضرебية 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 تناح لتخفيض العبء الضريبي بطريقة قانونية.
- تعرف الهندسة المالية بأنها تخصص في مالية المؤسسة وهي ترافق المؤسسة الاقتصادية و تعالج عدداً من المشاكل التي ت تعرض المؤسسة الاقتصادية في تطورها، مثل: الاندراجه في البورصة، إعادة التمركز في النشاط والتخلّي عن جزء منه، الاندماج والاستحواذ، تمويل المشروعات، التمويل المهيكل .
- عموماً يمكن تعريف الهندسة المالية بأنها عملية أو مجموعة من العمليات التي تهدف إلى ابتكار وتصميم أدوات مالية مستحدثة أو تطوير القائم منها، و تقديم حلول إبداعية لمشاكل اقتصادية ومالية قائمة.

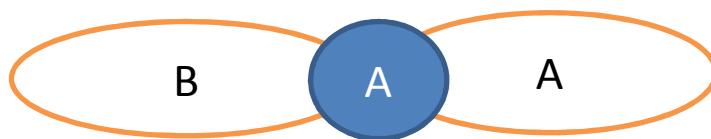
إن فكرة الهندسة المالية تحيلنا إلى الترتيبات المالية المتعددة والمركبة، التي يتم وضعها من أجل توفير تمويل مفصل على مقاس المؤسسة - وليس تمويلاً جاهزاً يقدم لأي مشروع اقتصادي، بحيث يتم تحقيق أمثلية هذا الأخير، إن على مستوى تقنيات إنجازه أو تسييره، إن الأمر يتعلق بدراسة المشروع من جميع جوانبه، وهو ما يتطلب 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 المالية⁸ ذكر: (سننطرق إلى هذه العمليات بالتفصيل في محاور لاحقة)

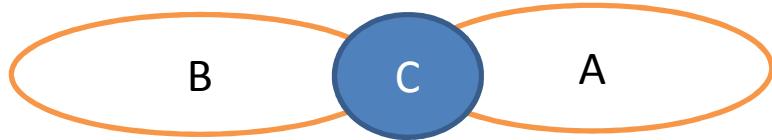
أ-الاندماج والاستحواذ:merger & acquisition

الاندماج هو عملية يتم من خلالها تجميع مؤسستين أو أكثر من أجل تكوين مؤسسة واحدة، حيث يصبح رأس المال المؤسستين مشترك⁹

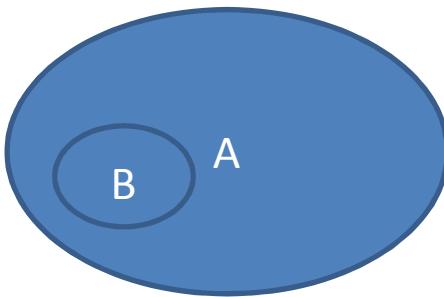


⁸ مسعود محيطنة. الهندسة المالية. محاضرات في الهندسة المالية. مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر. تخصص إدارة مالية. قسم علوم التسيير. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير. جامعة الجزائر 3. 2018/2019.

⁹ 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، ويتخذ الامتلاك عدة أشكال أهمها التنازل عن كتلة الأصول التي تمثل الأغلبية في مجلس الإدارة لمالك جديد وفيه نوعان: السيطرة السلمية OPA Amicale و السيطرة العدائية OPA Hostile.



تطلب هذه العملية اللجوء إلى مؤسسة مالية مختصة من أجل مساعدتها على تحقيق العملية، كما تطلب عملية الإدراج في البورصة وكذا عملية تمويل المشروعات اللجوء إلى مؤسسات مالية مختصة.

بالنسبة لإعادة مرکزة النشاط فإنها تقضي تخلي المؤسسة عن نوع من أنشطتها بعدما كانت سابقا قد انتهت سياسة توسيع النشاط، مثل هذا التخلي يتطلب إيجاد مقتني جديد أو التخلی لصالح الطرف الشريك، كما يتطلب معرفة قيمة هذا الأصول المعنية، إن الأمر يتطلب دراسة دقيقة لجانبها المالي حتى يتم التخلی 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 تشغيل بالطاقة الحرارية.

إن الهندسة المالية باعتبارها تتعلق في جزء منها بمالية المؤسسة تلعب دورا هاما في كافة العمليات الواقعية على 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 قلب مؤسسة منفردة بصفة عدوانية.

بــ 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 (ABS). Asset backed security (ABS)

و(CDO) Collateralised Debt Obligation (CDO) و غيرهما إلى مستثمرين :بنوك أخرى، صناديق تقاعد، صناديق مضاربة. يتم إصدار مثل هذه الأصول المالية المهيكلة من خلال تقييات مثل التوريق.

مخاطر دنيا

مخاطر وسطى

مخاطر كبرى

تم تطوير هذه التقنيات المالية، إما من أجل الحصول على تمويل أو من أجل تحويل مخاطر إلى أعون اقتصاديين آخرين. بل وتوزيعها على أوسع نطاق ممكن حتى يتضاعل تأثيرها السلبي.

ج- التمويل بالدين:

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

فمبدأ التوازن بين الأموال الخاصة والديون يحكم كيفية التوليف بين جرعة 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 السهم¹⁰.

في إطار نشاطها، تواجه المؤسسة رهانين كبارين 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 الطويلة تمول عن طريق قروض طويلة والأصول القصيرة تمول بواسطة قروض قصيرة.

د- الإدراج في البورصة:

قبل قيام المعنى 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 مؤشراتها المالية جيدة، أي تحقق أرباحاً 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 أيسير 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.

¹⁰ نعيمة العربي. الهندسة المالية. مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة . قسم علوم التسويق و العلوم التجارية. 2019/2020. ص.27.

ثالثاً: أهمية و اهداف الهندسة المالية

1. أهمية الهندسة المالية

- تساهم الهندسة المالية في إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأقل صورة ممكنة.
- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بمعاملات 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 والمعاملين بأدوات الهندسة المالية، من خلال إفصاح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالمية نسبياً سواء أكانت في الأسواق النظامية أم الأسواق الموازية¹¹.

2. أهداف الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق أربعة أهداف أساسية تتمثل في:

- **التحوط:** هو الإجراءات 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 يقصد التملك الحقيقي للأصول و جني الأرباح الدورية، بل يقصد جني ربح رأسمالي من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار. و هناك نوعين من المضاربين المضارب على الصعود و المضارب على الهبوط.
- **المراجحة:** هي الحصول على أرباح على الأسوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في سوق و بيعها في سوق آخر حيث السعر يكون مرتفع. إلا أن احتمال اجراء المراجحة أصبح ضئيل بسبب تطور نظم المعلومات التي تربط الأسواق العالمية
- **إدارة الأصول و الخصوم:** هي فن اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظة الأصول و أفضل مزيج من الخصوم لمحفظة الخصوم

¹¹ نفس المرجع السابق. ص 29

رابعاً. مجالات استخدام الهندسة المالية:

هناك عدة استخدامات للهندسة المالية من أهمها¹² :

1- خفض حجم المخاطر المالية من خلال إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل كاستخدام المقايسة للتغيير المعدلات المتغيرة للفرض 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 بطاقة الائتمان وأنواع جديدة من السندات والأوراق المالية، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.

ب- تطوير الأدوات المالية تلبية هذه الأدوات المبتكرة لاحتياجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفتره 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، والتشغيل (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.

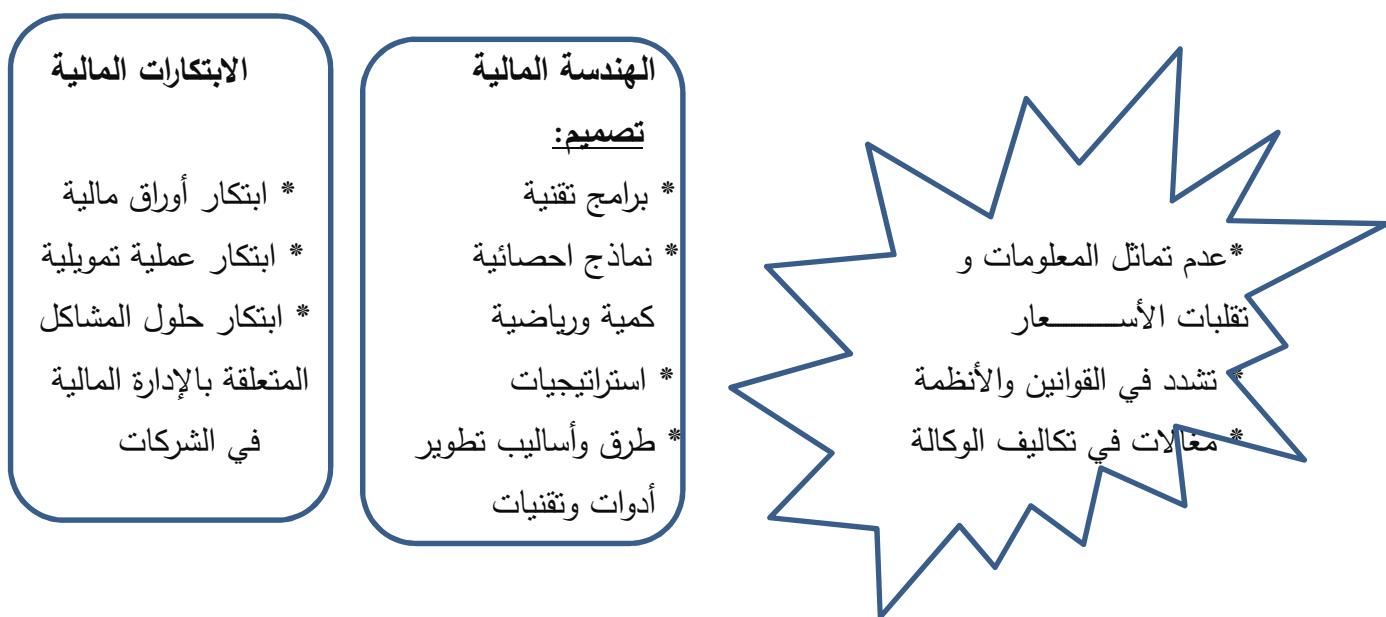
فالابتكار المالي هو عملية تطوير وتنفيذ أفكار جديدة أو تحسينات على الخدمات والمنتجات المالية القائمة، بهدف تحسين الكفاءة والفعالية في إدارة الأموال وتحقيق الأهداف المالية بشكل أفضل. يشمل الابتكار المالي استخدام التكنولوجيا والتحليلات البيانية المتقدمة لتطوير منتجات مالية جديدة، مثل تطبيقات الهاتف المحمول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

¹² عبد الكريم احمد قندرز. 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 تتوفره 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 متكمالتان تخدم كل منهما الأخرى¹³.

وعليه فإن الهندسة المالية ليست الابتكار المالي غير أنها عمليتين متكمالتين ومتراهنتين، فالهندسة المالية تحتاج للابتكار والابتكار يحتاج المهندسين الماليين القادرين على توظيف خبراتهم ومهاراتهم لخلق منتجات جديدة أو لتطوير المنتجات الموجودة سابقا وتنكييفها مع احتياجات المتعاملين، فالابتكار المالي فرع من الهندسة المالية وهو ثمرة ونتيجة للهندسة المالية¹⁴.

¹³ محمد الشريف بن زاوي. حوكمة الشركات و الهندسة المالية. دار الفكر الجامعي. مصر. 2016. ص 121.

¹⁴ روضة بلقصور. مدى إمكانية مواكبة الهندسة المالية الإسلامية للابداعات المالية العالمية بالتطبيق على البنوك الإسلامية. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. جامعة الجزائر 3. 2017/2018. ص 3.

سادساً: المهندس المالي و وظيفته

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 متعددة (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 المتعددة، والتقنيات الالكترونية لنقل الأموال... إلخ. وفي نفس الوقت فهو بحاجة لامتلاك قاعدة جيدة في مجالات متعددة (النظريات الاقتصادية والمالية والرياضيات والاحصاء) ذات العلاقة بالعمل في الهندسة المالية. فيسعى المهندس المالي نحو امتلاك أنظمة متقدمة لتحويل الأدوات الاستثمارية ذات المخاطر العالية إلى أدوات ذات مخاطر متدنية وذلك من خلال استعمال الأدوات المالية المبتكرة.

يؤدي المهندسون الماليون ثلاثة 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 و توظيفها.

و على المهندس المالي أن يتميز بالمهارات التالية¹⁵:

- معرفة واسعة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساواتها 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.

¹⁵ هاشم فوزي دباس العبادي. الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على الخيارات المالية. مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع. عمان. 2008.
ص33

المحور الثاني: تشخيص وتقييم المؤسسات

يعتبر التشخيص أسلوب منظم يمكن من إكتشاف أسباب وعوامل الإختلافات الحاصلة بالمؤسسة ليبرز لنا الوضعية الحقيقة لها، فهو يعتبر المرحلة المهمة والضرورية لتقييم المؤسسات. عليه، فإن التشخيص والتقييم عمليتان متكاملتان ولا يمكن أبداً الإستغناء عنهما من أجل فهم الواقع المعقد للمؤسسة الإقتصادية 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 الحقيقة للمؤسسة الإقتصادية 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 الكلمة تشخيص *diagnosis* مشتق من الكلمة يونانية *diagnose* 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"¹⁶.

أما عن تشخيص المؤسسة فيعرف على أنه مجموعة العمليات التي تهدف إلى إبراز العيوب والخلل في المؤسسة من أجل تصحيح نقاط الضعف واستغلال نقاط القوة للمؤسسة.

كذلك يعرف بأنه : " أداة مهمة في إتصال المؤسسة مع محبيتها وليس فقط ماليا ولكن صناعيا وتجاريا فهي تهدف إلى تشخيص وفحص الوضعية المالية للمؤسسة لخدمة ودعم التقدير المستقبلي ."

و لكي يكون التشخيص فعالا، 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 دراة 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

¹⁶ Abdelhamid Boudjelal et autre. EL Manar. Dictionnaire de la langue française. Dar el ouloum. 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 الفوائض والإيجابيات التي تكون نقطة انطلاق في بناء الأهداف. نلاحظ من خلال المفاهيم السابقة للتشخيص أن له استعمالات داخلية وخارجية تبرز الأسباب الحقيقة 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 تبني على أساس أهداف مستقبلية طويلة الأجل، وبالتالي فإن للتشخيص أهمية بالغة في حياة المؤسسة حيث يقود المسيرين إلى وضع أيديهم على الأسباب الحقيقة التي تواجهها وتحليلها كما أنه يعمل على تحليل الاستراتيجية العامة من أجل البحث عن الحلول الممكنة والإجراءات التي تساعدها 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 و الضعف¹⁷، بل تبحث عن اصل الأسباب و تحليلها و تقديم الحلول و الإجراءات التي تحد من الصعوبات و نقاط الضعف.

هذا و يعمل المسيرون داخل المؤسسة على القيام بالتشخيص نظراً 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 الخوصصة.

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 شكلًا وهذا ما يقلل من كفاءته.

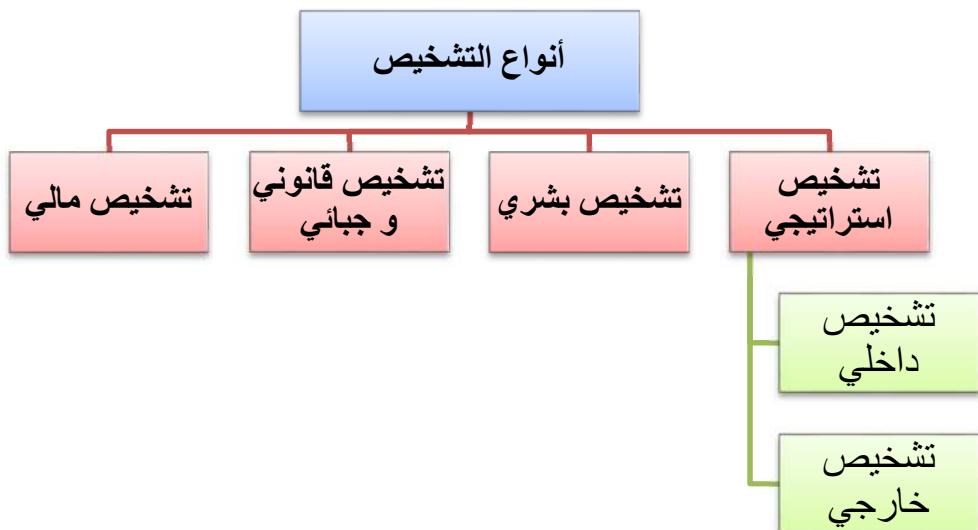
وفي ذات السياق، يمكن الهدف من التشخيص في تحديد وقياس المتغيرات الضرورية لتقييم المؤسسة، خاصة صافي الخصوم، معدل العائد المنتظر ، كما يسمح التقييم بتحديد قيمة المؤسسة وقيمها المنقوله، أي الأسهم والسندات ، وبالتالي فإنه على مدى جدية ودقة التشخيص والتقييم يتوقف نجاح باقي القرارات، كذلك فإن تشخيص المؤسسة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

¹⁷ مراح عرابي 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 (نقطة القوة و نقاط الضعف وللمحيطها (التهديدات المحدقة، المنافسة، والفرص المتاحة لها. أي أن التشخيص الإستراتيجي يهتم بصفة خاصة بالجوانب التالية:

* طبيعة الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة،

* بنية الإدارة و بنية المساهمين

* مختلف منتجات المؤسسة ومدى قدرتها التنافسية في السوق،

* آفاق النمو و السياسة الاستثمارية

* الإستراتيجية الصناعية التجارية والمالية المقترنة

* المحيط الاقتصادي للمؤسسة: المنافسة، الموردين والزبائن،

1.1 التشخيص الداخلي

يهدف هذا التشخيص إلى التعرف على مميزات الشركة و مهاراتها من أجل ابراز نقاط قوتها و ضعفها من أجل اتخاذ قرارات استراتيجية أكثر ملائمة¹⁸، 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، التكنولوجيا، السياسية،...) و البيئة الجزئية Micro environnement (الزيائن، الشركات المنافسة تحليل البيئة الكلية: هذه الطريقة تسمح بمعرفة التأثيرات الإيجابية و السلبية لهذه العوامل.

و هو ما يعرف بتحليل PESTEL

P E S T E L

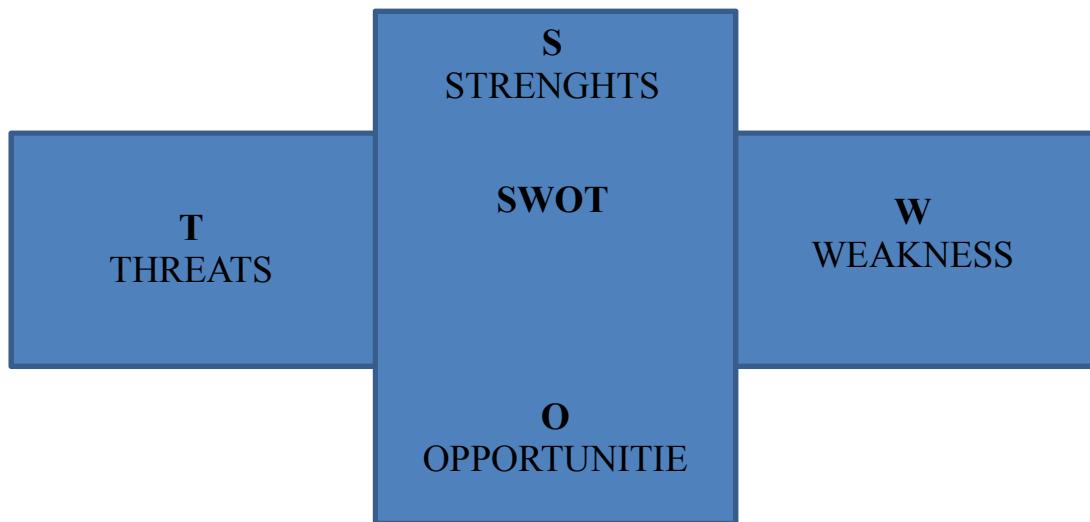
Politique/ Economique/ Sociologique/ Technologique/ Ecologique/ Legal

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، تموي 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 الزيائن (حيث كلما قل عدد الزيائن زادت قوتهم و فرضوا الأسعار)
- القدرة على مفاوضة الموردون (يتم تعزيز تأثيرهم إذا كان من الصعب استبدال المنتجات التي يقدمونها)
- تأثير الدولة (قد تتدخل في بعض الأحيان للحد من بعض الأنشطة من أجل تنظيم السوق و وبالتالي قد يؤثر سلباً على الشركة)

¹⁸ وليد مرغنى. محاضرات في مقاييس تشخيص المؤسسة. السنة الأولى ماستر. تخصص اقتصاد و تسيير المؤسسة جامعة الشهيد حمزة الخضر. الوادي. 2018/2017.

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



2. التشخيص البشري

تردد أهمية التشخيص البشري في حالة الإستيلاء على المؤسسة أو التخلّي عنها. حيث يسمح بالتعرف على تأثير ذهاب مسirين على أداء المؤسسة. كذلك ينبغي محاولة التعرف على نوايا الأجراء والموظفين في المستقبل وفي حالة إنتقال ملكية المؤسسة إلى الشاري الجديد. هل هناك من يفكّر في الإستقالة من المؤسسة بسبب تغيير 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 الأجر 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 إطار تحقيق هدف المنظمة و تحقيق أهدافهم، حيث تتحقق هذه الوظيفة اذا استطاعت تجميع العمال حول هدف واحد هو النهوض بالمؤسسة و تحقيق المردودية الجيدة، و تتلخص هذه السياسة فيما يلي¹⁹:

¹⁹ عمر قرية. دور التشخيص الاقتصادي و المالي في ابراز نقاط القوة و الضعف في المؤسسة الاقتصادية. المجلد4. العدد1. مجلة الدراسات. جامعة الأغوات. 2013. ص-ص 115-116.

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

3. التشخيص القانوني والجائي:

يعتبر الجانب الضريبي والقانوني من أهم جوانب المؤسسة التي ينبغي معرفتها كما ينبغي بإستمرار وبصفة خاصة على المهندس المالي وهو يفكر في أي ترتيب مالي أن يأخذ في الحسبان القضايا المتعلقة بالجانب الضريبي والقانوني. كالوضعية إزاء صالح الضرائب المستجدة 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 وأشكالها 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، وبالتالي فإن أي مراجعة للسياسة الضريبية لابد أن تصب في اتجاه تدعيم الفعالية الاقتصادية، لذلك على المشخص أن يتعرف على مكونات النظام الضريبي و مدى تأثيره على التوازنات في المؤسسة، كما ان عليه ان يأخذ بعين الاعتبار المستجدة و الأمور المتعلقة بالجانب القانوني²⁰.

مثلاً: في حالة إعادة شراء مؤسسة أو الإستحواذ عليها بسبب تعثرها أو ضعفها، يمكن الإستفادة من إعانت 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.

²⁰ نفس المرجع. ص120

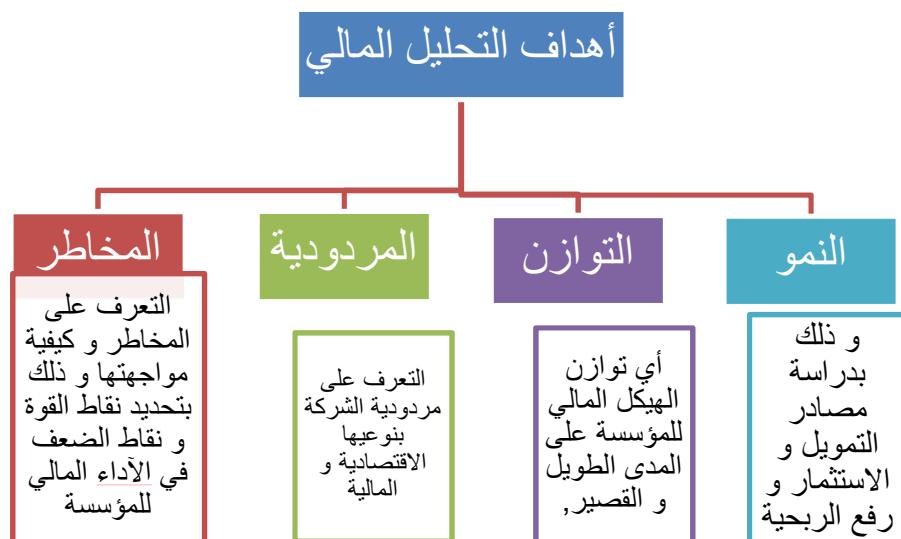
- في حالة الذهاب إلى القاعدة يمكن للملك المعنى أن يستفيد من إعفاء ضريبي على فائض القيمة عند البيع، وذلك إذا ما تتوفرت فيه شروط معينة (أقدمية في المنصب، عدد العمال في المؤسسة لا يقل عن حد معين، أن لا يكون لدى قدرة على مراقبة المؤسسة الشارية).

- في حالة تقديم هبة من طرف المالك إلى أحد أفراد العائلة يمكن الإستفادة من تخفيضات ضريبية، قد تصل إلى 75% في دولة مثل فرنسا، فالنسبة للضرائب على الأسهم التي تمنح مجاناً للمسيرين والأجراء من أجل تشغيلهم 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 لهاكلها المالي، و هو ما يتم من خلال حساب مختلف النسب أهمها:

- نسب الهيكلة: 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 وغير 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 الإقتصادية، حيث يسمح التشخيص المالي بالتعرف على إتجاه نطور القيمة السوقية للمؤسسة. قد تعرف مؤسسة إقتصادية تحسنا في نتيجة دورة الإستغلال ما يساعدها على الإقدام على إستثمارات حقيقة جديدة ومن ثم تحسين مستوى نموها الكامن وكذا قيمتها السوقية. على العكس من ذلك يمكن أن تعرف نتيجة الإستغلال تراجعا مؤثرا بذلك على كل من قدرتها على توزيع الأرباح وقدرتها على التمويل الذاتي.

و قبل عرض أهم النسب المالية التي تهمنا في التشخيص المالي، لا بد من التعريف ببعض المصطلحات الإقتصادية والمحاسبية²¹.

الأموال الخاصة : هي عبارة عن مبلغ الأموال الأصلي التي قدمها الشركاء عند التأسيس أو المساهمين لاحقا، مضافة إليها كافة أنواع المؤونات التي توجد لدى المؤسسة، وكذلك أرباح المساهمين غير الموزعة، أي التي تبقى تحت تصرف المؤسسة مطروحا منها الخسائر الحقيقة - إذا حصلت - من المفترض أن كل الأرباح التي تتحققها أو الخسائر التي تتکبدها الأصول القابلة للتداول تسجل كأصول 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 لتفادي 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 متوازنا على عدة مستويات. هذا لا يعني أنه يوجد هيكل مالي مثالي مرجعي، وعلى كل مؤسسة أن تعمل على جعل هيكلها المالي متطابقا معه. هناك نسب مالية عن السيولة والملاعة 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 متوازنا، خاصة على مستوى تواريخ إستحقاق الأصول والخصوم. فعلى سبيل المثال، ينبغي أن لا تمول الإستثمارات بواسطة ديون قصيرة. بتعبير آخر، ينبغي أن يكون هناك تلاوئ من حيث عامل الزمن

²¹ دروري لحسن. مطبوعة التشخيص المالي. جامعة محمد خضر بسكرة. 2014/2015. ص-30-29.

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

٤.٤ طريقة التشخيص المالي للمؤسسة:

يتم التشخيص المالي للمؤسسة أساساً من خلال القيام بتحليل مالي لهيكلها المالي، وهو ما يتم من خلال حساب مختلف النسب التي تتناول 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 فوراً بقيمة 40000 دينار جزائري. بالمقابل هي تواجه مستحقات عليها تسدد ويقل عمرها عن سنة، وتبلغ قيمتها 80000 دينار جزائري.

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

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 استغلال أو حاجات جارية للمؤسسة، الجزء الخاص بالفترة قصيرة الأجل سواء من الإقراض طويل الأجل أو من الأصول الأخرى، الخصوم الأخرى قصيرة الأجل مثل الأجرور التي تدفع للعمال والموظفين أو مستحقات الضرائب والإقطاعات الاجتماعية المستحقة.

إذا قلت هذه النسبة عن الواحد الصحيح (١) 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 إستخداماً أمثلياً بصفة عامة، فإن المؤسسة تعمل على أن تكون نسبة السيولة لا تقل عن الواحد الصحيح إذا قلت عن ذلك فهذا إشارة سلبية من المؤسسة إلى المتعاملين معها.

نسبة السيولة الضيقية: نسبة السيولة الضيقية 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

. الملاعة .

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

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

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 الملاعة وعلق عليها.

في الحالة الثانية نقل قيمة الأصول عن قيمة الخصوم بمقدار 40 مليار دينار جزائري ما يعني أنها غير كافية، وحسب نسبة الملاعة 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 جذر، أم كون النسبة عالية فهذا يعني أن المؤسسة تعرّض نفسها لمخاطر قد يكون لها تأثير سلبي على ملاعة المؤسسة. كما أن نسبة الدين تقيس مستوى ملاعة 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

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

4.2 أهمية التشخيص المالي:²²

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

3.4 أهداف التشخيص المالي:

- يسمح التشخيص المالي للمشخص بمعرفة ماضي المؤسسة وخصوصياتها.
- يسمح بتسهيل التدفقات النقدية ووضع نظام معلومات، كما يسمح بالتسهير 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 مستحقاتها 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.

²² ناصر دادي عدون. تقنيات مراقبة التسيير التحليلي المالي للإدارة المالية. دار المحمدية العامة. الجزائر. 1999. ص 14.

- د - جمع المعلومات المالية والاضافية الخاصة بمحيط المؤسسة.
- ه - 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 ملخصي 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 درية كاملة بالمؤسسة بمختلف أقسامها وهذا ما يساهم في الوصول إلى نتائج أسرع حيث يكون التشخيص أعمق وأدق في حالة المعرفة الشاملة بشتى خفايا المؤسسة²³.

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 نظراً لكفاءتهم وتجارتهم السابقة.

المساهمون : وهم حملة الأسهم إذ يعتبرون طرفاً لها في تمويل استثمارات المؤسسة حيث يعملون على تحديد مستوى المخاطر والربحية من استثماراتهم لذا يفضلون دائماً المؤسسة القادرة على البقاء والاستمرار

الممولون حيث تعتبر البنوك مصدراً 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 تاريخ الاستحقاقها.

رابعاً : تقييم المؤسسة

تعبر 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:

²³ نعيمة العربي. مرجع سابق ذكره. ص 46.

- 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 الإندماج، الإستحواذ، التخلی عن جزء من الملكية، التعرض إلى ردة إقتصادية أو إعادة الهيكلة المالية.

1- تعريف تقييم المؤسسة:

تعبر 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، اختيار طريقة التقييم، وتحديد قيمة المؤسسة إضافة إلى ذلك، تعتبر عملية تقييم المؤسسة وسيلة وليس غاية، كونها تعد أساس نجاح الهدف من عملية التقييم، كما تحظى قيمة المؤسسة بأهمية كبيرة عند مختلف الأطراف التي لها علاقة بها من ملاك، مساهمين ومسيرين، ما جعلها محل إهتمام كبير من طرف النظرية المحاسبية والنظرية المالية، من أجل تحديد كيفية إيجاد قيمة تعبّر 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 واعتبارات مالية معينة، فهي بذلك تتطلب معرفة عميقة بالمؤسسة وتوقعات أكثر.

كذلك، يهتم التقييم بتحديد قيمة المؤسسة وقيمتها المنقوله مثل الأسهم والسنادات، حيث يعتبر العامل المهم في نجاح باقي قرارات المؤسسة، ومن أجل ذلك يتم الإستعانة بمجموعة من المؤشرات عند تقييم الأداء المالي للمؤسسة، 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 والمرودية : بمعنى العلاقة التي تربط بين كل من النتيجة ومجموع رأس المال.

2- أهمية تقييم المؤسسة:

يكتسي تقييم المؤسسة الإقتصادية 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 وعمق لها. كما سبقت الإشارة إليه، فإن التقييم يأتي بعد التشخيص.

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

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

على هذا الأساس، أي عندما يتتوفر 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 والتيبني عليها نظامها المعلوماتي، ومن ثم تتخذ على إثرها القرارات التي يصدرها المسيرون ، وتمثل هذه الوثائق في²⁴:

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

²⁴ هواري سويسى. محمد أمين كمامي. 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-54-55.

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

- الوثائق الملحة: تمثل في الجداول المبنية في النظام المحاسبي المالي بعد جدول 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 مورداً إضافياً 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 الحقيقة للمؤسسة، مما يتطلب من الخبير القيام بعض لإجراءات والتعديلات التي تجعل المعطيات أكثر تعبيراً عن الواقع.

- التصريحات الجبائية: يترتب عن مزاولة نشاط المؤسسة مجموعة من المستحقات لفائدة مصلحة الضرائب، ولذلك نجدها تقوم بـأاستثمارات شهرياً وسنويًا تصرح فيها بمختلف الضرائب والرسوم التي على عانقها. 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 لنتيجة 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:



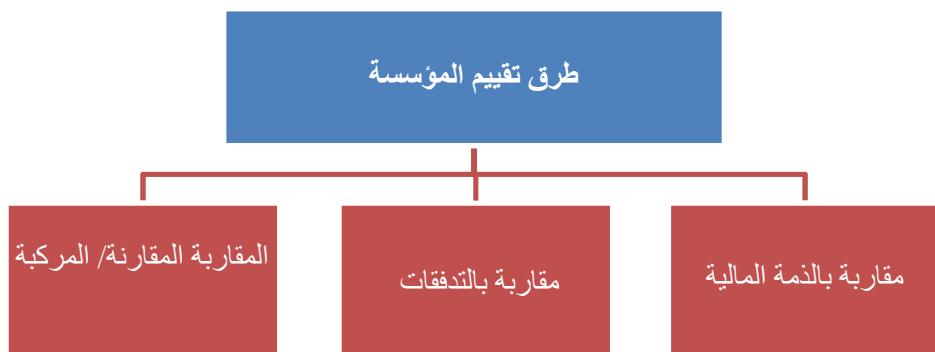
يلاحظ أن الخبير المقيم ينطلق في عملية التقييم بجمع المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسة (محاسبية، مالية، قانونية، جبائية) والتي يتم الحصول عليها من مصادر داخلية كالتقارير السنوية، التقارير الصادرة عن

البورصة والقيام بزيارات ميدانية وكذلك 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 تناقضاتها 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 حقيقة للمؤسسة²⁵

خامساً: طرق تقييم المؤسسة

يعتبر التقييم ضروري في عملية نقل ملكية المؤسسة أو دخولها إلى البورصة، وتنتمي عملية التقييم، أي القياس بطرق معينة، ولا يمكن أن يقوم بها إلا محترفون وبالتالي فإن عملية التقييم ليست بالمهنة السهلة، أي كانت المقاربة المتبعة، عليه يمكن تصنيف مختلف طرق التقييم إلى ثلاثة أنواع، هي:



1. مقاربة بالذمة المالية:

تعتمد هذه المقاربة على دراسة حصيلة المؤسسة انطلاقاً من أصولها، وتعتمد هذه الطريقة على ذمة المؤسسة أي ميزانيتها²⁶، ونجد فيها،

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

²⁵ رانيا كوثر رابحي. إبراهيم بومزاي德. مقاربات و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. المجلد السادس. العدد 10. مجلة الباحث الاقتصادي. جامعة سكينكدة. ص-371-372.

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

2. مقاربة 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 إدخار يمكن إستثماره مقابل عائد خلال الفترة التي نحصله عن الإستهلاك المستقبلي.

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

تعبر 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 صفة بل هي فقط مؤشر يمكن الاعتماد 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 ومتقاربة 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 الاقتصادية، بحيث تكون مماثلة، 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 الأسلوب و الأدوات التي تستخدمها ادارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لغطية نشاطاتها الاستثمارية و التجارية، و على هذا الأساس فإن تحديد مصادر التمويل يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق و البيئة المالية التي يتواجد فيها.

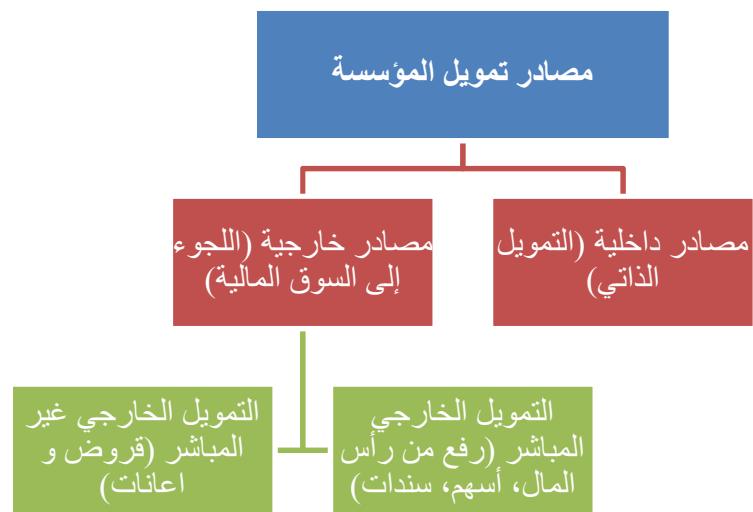
* التمويل هو البحث عن المصدر الذي تستخدمه الادارة للحصول على النوع المعين من الأموال اللازمة و من تم التزود بها.

* 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 أما الثانية فتتعلق بكيفية تسيير هذه الموارد²⁷

ثانياً: مصادر التمويل التقليدية

تنقسم مصادر تمويل المؤسسة إلى مصادر داخلية و مصادر خارجية.

²⁷ منير إبراهيم هندي. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. توزيع منشأة المعارف. الإسكندرية. 1998. ص 06.



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 رأس المالها سواء من ملوكها أو الغير.

و هناك عدة تعريفات تطرق لها الاقتصاديون أهمها:

تمثل قدرة التمويل الذاتي الفائض النقدي الذي يظهر خلال فترة النشاط عند المقارنة بين التدفقات النقدية المدفوعة والتدفقات النقدية المحصلة الحقيقة 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 فيفترس من خلال اعتباره ناتجا عن جملة نشاطات المؤسسة وهذا ما يجعله مختلف 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 الاستثمارات²⁸.

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

و من مزايا التمويل الذاتي:

+ تكوين رأس المال بأقل تكلفة

+ الأرباح المحتجزة تعفى من الضرائب

²⁸ الياس بن ساسي. يوسف قريشي. التسيير المالي (الادارة المالية). ج.1. دار وائل للنشر. عمان. 2011. ص127

+ الحرية في اختيار نوع الاستثمار دون التقييد 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 إلى الائتمان المصرفي مع مسائل تتعلق باختيار نوع التمويل الذي تحتاجه و إلى البنك الذي تتعامل معهن خاصة أن قدرة البنك على الإقراض ليست مطلقة بل محدودة²⁹.

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

و تقوم البنوك بمنح القروض بعد مراعات الأمور التالية³⁰:

- مبلغ القرض تفضل البنوك أن يكون القرض المطلوب من أي عميل كافياً لمواجهة احتياجاته لذا يقع ضمن اهتمامات البنوك التأكيد 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 دائماً قبل الموافقة على منح أي قرض على التأكيد من وجود مصادر وفاء مؤكدة لدى المقترض.

²⁹ منير إبراهيم هندي. مرجع سبق ذكره. ص 8

³⁰ ايمن الشنطي و عامر شقر. الإدارة المالية و التحليل المالي. دار البداية. عمان. ط.1. 2005. ص-ص- 72-73

- نوايا المقترض: يعتمد تسديد القروض دائماً على قدرة ورغبة العميل في التسديد، إلا أن الرغبة تعتمد على أمور غير ملموسة مثل مسموعات المقترض الأدبية واستقامته في التعامل ولمثل هذه الأمور أهمية لا تقل عن أهمية القدرة على التسديد.
- قدرة المقترض الإدارية والفنية : تعطي القدرة الإدارية والفنية للبنك اطمئناناً على حسن إدارة المشروع الممول ونجاحه، الأمر الذي ينعكس إيجابياً على قدرة المقترض على التسديد.
- رأس المال المقترض 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 تسهيلاتها من أجل الضمانات، بل تمنح القروض بعد التأكيد من قدرة المقترض على السداد من مصدر معروف خلال مدة معقولة.

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 مالكها. أما حالة المؤسسة ذات الشخصية المعنوية المستقلة الذمة المالية عن المساهمين، فإن مساهمة الشريك تعتبر عن جزء من رأس المال.
- 2- التمويل بالقرض السندي: وهي سندات تصدرها المؤسسات في السوق المالية.
- 3- الدخول إلى البورصة: تنجو المؤسسات إلى زيادة رؤوس أموالها للتتوسيع في مشاريعها الحالية أو الدخول في توسيعات جديدة إلى بورصة الأوراق المالية بدلاً من الاقتراض من البنوك لأن البورصة توفر لها تمويلاً بدون مقابل فهي لا تتحمل أية فوائد أو أعباء متلماً 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 رأس المال 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 توسيع اقتصادي أو نقل ملكيتها أو السعي إلى السيطرة على مؤسسة أخرى، بالإضافة إلى تقنيات التمويل التقليدية المعروفة، والتمثلة في زيادة الأموال الخاصة أو القرض السندي، هناك ترتيبات مالية جد متطرفة وتصف "بأموال خاصة جديدة" أو شبه أموال خاصة، كما أن رأس مال الاستثمار يشكل حالة خاصة في تمويل عملية إنشاء مؤسسات تتصرف بكونها تتتوفر 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 عن اقتصادي يسعى إلى ترقية مشروع استثماري، أي أن التوجه نحو التمويل على 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 الاستثمار :

يعرف رأس مال الاستثمار بأنه عبارة عن نشاط مالي يتمثل في تقديم مستثمر أموال خاصة لمؤسسات غير مدرجة في البورصة مقابل الدخول في رأس مالها، يتخذ رأس مال الاستثمار عدة أشكال وذلك حسب وضعية المؤسسات الاقتصادية في السوق، ففي حالة تمويل عملية إنشاء مؤسسة فإن رأس مال الاستثمار يتخذ شكل رأس المال المخاطر، إلى جانب ذلك يمكن أن يكون رأس مال تمويل نمو المؤسسة أو تمويل نقل جزئي لملكيتها أو رأس مال تردي حالتها، ويتم الاستثمار في جميع هذه الحالات من قبل صندوق استثمار أو من قبل خواص ميسورين³¹.

عادة ما يتم تمويل مؤسسات إقتصادية عن طريق نقل جزئي لملكيتها إلى الغير من قبل رأس مال الاستثمار، 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 إسهاماً مالياً في شكل قرض مصرفي وتكتتب في دين سندي من أجل الإقتداء".

تجدر الإشارة إلى أن هذه التقنية المالية التي ابتكرت في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينات من القرن المنصرم عرفت رواجاً واسعاً حول العالم. غير أنها عرفت فشلاً لاحقاً عند إفجار أزمة 2008.

³¹ مسعود محبيطنة. مرجع سبق ذكره. ص 15

كما تتميز الرافة المالية بأثر ثلاثي مالي وقانوني وضريبي، وعادة تستخدم تقنية الرافة المالية في تمويل مؤسسات إقتصادية غير مدرجة في البورصة، إن نجاح تقنية الرافة المالية يبقى مرهوناً 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، وتعلق بإنشاء مؤسسات جديدة في مجال التكنولوجيات الجديدة أي ما يسمى رأس المال المخاطر والذي يعتبر من اختصاص مؤسسات مختصة. كما تدل التسمية فإن رأس المال المخاطر يقوم بتمويل عملية إنشاء مؤسسات إقتصادية، وهي متخصصة في التكنولوجيات الجديدة، كما أنها تتصف بكونها تتتوفر على قدرة كبيرة على النمو والتتوسع وخاصة على الإبتكار والإبداع مما يجعلها قادرة على تحقيق نتائج أحياناً خارقة للعادة³².

يتخصص رأس المال المخاطر في مرافقة مثل هذه المؤسسات الإقتصادية وبمجرد ما تقلع فهو يغادرها نهائياً، فعادة ما تتم المغادرة بمناسبة إدراج هذه المؤسسة في البورصة، بطبيعة الحال قد يحقق أرباحاً كبيرة كما أنه قد يتکبد خسائر لأن رأس مال مخاطر ويکمن المخطر الكبير في هذه الحالة هو أن رأس المال المخاطر قد لن يجد شارياً لأسهمه عندما يعرضها للبيع أو، وهو أسوأ من ذلك، أن المؤسسة لن تفلح في البقاء على قيد الحياة وتصفي تصفية قضائية.

و سواء كان رأس المال المغامر مباشراً من مصادر رسمية أو يتم من خلال تمويل غير مباشر، فهو يتتصف في الحالتين بمجموعة من الخصائص المشتركة كالأتي:

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

- يتعلق بالمشاريع طويلاً للأجل : يتتصف 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 انتهاء الفترة الزمنية المتفق عليها في العقد.

- جريء: يتتصف 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 قدرًا من المخاطرة المعقولة والتي يمكن أن تعود على صاحبها بكثير من النفع.

³² نفس المرجع. ص 16.

- 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 خلاقة، قد يجعل الشركة المستثمرة فيها تربح 10 أضعاف ما قامت باستثماره خلال فترات قصيرة المدة، فمن قام بالاستثمار في شركات كابل وتسلا في بداياتهم، يجنون الآن أرباح جنونية مقابل اختيار جريء استطاع أحدهم أحده 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 ثلاثة خصائص وهي تجميع أصول، إنفصال بين مخاطر الدين والجهة المبادرة بهيكلة التمويل، تصنيف تسلسل المخاطر في شكل شرائح متفاوتة المخاطر، بعبارة بسيطة إنه منتوج مالي على المقاس.

فالمستثمر الذي يرغب في الحصول على عائد كبير عليه تحمل مخاطرة متناسبة مع العائد الكبير المنتظر وهو ما تعبّر عنه الشريحة الدنيا من هذا الترتيب المالي أي التمويل المهيكل، الشريحة التي تمتلك أول خسارة قد تحصل نتيجة التوقف عن الدفع. ثم تأتي الشريحة الوسطية التي تمتلك أية خسارة تزيد عن ما تسمح بإمتصاصه الشريحة العليا التي يفترض فيها أن لا تتطوّر على مخاطر، فالعائد عليها بسيط، وهي تتحمل الخسارة التي تزيد بما 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 المتعددة وممؤسسات الإتصالات وممؤسسات اللوجستيك والذكاء الإصطناعي : أي التكنولوجيات الجديدة.³³.

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 إستخدامه لقيم بمهمة هيكلة التمويل، المستثمرون الجدد)، بالإضافة إلى حساب تدفقات العوائد المتوقعة من جهة الأصول وتوزيعها حسب الشرائح، وهو ما يتم من خلال إستعمال نماذج رياضية.

³³ نعيمة العربي. مرجع سابق ذكره. ص 85

كل هذه المهن: مرافقة المؤسسات في الدخول إلى البورصة الإنداجم والإستحواذ، التخلّي عن نشاط معين وإعادة التمركز 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 تلّجأ 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 استخدامها من قبل البنوك من أجل تحقيق أهداف عدة كالخلص 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) تتدالو في الأسواق المالية، بشرط توفر المؤسسة الوسيطة والضمادات اللازمة لإنتمام 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 تحول القروض إلى سندات قابلة للتداول، أي يمكن تسبيلها بسرعة.

مما سبق يتبيّن أن للتوريق خمسة أركان أساسية تتمثل في³⁴:

- وجود علاقة دائنة 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 ضمادات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.
- وجود مستثمر.

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

³⁴ منيرة بباس. التوريق بين الواقع العملي والتكييف الشرعي – دراسة حالة ماليزيا. المجلد 4. العدد 1. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية. جامعة أم البوابي. 2017. ص362.

خصوصاً، 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 الملاعة المالية وحتى نسبة كوك؛

- تخفض هذه التقنية من الأخطار المتعلقة بتسهيل الميزانية مثل خطر الإفلاس وخطر تقلبات أسعار الفائدة وخطر السيولة.

أطراف عملية التوريق³⁵: 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 المكتب في السندات الجديدة بالإضافة إلى اطراف اخرين

- المنظم وهو عادة عبارة عن بنك استثماري أو مؤسسة متخصصة في مجال الأوراق المالية، يتکفل 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 ترافق عملية تنفيذ المستحقات، إذ تقوم بتسهيل أموال خزينة SPV، ومتابعة إجراءات الحصول على التصنيف الإئتماني المناسب، كما أنها توفر المعلومات الضرورية للسلطات الرقابية.

- جهة الإيداع وهي عبارة عن مؤسسة إقراض ترافق عمل شركة التسيير.

- وكالات التصنيف الإئتماني: 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 دائماً من أجل مراقبة وترخيص هذا النوع من العمليات.

³⁵ 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 المتازلة.

- مؤسسات تعزيز الإنتمان: 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 بالإهتمام بالتسديدات المقررة لمالك الحصص، حيث تقوم بإستلام المتصحّلات من المدينين، وتسلّيمها لشركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، في أغلب الأحيان تكون المؤسسة المتازلة هي نفسها الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.

إنطلاقاً من ذلك، يمكن توضيح أهم الأركان التي تتضوّي 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 ضمادات 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 الإئتمانية 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 المعنى بإستخدامات كيان وسيط خاص لهذا الغرض، يقوم بشراء الذمم موضوع التوريق عن طريق الإقراض ويتم من خلال قيامه بإصدار سندات تعرض للإكتتاب في السوق تستند إلى محفظة الأصول؛ بحيث يتم تخصيص الإبراد 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 المتخلية عن الأصول إلى المستثمرين الجدد. تجدر الإشارة إلى أن عملية التوريق تتم دون دراسة من مدين البنك، أي العون أو الأعون الاقتصاديين الذين تستند إلى ديونه لدى البنك الأصول موضوع التوريق.

وتتجدر الإشارة أيضاً إلى أنه خلال العقود الأخيرتين، عرفت تقنية التوريق إنتشاراً واسعاً 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 وفقاً له تحويل المخاطر فقط دون بيع الأصول المالية التي تم توريقها. حيث تبدأ عملية التوريق الإصطناعي من إنتاج مشتق قرض بإعتباره في آن واحد عامل تغطية وعقد بين الكيان الذي تم إستداته لغرض القيام بعملية التوريق الإصطناعي والمؤسسة التي ترغب في تحويل مخاطر الأصول المعنية إلى الغير مقابل هذا العقد يدفع الشاري للتغطية من المخاطر علامة. يقوم الكيان بإصدار أصول مالية قابلة للتداول، يتم الإكتتاب فيها من قبل مستثمرين جدد، بحيث تخصص الإيرادات المالية المتأنية لا لدفع قيمة الأصول المورقة بل لشراء أصول مالية أخرى تكون قليلة المخاطر، مثل أدون الخزينة العمومية، لأن العقد يقضي فقط بشراء التغطية من المخاطر وليس ببيع الأصول المورقة إصطناعياً. وهكذا تكون عملية التوريق الإصطناعي قد تمت وهي لا تستهدف تمكين صاحب الأصول من الحصول على السيولة بل تهدف فقط إلى تسخير المخاطر المتعلقة بها.

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

لكن، إلى جانب ما يمكن أن يتحققه التوريق من أهداف، كزيادة درجة سيولة الأعون الإقتصاديين ومن ثم ضمان تخصيص أمثل للإدخار العالمي، وإعادة هيكلة حصيلة المؤسسات الإقتصادية المعنية، وتوزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من الأعون الإقتصاديين 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 ستعمق وتنتقل عدواها إلى مستوى الإقتصاد الحقيقي؛ وهي الحالة التي تطبق على الأزمة المالية والإقتصادية العالمية لعام 2008، أين قام المستثمرون المؤسسيون بإخراج الأصول المالية الرديئة من ميزانياتهم وتحميل مخاطرها لغيرهم؛ وبذلك تكون تقنية التوريق قد تحولت من تقنية تستخدم لتحقيق أهدافها المذكورة إلى قناة نقل العدوى عبر النظام المالي والإقتصادي العالميين. و هو ما سنتطرق إليه في محور الهندسة المالية والأزمات.

مخاطر التوريق: هناك عدة مخاطر لتقنية التوريق ذكر منها³⁶:

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

³⁶ فتيبة 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 ابريل 2009. 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 ومراكل المعاملين.

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

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

المحور الرابع: أدوات الهندسة المالية

تتقسم أدوات الهندسة المالية إلى 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 شيوعا بين عموم المستثمرين بغض النظر عن إمكانياتهم المادية وثقافتهم الاستثمارية، حيث تتوسع الشركات في إصدارها لعدة عوامل أهمها: زيادة المالك 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 رأس 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 مالكاً لجزء من رأس المال.

كما تعرف الأسهم على أنها تلك الأوراق التي تشهد بمساهمة أصحابها في رأس مال مؤسسة معينة. فهي بذلك تشكل حق ملكية. ولصاحبها حقوق التصويت في اجتماع المساهمين وانتخاب مجلس إدارة المؤسسة³⁷.

و عموماً الأسهم هي سكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، تمثل مشاركة في رأس المال الشركة، و يمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس المالها

و للسهم 3 خصائص أساسية هي:

- **تساوي قيمة السهم**، حيث يقسم رأس المال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، و لا يجوز اصدار أسهم عادية لنفس الشركة بقيم مختلفة.

- **عدم قابلية السهم للتجزئة** أي عدم قابلية تعدد ملاك السهم

- **قابلية التداول** أي حرية التنازل عنه للغير

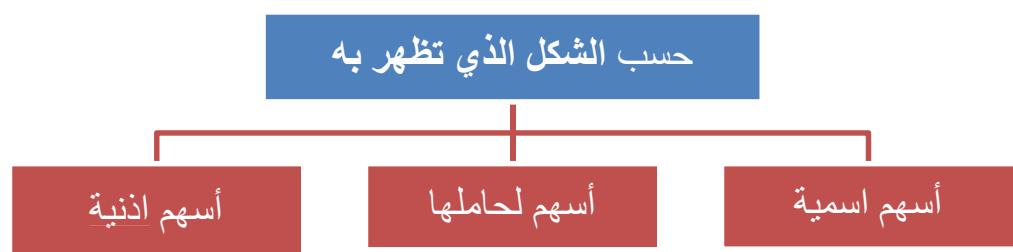
³⁷ أحمد هني. العملة و النقد. ط.2. ديوان المطبوعات الجامعية. 2006. ص.88.

2. أنواع الأسهم

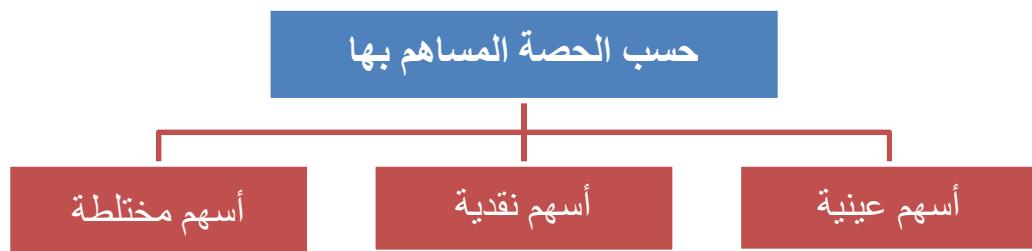
تنقسم الأسهم حسب الشكل إلى:

أسهم اسمية: و هي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، و ذلك بأن يدون اسمه على شهادة الاسم
أسهم لحامليها: و هي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكها، و إنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحامليها، حيث يعتبر حاملاً مالكاً لها.

أسهم اذنية أو لأمر: و هي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكها، مع ذكر كونها لاذنة أو لأمره.³⁸



أما حسب نوع الحصة المشارك فيها فتقسم إلى:
أسهم نقدية: و هي الأسهم التي تعطى للشريك اذا قدم حصته في رأس المال الشركة نقوداً
أسهم عينية: و هي الأسهم التي تعطى للشريك اذا قدم حصته في رأس المال الشركة عيناً(أرض، مبني، بضاعة..)



اما عن تقسيم الحقوق حسب الحقوق التي يتمتع بها حامليها فتقسم الى اسهم عادية و أسهم ممتازة.
الأسهم العادية: وهي عبارة عن صكوك ملكية تعطي لحامليها 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."

³⁸ مبارك بن سليمان آل فواز. الواقع المالي من منظور إسلامي. مركز النشر العلمي. السعودية. 2010. ص.9

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

السهم ليس له تاريخ إستحقاق مثلاً 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 ماثلها 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 إعقاد الجمعيات العامة في كيفية إدارة المؤسسة وبالتالي مراقبة سياساتها وأدائها، وتتجدر الإشارة إلى أن نتائج التصويت في الجمعية العامة ليست إلزامية بالنسبة للإدارة.

- حق الحصول على جزء من ربح الشركة، في حالة توزيعه، يتاسب مع مساهمته في رأس مال المؤسسة، علما بأنه يمكن أن يخص كل الربح أو جزء منه لتكوين إحتياطي 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 لحاملي مزايا وحقوق خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، كمنحة الأسبقية في الحصول على نصيب من أرباح المؤسسة قبل حملة الأسهم العادية بالإضافة إلى 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 تتحققها لمختلف الاطراف وهذا وفق التقسيم التالي:

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح cumulative preferred stock :** يضمن هذا النوع تحصيل حامليها 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 العادية³⁹.

ب. **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح (Participating Preferred Stocks):** توفر هذه الفئة الخاصة من الأسهم الممتازة ميزة اضافية لحامليها حتى بعد تحصيله لأرباحه الأولية 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 إلى أسهم عادية. فبالإضافة إلى أفضلية الحصول على الأرباح قبل المساهم

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

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

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 وفترة زمنية محددة. وبالتالي قيام المؤسسة بإطفاء السهم عند تحقيقها فائضاً في الأموال ورغبتها في تخفيض عبء الرفع المالي (أى التخلص من السهم الممتاز بسبب تكلفته الثابتة والتي تزيد من مخاطر الرفع المالي، ففضل التعامل مع حملة الأسهم العادي 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 بترابع الأرباح لفترة محددة، وعلى خلاف الأسهم العادي، فإن معدل الربح الذي تدره هو معدل ثابت وقابل للزيادة في حالة ما إذا حققت المؤسسة أرباحاً 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 الموالية.

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

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

ترتفع القيمة السوقية للأسهم الممتازة بنوعيها في حالة إنخفاض معدلات الفائدة في سوق الإقراض والعكس بالعكس، أي تماماً مثلاً 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 مرافق بإذن أو مجموعة إذن إكتتاب في أسهم عادي بمناسبة عملية إصدار مستقبلية، بحيث يتم الاتفاق على سعر وفترة محددين مسبقاً.

أسهم ممتازة

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

أسهم عادي

- 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

3. قيم الأسهم:

تتضمن قيم السهم العادي في خمسة قيم رئيسية وهي: الاسمية، الدفترية، 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 المتدولة.

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

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} / \text{عدد الأسهم}$$

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

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 كالتالي:

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

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

د. القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع فيها السهم و يشترى في الأسواق و تتأثر بعدها 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.

ثانياً : 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.

يعطى 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 الإصدار⁴⁰.

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

⁴⁰ شقيري نوري موسى و آخرون. إدارة الاستثمار. دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. ط.2. 2016. ص-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 تعين ممثليهم 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 العقد⁴¹.

يعتبر الاستثمار في السندات أنه إستثمار مضمون نوعا ما، لكن ينطوي على مخاطرين إثنين هما:

- إحتمال إفلاس الجهة التي أصدرت السند.

- تغير معدل الفائدة يوثر عكسا على القيمة السوقية للسند إذا كان العائد الذي يدره ثابتا، أي أنه في حالة ارتفاع معدل الفائدة فإن القيمة السوقية للسند تنخفض والعكس بالعكس، إضافة إلى ذلك عادة ما يكون السند يدر عائدا ثابتا ، أي أن معدل الفائدة عليه ثابت، لكن هناك سندات بمعدل فائدة متغير، وهي عادة سندات حكومية، حيث يكون معدل الفائدة المتغير على السندات تابعا لمعدل التضخم.

يتم دفع الفائدة على السند فصليا أو سنويا، لكن يمكن أن يتم رسملتها، لتدفع مجمعة مع القيمة الإسمية للسند عند تاريخ الإستحقاق أو عند نهاية عمر السند، وعندما 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، لأن تلجاً مؤسسة أمريكية إلى إقتراض سندي محرر بالأورو بسبب كون شروط القرض السندي أكثر إجذابا 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 التوسيعة التي أنتجتها البنوك المركزية الكبرى من أجل توفير السيولة للإقتصاديات الوطنية وإجبار البنوك التجارية والبنوك المتخصصة الأخرى على إقراض الأعوان الإقتصاديين، كذلك هناك سبب ثانٍ 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 التالي⁴²:

⁴¹ نعيمة العربي. مرجع سبق ذكره.

⁴² محمد مطر فايز. مرجع سبق ذكره. ص-ص 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 افلاسها أو تصفيفتها.
- أداة استثمار ثابتة الدخل : يعتبر السند من أدوات الاستثمار المالي ثابتة الدخل كون حامله يتلقى فائدة دورة 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 السوقـي، أي علاقـة طردـية بين فائدة السند ومدته فكلما طالت مدتـه زادت فائـتها.
- 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 ستصنفها حسب جهة الإصدار ، حسب الأجل، حسب الضمانات و حسب قابلية الاستدعاء و الاستبدال.

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

السندات الحكومية تكون صادرة عن الحكومة أو مؤسساتها تمـازـ بـطـول مدـتها (أكـثر من 10 سنـوات) وأـمـانـهاـ، الـهـدـفـ من اـصـدـارـهاـ هو تـموـيلـ النـفـقـاتـ أو تـغـطـيـةـ العـجـزـ المـيزـانـيـ. أما السـنـدـاتـ الخـاصـةـ هي صـادـرـةـ عنـ مـؤـسـسـاتـ القـطـاعـ الـخـاصـ بـمـخـتـلـفـ أـنـوـاعـهـاـ، وـتـوـفـرـ مـعـدـلـاتـ فـائـدةـ أـعـلـىـ كـوـنـهـاـ مـعـرـضـةـ لـمـخـاطـرـ العـجـزـ بـعـدـ السـدـادـ بـحـيثـ يـتـضـمـنـ عـقـدـ اـصـدـارـهاـ أـحـيـاـنـاـ رـهـنـ بـعـضـ أـصـوـلـ الشـرـكـةـ كـضـمـانـ.

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

فـانـدـاتـ القـصـيرـةـ الأـجـلـ هوـ أـداـةـ تـموـيلـ لـاـ تـجـاـوزـ مـدـتهاـ السـنـةـ الـواـحـدـةـ تـمـازـ بـسـيـولـتـهاـ العـالـيـةـ وـمـخـاطـرـهاـ القـلـيلـةـ وـفـوـائـدـهاـ المـنـخـضـةـ نـسـبـيـاـ. أما السـنـدـاتـ الطـوـلـةـ الأـجـلـ فـيـتـجـاـوزـ أـجـلـهاـ 7ـ سـنـواتـ وـتـعـتـبـرـ أـداـةـ تـموـيلـ طـوـلـةـ الأـجـلـ وـتـصـدـرـ بـمـعـدـلـاتـ فـائـدةـ أـعـلـىـ مـنـ السـنـدـاتـ القـصـيرـةـ وـالـمـتوـسـطـةـ الأـجـلـ.

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

فالـسـنـدـاتـ المـضـمـونـةـ كـالـسـنـدـاتـ العـقـارـيـةـ تـكـفـلـ لـحـامـلـهـ حقـ رـهـنـ أـصـلـ حـقـيـقـيـ منـ أـصـوـلـ الشـرـكـةـ المـصـدرـةـ كـضـمـانـ وـتـعـوـيـضـ فـيـ حـالـةـ عـجـزـ هـذـهـ الأـخـيـرـةـ عنـ السـدـادـ. أما السـنـدـاتـ غـيرـ المـضـمـونـةـ فـهيـ سـنـدـاتـ عـادـيـةـ لـاـ

تكلف لحاملاها 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 سنداتها 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 سنداتها لتقلل بذلك تكلفة سنداتها. وتكون الفوائد أعلى كلما اقترب السند بشرط الاستدعاء والعكس صحيح.

وفق القابلية للتحويل: تمنح هذه الميزة لحاملا 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 لحاملاها الحق في تحويل سنداته الى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد (القيمة التحويلية) وخلال فترة محددة. أي يصبح دائن الشركة مساهمها في رأس مالها بعد تحويله لسنداته 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 للأسهم الشركة عن القيمة التحويلية.

3. الفرق بين الأسهم و السندات

جدول 1: الفرق بين الأسهم و السندات

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

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

المصدر: بلعزيز بن علي. محمدي الطيب احمد. 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 تشقق من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره يعتمد على موجود آخر يشقق منه⁴³، 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 التزام مماثل، وقد يتعلّق العقد بأصل مالي أو بعملة معينة، كما قد يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منها 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 بدلاً من تجميع المزيد منه، بالإضافة إلى أنها تعتبر عنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات وأيضاً لأنها تساهم بشكل كبير في إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك وإستخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تتوب عن الأوراق الأصلية.

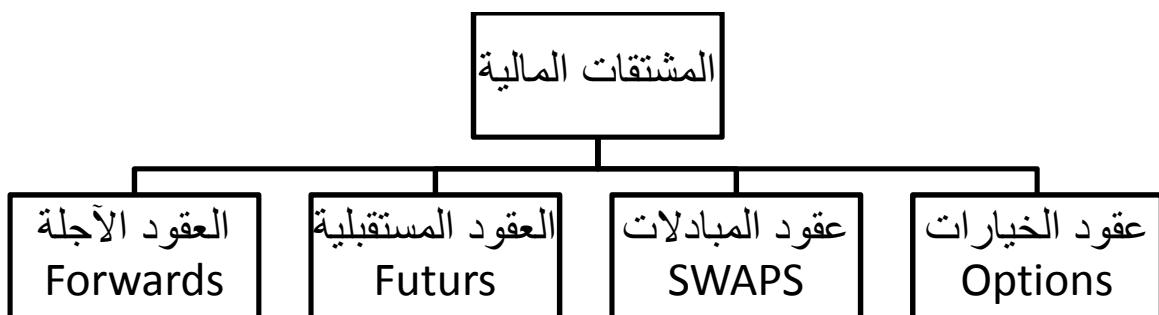
و تتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية⁴⁴:

- يتم تنفيذ عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي وتسويتها ؛

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

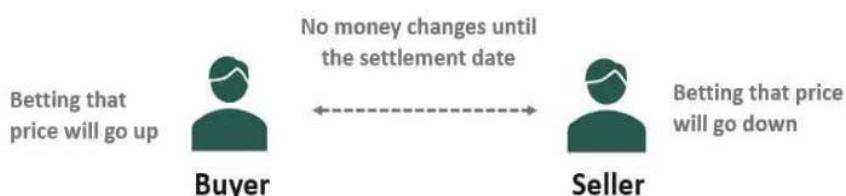
⁴⁴ عبد الكري姆 قدوز. الخيارات. المستقبليات و المشتقات المالية الأخرى. دار النشر E kutub ltd . لندن. 2017 ص34

- تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف، أو سعر الأوراق المالية، أو أية مؤشرات إئتمانية 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 تتشاءم التزاماً متبادلاً مشروطاً، إلا أنها تسبب تدفق ندفي ضئيل يتمثل في الهامش المبدئي وهذا ما دعى 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 والشيء محل العقد والذي قد يكون سعر سلعة، سعر ورقة مالية الخ.
- و تقسم المشتقات المالية إلى أربعة أنواع أساسية هي: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات و عقود المبادلات.



1. العقود الآجلة:

هي عبارة عن اتفاق شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، و يتتخذ 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 بـ **سعر التنفيذ**.



و تتميز العقود الآجلة بما يلي:

- هي عقود غير منظمة يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة
 - هي عقود شخصية و مرنّة و ليست نمطية حيث يتفاوض المشتري و البائع على شروط العقد (حجم العقد، شروط التسليم و تاريخ التسليم... وغيرها)
 - 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 الجل في تاريخ انتهاء الصلاحية و لا توجد أي مدفوعات عند بداية العقد
 - لا تتمتع العقود الآجلة بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا 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 للعملات، 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) بابداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار (ال وسيط) 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 في⁴⁵:

⁴⁵ بن علي بلعزوzi. عبد الكريم قدوز. عبد الرزاق جبار. إدارة المخاطر للمشتقات المالية. ط1. دار الورق للنشر. الأردن. 2013. ص-ص 132-131

- 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 طرفين العقد.
 - أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتبع توفيرها في التاريخ المحدد في العقد، كما يشترط في السلعة أن تكون قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة وأن تكون ذات قيمة مقارنة بحجمها، هذا بالإضافة إلى ضرورة وجود طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.
 - لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفين العقد المستقبلي يلتزم الطرفين بدفع هامش لل وسيط تتراوح قيمته عادة بين 15%-5% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم إسترداده إلا عند تسويته 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

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

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

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 صاحب المركز الطويل Long Position، وتسرى عقود الخيار على الأوراق المالية كالأسهم والسنادات وعلى مؤشرات الأسواق المالية وعلى العملات الأجنبية.

1.3 عناصر عقد الخيار:

المشتري: هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيحه 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 السوقى: 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 لصاحبـه، وإنما يعطـيه الحق في أن يختار تنفيـذ الصفـقة أو عدم تنفيـذـها، ونظـيرـ هذا الحقـ فإـنه يدفعـ ثمنـ هذاـ الخيارـ؛
- إن ثـمنـ الخيارـ يـدفعـ للجهـةـ التيـ حرـرتـ (أـيـ باـعـتـ) عـقدـ الخيارـ، وـتـكـونـ مـلـزـمـةـ بـتـنـفـيـذـهـ، عـنـدـماـ يـرـغـبـ مشـتـريـهـ مـمارـسـتـهـ لـلـحقـ الـذـيـ اـشـتـراهـ؛
- إن عـقـودـ الخيارـ قـابـلـةـ لـلـتـداـولـ، بـمـعـنىـ أـنـ صـاحـبـ الـخـيـارـ يـحـقـ لـهـ أـنـ يـبـيـعـهاـ لـطـرفـ آـخـرـ بـثـمنـ مـسـمـىـ بـيـنـهـماـ؛
- خـسـائـرـ مشـتـريـ الـخـيـارـ مـحـدـودـةـ (قيـمةـ المـكافـاةـ ، وأـرـيـاحـهـ غـيرـ مـحـدـودـةـ فـهـيـ مـفـتوـحةـ لـلـمشـتـريـ خـيـارـ الشـراءـ، تـزـيدـ معـ إـرـتـقـاعـ الـقـيـمةـ السـوـقـيـةـ لـلـسـهـمـ، وـمـغـلـقـةـ لـمـشـتـريـ خـيـارـ الـبـيـعـ تـزـيدـ معـ إـنـخـافـاصـ الـقـيـمةـ السـوـقـيـةـ لـلـسـهـمـ إـلـىـ أـنـ تـصـلـ إـلـىـ الصـفـرـ (نظـرياـ)ـ؛
- تـمـكـنـ عـقـودـ الخيارـ أـصـاحـابـهـ مـنـ اـمـكـانـيـةـ الدـخـولـ فـيـ صـفـقـاتـ ضـخـمـةـ فـيـ الـمـسـتـقـبـلـ وـلـاـ يـدـفعـ مـنـ قـيمـتهاـ إـلـىـ حـقـ الـخـيـارـ، لـتـفـيـذـ تـلـكـ الـصـفـقـاتـ فـيـ الـمـسـتـقـبـلـ؛
- إـمـتـلاـكـ الأـورـاقـ الـمـالـيـةـ الـمـذـكـورـةـ فـيـ عـقـدـ الـخـيـارـ لـيـسـ هـدـفـاـ، بلـ يـتـمـ التـعـامـلـ فـيـ الـغـالـبـ بـالـفـرـقـ السـعـريـ، وـإـذـاـ أـصـرـ طـرفـ عـلـىـ الإـسـتـلـامـ وـهـوـ أـمـرـ غـيرـ وـارـدـ غالـباـ يـقـومـ الـطـرفـ بـشـرـائـهـ بـسـعـرـ السـوقـ السـائـدـ وـقـتـ التـنـفـيـذـ، وـهـوـ نـسـرـ السـعـرـ الـذـيـ يـتـمـ اـحـتـسـابـ الـفـرـقـ بـنـاءـ عـلـيـهـ فـتـكـونـ الـمـحـصـلـةـ وـاحـدـةـ، أـمـاـ إـذـاـ كـانـ التـعـامـلـ عـلـىـ مؤـشـرـ كـانـ الإـسـتـلـامـ وـالـتـسـلـيمـ مـسـتـحـيـلاـ⁴⁶

مثال: فلنفترض أن أحدـهمـ قدـ اـشـتـرىـ خـيـارـ شـراءـ عـلـىـ سـهـمـ شـرـكـةـ ABCـ حيثـ بـلـغـ سـعـرـ التـنـفـيـذـ 100ـ وـنـ لـلـسـهـمـ، كـماـ بـلـغـتـ التـكـالـيفـ (الـعـلـوةـ)ـ 14ـ وـنـ، باـفـتـراـضـ أـنـ سـعـرـ السـهـمـ فـيـ تـارـيخـ الـاستـحـقـاقـ يـمـكـنـ أـنـ يـأـخـذـ الـقـيـمـ التـالـيةـ 80ـ .90ـ .100ـ .110ـ .120ـ .130ـ .وـضـحـ فـيـ كـلـ حـالـةـ: قـرـارـ مشـتـريـ الـخـيـارـ، قـيـمةـ الـعـقـدـ لـمـشـتـريـ الـخـيـارـ، رـجـ/خـسـارـةـ مشـتـريـ الـخـيـارـ.

⁴⁶ محمود فهد مهيدات. المضاربة الوهمية ودورها 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-3-2.

الحل:

سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق	80	90	100	110	120	130
القرار	لا ينفذ	لا ينفذ	التنفيذ 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 المقوضات التي يمتلكها بمجموعة أخرى من المدفوعات أو المقوضات التي يمتلكها آخر خلال فترة لاحقة و محددة، و يشترط في عقود المبادلة وجود:

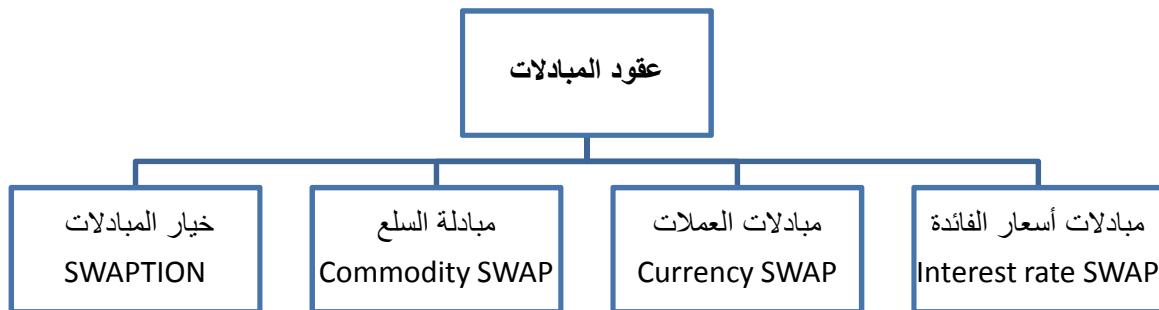
- طرفي العقد
- مدة سريان العقد
- قيمة المدفوعات أو المقوضات محل المبادلة
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقوضات

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 اختلف توقعات المتعاملين في الأسواق المالية، لذلك فإن الصيغة التنظيمية المناسبة لهذه الأسواق هي الأسواق الموازية (غير المنظمة) نظراً لما تتوفره من مرونة عالية لشروط العقد، و بشكل ينسجم مع الجذارة 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 وتشمل:

- 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.

تحسب قيمة المدفوعات في عقد المبادلة حسب العلاقة التالية:

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

حيث:

NP قيمة عقد المبادلة

LIBOR معدل الفائدة المتغير

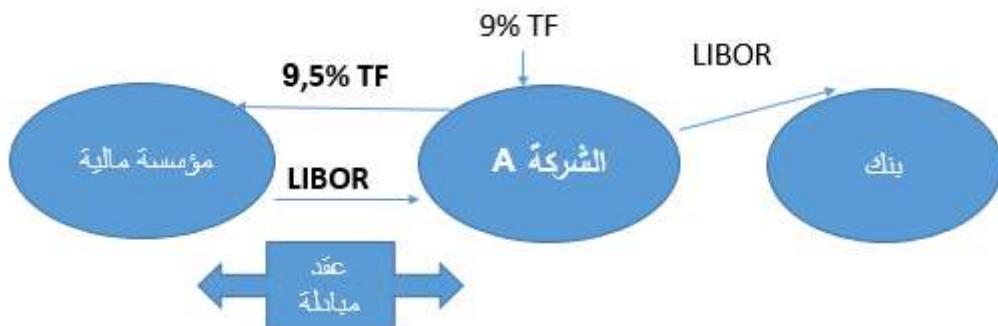
FR معدل الفائدة الثابت

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%, ونظرًا 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% و أخذت القيم التالية: 11% 10.25% 9.75% 9% 8.75% 9.25% 9% 8% .



مدفعات المؤسسة المالية	مدفعات الشركة A	المدفوعات	موعد التسوية	FR	LIBOR
12500	-	12500	30 يوم	09,50%	11%
6250	-	6250	30 يوم	09,50%	10,25%
4167	-	4167	30 يوم	09,50%	10%
2083	-	2083	30 يوم	09,50%	09,75%
0	0	0	30 يوم	09,50%	09,50%
-	2083	(2083)	30 يوم	09,50%	09,25%
-	4167	(4167)	30 يوم	09,50%	09%

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:

الخطوة الثالثة: نهاية المبادلة
يتم إعادة تبادل الأصول وفق سعر التحويل المحدد مسبقاً عند بداية التعاقد

الخطوة الثانية: دفع الفوائد
كلا الطرفين يدفع الفائدة الدورية عن العملة، خلال الفترة المحددة في اتفاقية عقد المبادلة

الخطوة الأولى: بداية المبادلة
كلا الطرفين يقومان بتبادل الأصول بأسعار الصرف الفورية

مثال:

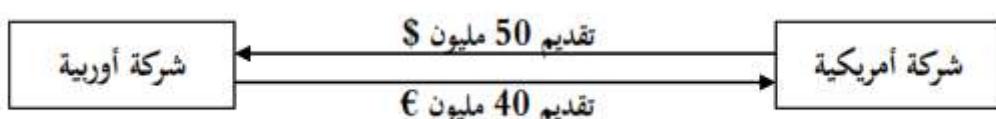
مثال: اتفقت شركة أمريكية مع أخرى أوروبية على الدخول في اتفاقية مبادلة عملة لمدة 05 سنوات، حيث كان $\$1 = €1,25$ ، و $i_{\text{e}} = 0,25\%$ ، $i_{\text{s}} = 0,325\%$. علمًا أن الشركة الأمريكية ، تملك مبلغ 50 مليون \$، والفائدة تدفع سنويًا.

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:



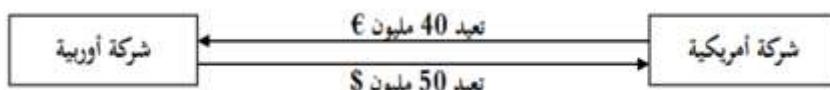
الخطوة الثانية (مدفوعات الفائدة)

و تمثل مدفوعات الفائدة الدورية في نهاية كل سنة، تدفع الشركة الأمريكية فوائد على 40 مليون أورو إلى الشركة الأوروبية بينما تدفع سنويًا الشركة الأوروبية 50 مليون دولار على الشركة الأمريكية، مثلاً هو موضع



الخطوة الثالثة: (نهاية المبادلة بعد 5 سنوات)

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



ج. مبادلة السلع:

عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد الثمن فوراً، وبيعها له في نفس الوقت بيعاً آجالاً 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 وليس 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.

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

المحور الخامس: تقنيات التقارب والإستيلاء 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 الإنداج والأدوات الداعية المستخدمة لمواجهة السيطرة العدوانية.

حيث يهتم المهندسون الماليون بإستخدام تقنيات معينة في مجال إعادة الهيكلة المالية ويتعلق الأمر بكل من: تقنية التوسيع بالإندماج أو الإتحاد، وتقنية التوسيع بالإمتلاك، وأسلوب حديث ظهر في الثمانينات يتمثل في تحويل شركات المساهمة إلى شركات خاصة عن طريق قيام مجموعة صغيرة من الأفراد الطبيعيين أو المعنوين 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 للتسخير العادي لشئون الشركة. وللهندسة المالية في إعادة الهيكلة أساليب تقليدية كالتوسيع بالإندماج (التقارب) والإمتلاك (السيطرة)،

و منذ ظهور شركات مساهمة وهي تسعى إلى السيطرة على بعضها البعض بحثاً عن زيادة الحجم لتوسيع النشاط، واكتساب الأسواق، وزيادة القدرة على المنافسة، وتحقيق الأرباح لإغراء المستثمرين. ومع منتصف القرن العشرين ظهر ذلك جلياً 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 الأصول وممتلكات الشركة الفانية.

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

- الاندماج يكون بين مؤسستين أو أكثر تكونان متقاربتان في الحجم؛

- بتحقيق عمليات الاندماج يتشكل لدينا كيان جديد أكبر وأقوى، ويتمتع بالإستقلالية، وتزول بذلك معه الشركات المندمجة⁴⁷.

تم عملية تحضير الإنداجم 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 بروكودوم على الأمريكية كوالكوم لصناعة الرقائق.

2. أنواع الاندماج

يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من الإنداجم وهي:

- **الاندماج الرئيسي:** 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 لتتوسيع نشاط الشركة ، و يكون بين شركات من أنشطة مختلفة

3. الإجراءات المرحلية لعملية الاندماج

أما بالنسبة للإجراءات المرحلية لعملية الإنداجم فهي تتعلق بـ:

- التفاوض بين الإدارة العليا في كلا الشركتين.
- الموافقة على الإطار العام للإنداجم من مجلس إدارة الشركتين.
- الموافقة على إتفاقية الإنداجم من طرف حاملي الأسهم (حالة شركات المساهمة).

و كأمثلة عن الإنداجم:

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

⁴⁷ جيلالي قالون. عمليات الاندماج و الاستحواذ و دورها في تحقيق ميزة تنافسية و زيادة القيمة للمساهمين - مقاربة نظرية. مجلد 2. العدد 3. مجلة التكامل الاقتصادي. جامعة احمد دارier. أدرار. 2014. 371.

أكبر المؤسسات التكنولوجيا في أمريكان مما جعلها تشتري Time warner شركة إعلامية أمريكية، إلا أن هذا الاندماج لم يستمر في 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 والتوزع 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 خياراً جذاباً 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 وتأثيراً 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 لكتاب الشركتين وبالتالي زيادة الكفاءة والإنتاجية.
3. تكون الشركات المندمجة أقل عرضةً 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 من للمستثمرين والممولين.
5. اعتماد أفضل الممارسات لكل من الشركتين المندمجتين وتحسين العمليات التشغيلية وتخفيف 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 أيضًا 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 تتبدل الشركات بعد اندماجها تكاليف قانونية واستشارية باهظة، ناهيك عن التعويضات المقدمة للموظفين أو المساهمين المعترضين على قرار الدمج.
3. مواجهة تحديات قانونية وتنظيمية مثل قضايا الاحتكار.
4. تشتبه 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 أيضًا الانخفاض في مستوى الكفاءة والإنتاجية.
8. تأثر سمعة الشركة سلباً نتيجة للاندماج، وربما تفقد بعض عملائها بسبب التغييرات.
9. ربما تتأثر قيمة الشركة سلباً نتيجة تقلبات الأسواق.
10. صعوبة تحقيق التكامل بين الشركتين المندمجتين.

ثانياً: الامتلاك أو السيطرة:

1. تعريف الاستحواذ

التوسيع بالإمتلاك 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 التوسيع 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، وتضفي 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. ووفقاً لهذه العملية، يتم إعادة دفع النقد الناتج عن عملية شراء الشركة إلى مساهميها، إما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة أو عن طري تسييل الأصول أو التصفية، علاوة على ذلك، يقوم المشتري بتنظيم الصفقة على أساساً أنها شراء للأصول و ذلك بانتقاء الأصول التي يرغب فيها أو ترك الأصول أو الالتزامات التي لا يرغب فيها⁴⁸.

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.

⁴⁸ موسى عبد العظيم. الاندماج والاستحواذ. الاضطراب المالي العالمي و الفرص الجديدة. بحوث استثمار. شركة الراجحي للخدمات المالية. السعودية. 2008. ص 2.

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:

التكليف المالية: قد تكون عمليات الاستحواذ مكلفة للغاية، خاصة إذا كانت تتضمن دفع مبالغ كبيرة كمبلغ 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 الشركة المستحوذة.

أمثلة:

استحواذ Pixar على disney

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 Android على google

حدث عام 2005 مقابل 50 مليون دولار، و شركة Android كانت عبارة عن شركة ناشئة في الهاتف 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 الرائلة، أما الاستحواذ يعني السيطرة المالية والإدارية لاحد الشركات على نشاط شركة أخرى، ولابد من توضيح الفرق بين مصطلحي الإندماج والاستحواذ

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

- الإستحواذ من الناحية القانونية يعني شراء نسبة كبيرة من أسهم أو أصول الشركة المستحوذ عليها من دون أن يؤدي ذلك إلى فقدان الشركة المستحوذ عليها لكيانها القانوني، أما من الناحية العملية فقد يكون الاستحواذ عملاً عدائياً أو ودياً، ففي الإستحواذ الودي فإن ممثلي الشركة المستحوذة يتفاوضون مع المساهمين في الشركة المستحوذة عليها بشأن سعر الشراء، وأما في حالة الإستحواذ العدائى 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 يتضمن عدة أشكال، منها: عرض عمومي للشراء عرض عمومي للمبادلة أو عرض عمومي للإنسحاب.

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 مقبولاً من قبل حملة الأصول فإنه سيتم قبول البيع وبذلك تستولي المؤسسة الاقتصادية صاحبة العرض العمومي للشراء على المؤسسة الاقتصادية المستهدفة بالشراء، قد يكون العرض العمومي للشراء ودياً وقد يكون عدوانياً، أي رغم عن إدارة المؤسسة الاقتصادية المستهدفة، يتوقف اختيار أحد الأسلوبين على الإستراتيجية التي تتبعها المؤسسة المستحوذة. في حالة العرض العمومي للشراء، يتم شراء الأسهم نقداً.

2. عرض عمومي للمبادلة

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

في 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 إجبارياً 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 التخلص منها لأنها تقوم بسحبها من التداول.

تجدر الإشارة بصدق 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 تنتقل الملكية إليه يقل عمره عن 40 سنة من حقه الاستفادة من تخفيض في رسم إنتقال الملكية، ويمكن الاستفادة من مثل هذا التخفيض مرة عند نهاية فترة محددة، ولتكن 10 سنوات.

في حالة العائد الثابت مثل الفوائد على السندات والقروض المصرفية، فإن لكل دولة معدل ضريبة ثابت تفرضه، ول يكن على سبيل المثال 30% نفس النسبة على فائض قيمة الأصول المالية بدلاً من رسم تصاعدي كما هو الحال في بعض الدول.

المحور السادس: الهندسة المالية والأزمات

ان موضوع الأزمة المالية من أكثر المواضيع المتداولة في البحث الاقتصادي، فهي ظاهرة سايرت مختلف مراحل تطور الاقتصاد العالمي، وأصبحت الان في عصر النظام الرأسمالي تأخذ طابعاً مختلفاً، وارتبط مفهومها بطبيعة النظام الرأسمالي، خاصة بعض ظهور العولمة المالية التي ساعدت على التحرير المالي ورفع القيود وغياب الرقابة. وسنحاول من خلال هذا المحور التعرف على الأزمة وعلاقتها بالهندسة المالية.

أولاً: مفهوم الأزمة المالية، مؤشراتها، أسبابها و أنواعها

1. تعريف الأزمة و الأزمة المالية

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

وعلى مستوى الفرد تعرف الأزمة بأنها : مشكلة شخصية ينعكس تأثيرها على الحالة النفسية أو الوضع المالي أو الحالة الصحية أو العمل الوظيفي⁴⁹.

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 وتتصبح 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 الحقيقة.

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 وإنما اصول مالية ، وهي حقوق الملكية لرأس المال المادي مثل الأسهم وحسابات الادخار ، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية وتسمى المشتقات المالية ومنها العقود المستقبلية.

وتبرز الخصائص الأساسية للأزمة المالية في النقاط التالية⁵⁰:

⁴⁹ سعد سليمان عواد. وسن يحيى احمد. تأثير صياغة المعايير المحاسبية في الإبلاغ عن نتائج الأزمات المالية في البيئة العراقية. مجلة الإدراة و الاقتصاد. العدد 42. 2019. ص230.

⁵⁰ نفس المرجع. ص231.

- الاضطراب الحاد في الأسواق المالية أو النقدية .
- الاضطراب الحاد في الأسعار العامة سواء أسعار السلع والخدمات أو أسعار المواد الخام .
- نجد 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 تقاديمها (فقدان السيطرة) لأنها تحتاج إلى التحكم والإمكانيات 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 مستقبلاً بشكل يقيني، و إلاً يمكن 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 يلي⁵¹ :

2.1 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 الهيكيلية للقطاعات المالية والنقدية: ويمكن إجمالها في النقاط التالية:

⁵¹ 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 للمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية الاقتصادية مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقدير هذه المؤسسات وأسواق المال وقطاعات البنوك بصورةها الحقيقة.
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل لما لهذه من أثر سيء على القطاعات المالية.
- انخفاض الاقتتاب في أسواق الأوراق المالية.

3. أسباب الأزمات المالية

تتعدد الأسباب المفسرة لظهور الأزمات المالية و تختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضاً حدتها وتأثيرها و مداها الزمني، و رغم ان لكل أزمة خصائصها وأسبابها، 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 ل الاحتياطات الدولية من العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى فقدان الثقة و هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.
- تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل والتي يرافقها توسيع مفرط و سريع 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 والقواعد المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولى للاضطراب.
- الطبيعة الدورية للاقتصاد الرأسمالي: يمر الاقتصاد بالمراحل المعروفة بالدورة الاقتصادية. وبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كсад، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المت هو". وفي إبان مرحلة النمو، تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسيع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض، ويببدأ المقرضون في التوسيع 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 للإئراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الإقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.

- الإنقسام المتزايد بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي والنقد: أي تدفقات السلع والخدمات وتدفقات النقود والائتمان، حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينيات، وقد أصبح هناك انقسام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الرمزي، وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضاً بين المضاربة والاستثمار⁵².

4. أنواع الأزمات المالية

يمكن التمييز بين أربعة أنواع من الأزمات المالية ذكرها فيما يلي⁵³:

1.4 أزمات العملة وأسعار الصرف وتحدث نتيجة للتغير المفاجئ في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهامها ك وسيط للتداول أو مخزن لقيمة 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 فيزيداد حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية، وعندها يحدث انخفاضاً اسمي في قيمة العملة الوطنية إزاء العملات الأجنبية حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض، مؤدياً بذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج.

⁵² قدي عبد المجيد. الجوزي جميلة. الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها 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 أفريقيا. الجزائر. 9/8 ديسمبر 2009. ص-ص 94-95

⁵³ روابح عبد الرحمن. الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية - أزمة الرهن العقاري-. مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية. دراسات اقتصادية. عدد 24. جامعة زيان عاشور. الجلفة. ص-ص 223-224.

4.2 أزمات الأسواق المالية: ويحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعات، حيث تتكون الففاعة 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 فتنهار 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 المديونة مثل عدم الاستقرار السياسي وسوء الإدارة الاقتصادية وتزايد أعباء خدمة الديون.

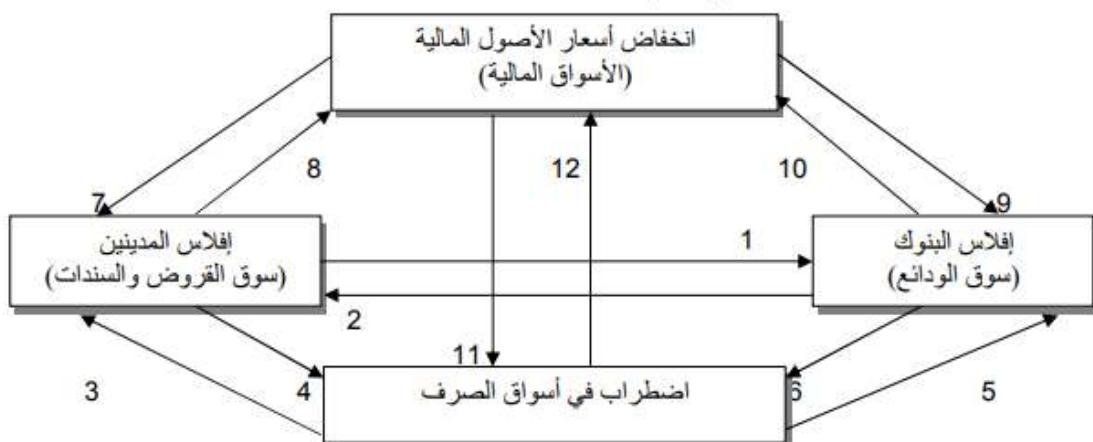
4.4 أزمات الديون: وهي أزمات تعني أن بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية (تسديدها) ، وتحدث عندما يتوقف المقترض عن السداد لمستحقاته أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفيية القروض القائمة، وهكذا فإن أزمة الديون تعكس عجز الدولة المقترضة 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 والمتتشابكة 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 نسيمة. 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 والسنادات 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 السنادات 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 السنادات 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 مصرفيّة 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 غالبة الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

القناتين رقم (9) و (10) : وتعبر 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 للأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون التخلّي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة⁵⁴.

ثانياً: أهم الأزمات المالية

شهد القرن الماضي حدوث العديد من الأزمات المالية ، وقد كانت هذه الأزمات تزداد حدتها و الخسائر الناتجة عنها، كما زادت مدة استمرار هذه الأزمات، و فيما يلي عرض لأهم هذه الأزمات⁵⁵:

1 - أزمة الكساد الكبير 1929

أوضح كينز أسباب حدوث أزمة الكساد الكبير في عام 1929 في كتابه الشهير النظرية العامة في التوظيف والفائدة والنقد؛ 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 يتربّط عليها ارتفاع الطلب على الأصول، بما يؤدي إلى ارتفاعات مبالغ فيها في أسعار هذه الأصول.

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

⁵⁵ 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 الانكماس 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 وحدوث 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 موازن مدفوعات هذه الدول، مما أسهم في وقوع أزمة البترول الثانية، حيث إن هذه الدول كانت تحصل على هذه القروض بأسعار فائدة مرتفعة، فقد أتقل ذلك كا حل 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 بأثار سلبية على البنوك المقرضة من زيادة حجم الديون المعروضة وخطر تعرضها لأزمة مصرافية.

3. الأزمة الاقتصادية المكسيكية 1994

تجرت أزمة عملة " التاكيلا" في ديسمبر 1994 في المكسيك وذلك بعد أن خفض هذا البلد عملته بشكل حاد، وعلى الرغم من أن مشكلات المكسيك قد أشعلتها تخفيض العملة، فإنها لم تكن تعانى من أزمة عملة لكن أزمة في سوق المال. وكان ارتباط العملة المكسيكية بالدولار الأمريكي، يشكل ضماناً وهماً 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 مصري 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 أي غطاء من النقد الأجنبي، إلى مشروعات تتسم بالمخاطر لاسيما في قطاع العقارات. كل هذا أدى إلى تعزيز الأزمة وصعوبة التغلب على العقبات التي أفرزتها .

5. أزمة أنرون ودوت كوم 2000

شهدت الولايات المتحدة في بداية القرن الحادى 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 والإنترن特، حيث شهدت أسهم قطاع الاتصالات ارتفاعات هائلة في أسعارها عقب تسجيلها في بورصة ناسداك، بينما كانت أرباحها الفعلية محدودة، وفي إطار سوء كفاءة الأنظمة المحاسبية والمراجعة انفجرت الفقاعة في عام 2000 ، وانهار مؤشر ناسداك بنسبة 78% في أكتوبر 2002 ، وهكذا تمثل هذه الأزمة في نطاق فقاعة المضاربة ثم الانهيار.

و ستنطرق بالتفصيل في مايلي لأزمة الرهن العقاري .

ثالثاً: أزمة الرهن العقاري

واجه الاقتصاد العالمي واحدة من أعنف الأزمات وأشدتها في تاريخه الحديث، بدأت ملامح هذه الأزمة تتضح في صيف 2007 على شكل أزمة رهن عقاري إنفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية تسببت فيها القروض العقارية الرديئة، وإنقلت عدواها على نطاق واسع وتتسارعت خطاهما بدرجة كبيرة فتعدت إلى كل أنحاء العالم بدءاً بالدول المتقدمة، إذن تحولت من أزمة في قطاع الرهن العقاري إلى أزمة مالية بحثة 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 وليس 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 ثلاثة 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- اختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي:

- وفرة السيولة على المستوى العالمي (وهذا ناتج عن العولمة وحرية حركة رؤوس الأموال)؛

- إنخفاض عام لمعدلات التضخم؛

- إنخفاض معدلات الفائدة للأجل الطويل⁵⁶؛

- إرتفاع أسعار الأصول.

ب- اختلالات على مستوى الاقتصاد الجزئي:

- شرط الربحية والمربودية: التوجه إلى سوق السندات لتوظيف رؤوس الأموال وبالتالي تمت ترخية شروط منح القروض، وكذلك خلق الإبتكارات المالية.

- التراخي في منح القروض: حيث تساهلت المؤسسات المالية في منح القروض للعائلات خاصة العقارية.

- خلق الإبتكارات 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 لمقرضين 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.

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

- **22 يناير 2008**: أقدم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على خفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 0.75 نقطة مؤدية ليصل إلى 3.5%， وهو إجراء استثنائي، تلاه تخفيضات إضافية حتى بلغ 2% بين يناير وأبريل.
- **17 فبراير 2008**: الحكومة البريطانية تؤمم بنك "نورذرن روک" 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 تتحسر، 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 العملاقتين "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية، مع ضمان ديونهما حتى 200 مليار دولار.
- **15 سبتمبر 2008**: بنك "ليمان برذرز" 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 تؤمم 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 تتواصل البنوك المركزية ضخ السيولة في الأسواق.
- **18 سبتمبر 2008**: بنك "لويذز" 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 لقادري 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 ولوکسمبورغ، كما يتم تأميم "برادفورد وبينجلي" 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 "سيتي جروب" عن استحواذه على "واكوفيا" بدعم من الحكومة، بينما علقت البورصة البرازيلية التداول بعد خسارة تجاوزت 10%.

رابعاً: دور الهندسة المالية في الأزمة

انتقلت الأزمة إلى 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 وترتبط الأسواق المالية فيما بينها، تم تداول هذه الأوراق المالية في مختلف الأسواق المالية الدولية، ومن تم لم تعد تقنية التوريق سبباً في الأزمة فقط، وإنما قناة من قنوات انتقالها من الاقتصاد الأمريكي إلى 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 إلى الحدود القصوى الضعيفة لفوائد الودائع مقارنة بفوائد السوق والتي سُقطت من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي للحد من تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج وتحسباً لتراجع حجم الودائع لدى البنوك في المستقبل.

ووفقاً لهذه المستجدات فقد أقدمت الحكومة الأمريكية على التخلّي عن نموذج التوريق الكلاسيكي واعتمد نموذج الانشاء والتوزيع" إبتداءً من سنوات التسعينيات، بحيث منحت فرصة بيع مستحقات

المؤسسة المالية المقرضة لأطراف أخرى في السوق المالية لتحسين سيولة ميزانياتها وتوزيع مخاطرها الائتمانية⁵⁷.

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

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

وعليه فإن عملية تقسيم المجمع إلى شرائح تعتبر آخر خطوة في هيكلة صفقة التوريق، حيث يمكن في عملية التقسيم هذه تمييز ثلاثة شرائح هي الممتازة، الوسطى والرديئة.

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

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

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

⁵⁷ رابح أمين المناسب. مطبوعة دروس في الهندسة المالية. مقدمة لطلبة السنة أولى ماستر. علوم تجارية. تخصص مالية المؤسسة. 2021/2022. ص 92.

⁵⁸ نفس المرجع. ص 93.

وقد كان اسراف المصارف في توريق القروض والأصول المالية ناتج عن غياب الرقابة التي سمحت لهذه المصارف باستغلال عنصرين هامين ⁵⁹:

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 توسيعها في النشاط الإقراضي الذي تجاوز رأس ماليا، فقد كانت هذه الشركات تدير أموال بقيمة 129 مليار دولار في حين أن رأسماليه لا يتعدى 4 مليارات و700 مليون دولار، فتعرضت هذه المؤسسات لخطر الإفلاس بينما توقف بعض عملائها عن سداد أقساط قروضهم وفوائدها .

ب- المشتقات المالية لم تكتف المؤسسات المالية بالتوسيع في القروض بتجاوز الرافعة المالية فحسب، بل توسيعت فيها أكثر بالبالغة في استخدام المشتقات المالية لتوليد مصادر تمويل جديدة.

فالبنك حين يقدم للأشخاص قروضاً أولية مضمونة بأصول عينية أو غير عينية، فإنه يورق هذه القروض بإصدار سندات عليها بطرحها على الجمهور، ولا يكتفي بذلك بل إنه يجمع القروض المتشابهة في محفظة ويقرض 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 يقرض بها من مؤسسة مالية أو بنك أكبر، وهكذا تتوالى موجات التوريق واشتراق القروض موجة بعد الأخرى، وتزداد معيار المخاطر إلى حد التشابك بحيث يؤدي إلى إعسار بعض المقترضين إلى تردي المنظومة كلها لأنه لا يتوافر فيها ضمانات عينية كافية لسدادها، فضماناتها قد تكفي لتعطية الموجة الأولى من عمليات التوريق ولكنها لا تكفي لضمان تغطية الموجات التالية.

ومع تشابك الأسواق المالية العالمية وارتباطها ببعضها البعض، تحولت هذه الأزمة المالية الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية، تأثرت بها أسواق المال والبنوك في الدول المتقدمة بشكل رئيسي و مباشر، 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 وبنسب متفاوتة، مع ارتفاع حجم الخسائر والإفلاس وتراجع حجم الإنتاج الصناعي في كثير من الدول المتقدمة بسبب انخفاض التمويل

⁵⁹ خير الدين مجذوب بوزرب. أبو بكر الشريف خوالد. التوريق المصرفي ودوره 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 وترتبط أسواق الإنتاج والاستهلاك العالمية ببعضها، دخل العالم مرحلة من الانكمash 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 اندلاع أزمة الرهونات العقارية الأمريكية، وأدت إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية والمصرفية والتي كان من بين أهم أسباب إنهيارها 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 توعوية إبداعية لأدوات التمويل في الأسواق المالية بما فيها النقدية والتي تتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال الإطار الإسلامي الذي يشترط مبدأ الالتزام بالمشاركة بالربح أو الخسارة والتخلص عن شروط الفائدة الربوية في تشريع المعاملات المالية المشروعة بهدف تلبية حاجيات تمويلية جديدة تحقق الرفاه الاجتماعي والاقتصادي للمجتمع⁶⁰.

كما تعرف بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عملية التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات و العمليات المالية المبتكرة، إضافةً إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، و كل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي⁶¹.

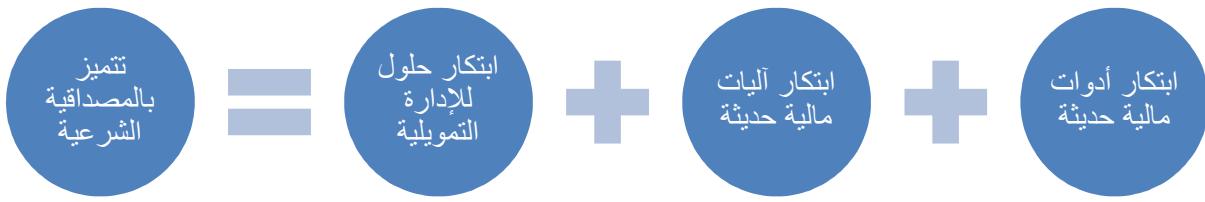
يشير التعريف السابق إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- 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 سيميزها بالمصداقية 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 الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها المالية.

⁶⁰ لحضر 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 خير. بسكرة. الجزائر. ص 48.

⁶¹ عبد الكريم قندوز. الهندسة المالية الإسلامية. مرجع سابق ذكره. ص 19.



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 حج مشروع مستخدم المال أولاً ينجح، وهذا ما تبيحه الشريعة الإسلامية.

ب- قاعدة الخراج بالضمان: "القصد من الفاعدة هو أن الذي يضمن أصل شيء جاز له أن يحصل على ما تولد عنه من عائد، فمثلاً 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 الإنقاض به لمن ضمن و هو المصرف لأنه يكون ملزماً بإستكمال النقصان الذي يتحمل 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 أياً كانت أشكالها أخذها وعطاء، إيداع أو توظيف، قبولاً أو خصماً، ظاهرة أو مخفية، محددة متقدماً أو مؤخراً، ثابتة أو متحركة، أ عملاً 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 (وَإِنْ تُبْثِمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَنْظُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ) ، و يقول الله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَدَرِّوا مَا بَقَيَ مِنَ الرِّبَا إِنْ كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ) . وقال رسول الله (ص) "اجتنبوا السبع الموبقات" ، وذكر منها الربا،

وهو حرم في جميع الأديان السماوية وهو قسمان: ربا النسيئة وهو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل، وهذا النوع حرم بالكتاب والسنّة وإجماع الأئمة، وربا الفضل الذي هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة، وهو حرم لأنّه ذريعة إلى ربا النسيئة، و يمكن التعرف أكثر على موضوع الربا بالطرق إلى كتب الفقه و الشريعة⁶².

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 تشمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع، وحرمتها كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرم في الشرع الإسلامي، فما لم تشمل تلك العقود على أمر حرم 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 حرم 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 أدائه حسب استطاعته وفي هذا رفع للحرج عن العباد، وقد عبر العلماء عن هذه القاعدة بقولهم: المشقة توجب التيسير، يقول الله تعالى (لَا يُكَافِّ اللَّهُ تَفْسِيرًا إِلَّا وُسْعَهَا) ، ويقول تعالى: (وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ) . وقال النبي (ص): "إِنَّ الدِّينَ يُسَرٌ وَلَنْ يُشَادَ الدِّينُ أَحَدٌ إِلَّا غَلَبَهُ وَيُظَهِّرُ أَثْرَ هَذِهِ الْقَوْدَةَ وَاضْحَى فِي التَّكَالِيفِ الشُّرُعِيَّةِ، فَإِنَّ اللَّهَ لَمْ يَفْرُضْ عَلَى الْمُؤْمِنِينَ مِنَ الْعِبَادَاتِ إِلَّا مَا وَسَعُهُمْ، وَفِي مَجَالِ الْمُعَامَلَاتِ نَجَدُ الْقَوْدَةَ مُطْرَدَةً حِيثُ جَعَلَ اللَّهُ سُبْحَانَهُ بَابَ التَّعْاقِدِ مُفْتَوِحًا أَمَامَ الْعِبَادِ وَجَعَلَ الْأَصْلَ فِيهَا مِنَ الْإِبَاحَةِ وَلَمْ يَضُعْ مِنَ القيودِ إِلَّا تَلْكَ الَّتِي تَمْنَعُ الظُّلْمَ أَوْ تَحْرِمُ أَمْوَالَ النَّاسِ بِالْبَاطِلِ وَتَنْتَصِحُ أَهْمَيَّةَ هَذِهِ الْقَوْدَةِ كَذَلِكَ فِي أَنْ تَقْيِيدَ النَّاسَ وَالْمُتَعَالِمِينَ بِالْعُقُودِ الْقَدِيمَةِ فِيهِ حَرْجٌ وَتَضِيقٌ عَلَيْهِمْ، لَأَنَّهَا لَا تَقْيِي بِكُلِّ إِحْتِياجَاتِهِمْ وَهِيَ مُتَوْعِدَةٌ وَمُتَزَادَةٌ ، مِنْ هَنَا بَرَزَتْ ضَرُورةُ الْهَنْدَسَةِ الْمَالِيَّةِ الْإِسْلَامِيَّةِ وَأَهْمِيَّتُهَا فِي تَطْوِيرِ تَلْكَ الْعُقُودِ كَالْمَرْجَ

بين أكثر من عقد أو إسحادات أخرى، كل ذلك في إطار موجهات الشرع الإسلامي بما يلبي الحاجات المتزايدة للتمويل هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن ما تقوم به المؤسسات المالية التقليدية من تطوير

⁶² محمد أبو زهرة. الملكية و النظرية العقد في الشريعة الإسلامية. 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 طبعاً في إيجاد تلك البدائل⁶³

4.3 الإستحسان والإستصلاح :

الإستحسان هو باب لحرية التعاقد، ويرى عن الإمام مالك أنه قال : الإستحسان تسعة أعشار العلم." والإستحسان هو ما يستحسن المجتهد بعقله من غير أن يوجد نص يعارضه أو يثبته، 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 المرسلة أو الإستصلاح، فهو أوسع شمولاً. ومعنى المصالح المرسلة الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يلتقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغالها أو اعتبارها .

5.3 التحذير من بيعتين في بيعية واحدة:

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

ثانياً: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ، أهدافها و أهم خصائصها

1. أهمية الهندسة المالية الإسلامية

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

⁶³ نفس المرجع. ص243

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

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

فضلاً عما سبق، تظهر أهمية الصناعة المالية الإسلامية من خلال سعيها المستمر إلى توسيع مصادر الربحية للمؤسسة المالية، وتجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو، محاولة تقليل مخاطر الاستثمار بتنوع 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 تمتاز بالمصداقية الشرعية؛
- تحقيق الكفاءة الإقتصادية من خلال توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وأيضا تخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة؛
- تنويع عوائد المستثمرين وتتوسيع مصادر تحقيق الأرباح؛
- المساهمة في إنعاش الاقتصاد من خلال الاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربويا؛
- تحقيق الملاعنة 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 الاستثمار.

3. خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تهدف الهندسة المالية الإسلامية كما التقليدية إلى خلق منتجات جديدة أو تحسين المنتجات القائمة، غير أن الهندسة المالية الإسلامية تتفرد بخصائصتين يمكن اعتبارهما من القيود التي تضبط عمليات الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية، ندرجها فيما يلي⁶⁴:

- **المصداقية 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 وأدوات نموذجية. بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقاييس 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 بالمشاركة⁶⁵

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 رأس المال المشروع و ادارته، فالتمويل

⁶⁴ سامي سوilem. صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي. مركز البحث. شركة الراجحي المصرفية للاستثمار. السعودية.

.2004. ص17

⁶⁵ عبد القادر حيرش. مطبوعة الهندسة المالية . موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم السيير. تخصص: مالية البنوك و التأمينات. 2018/2017 ص105

بالمشاركة لا يقوم علىأخذ 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 بالتمليك 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 المتناقصة بالتمليك المتناقصة: كما هي في عصرنا الحاضر تتشاً غالباً بين بنك وشخص طبيعي أو اعتباري يمنح فيها الحق لأحد الشريكين بمتلك حصة الشريك الآخر إما دفعه 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 كالتالي⁶⁶:

- أن يكون رأس المال نقدياً؛
- أن يكون رأس المال معلوماً وموجوداً بالاتفاق؛
- أن يتم توزيع الأرباح بالنسبة المتفق عليها؛
- توزيع الخسائر بنسبة مساهمة كل طرف في رأس المال، ولا يجوز الاتفاق على غير ذلك؛
- أن يكون الربح موزعاً بين المشاركين 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 تعدد أو قصر؛
- ليس للشريك التبرع بمال الشركة أو الإقراض أو الهيئة أو الإعارة؛

2. التمويل بالمضاربة:

2.2 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 ربحت الشركة كان الربح بينهما أنصافاً أو ثلثاً أو أرباعاً على حسب

⁶⁶ نفس المرجع.106

الشرط، وإذا لم تربح لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله، وضائع على العامل كده وما بذلك 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 مدخلات أصحاب رؤوس الأموال بصورة انفرادية لدى البنك، فيirim 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 تعين المكان والزمان. وصفة العمل، فالمضاربة المطلقة يكون للمضارب فيها حرية التصرف، كيما 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 بالمراجعة:

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

3.1 تعريف المربحة: المربحة هي أحد أهم أشكال البيوع التي تبني على البيع يمثل الثمن الأول مع زيادة ربح يتلقى عليه الطرفان بشرط أن يكون معلوماً لهما⁶⁷.

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 مثلاً توافر الأهلية في أطراف العقد؛ والمتعاقد عليه؛ يشترط في هذا الركن مثلاً 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 شرعاً (شرعية المبيع)

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

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

- صحة العقد الأول والذي بموجبه اشتري البنك السلعة، فإن كان فاسداً لم يجز البيع، لأن ما بني على فاسد فهو فاسد أيضاً.

3.2 الخطوات العملية في بيع المربحة للأمر بالشراء توجز كما يلي:

1. أن يحدد المشتري السلعة التي يريدها 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 والضمادات من كفالة وغيرها؛

5. يقوم البنك الإسلامي بشراء السلعة من البائع ويدفع ثمنها إليه نقداً، ويرسل موظفاً 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 الواقع فيما هو محظور شرعاً، ويجب التدقيق الشديد في مراحله التنفيذية كي لا يتحول حيلة شرعية، إذ تعتبر صيغة المربحة -في إطار ضوابطها الشرعية-

⁶⁷ ناصر سليمان. محسن عواطف. مرجع سبق ذكره. ص 128

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

4. صكوك الإجارة

هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعبة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة في الذمة تقدم من ملتزمها لحاملي الصك في وقت مستقبلي، كما عرفت بأنها "أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تخلو مالكها حقوقاً وتحمله مسؤوليات بمقادير ملكيته".

ويعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأن الغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلّق 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 حصصاً 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 قرضاً 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 وبافي أنواع الصكوك الإسلامية.

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

5. المزارعة:

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

6. المساقاة:

هي تقديم الثروة النباتية (الزرع والأشجار المثمرة) المحددة لمالك معين إلى عامل ليقوم باستغلالها وتنميتها (الري أو السقي والرعاية) على أساس أن يوزع الناتج في الشمار بينهما بحصة نسبية متقد علىها.

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 وادارة محافظ المشتقات المالية يحتاج إلى مهارة وحذق كبيرين في فن إدارة المخاطر، وعلى الرغم من المكاسب التي قد تتحققها 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 والتكيف الفقهي للمشتقات المالية في إطار الهندسة المالية الإسلامية

1. عقود الخيارات وتكيفها الفقهي

تم تكيف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي⁶⁸:

الخيار الشرط: حيث يدخل الشخص في العقد اللازم لأحد صيغ البيع أو الإجارة أو الاستصناع، ويشترط حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة، الأمر الذي يتتيح 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، وإنما يخسر العربون.

⁶⁸ عبد القادر حيرش. مرجع سابق ذكره. ص-ص 109-110

2. عقود المستقبليات في إطار عقد الاستصناع

تعتبر المستقبليات من بين العقود التي يتم فيها تسليم البديلين في وقت لاحق، ولقد إنفق الفقهاء على عدم جواز التعامل بالمستقبليات وذلك لأسباب الآتية:

- يعتبر تأجيل تسليم الثمن والمثمن من بيع الدين بالدين المجمع تحريمها؛
- تشتمل العقود المستقبلية على الربا المتافق على تحريمه، وهذا في حالة العقود على الذهب والفضة التي يشترط فيها التقادب، وإلا وقع المتعاقدان في ربا النسئة؛ تنتهي هذه العقود بالتسويات النقدية، ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطاً في العقد، من باب القمار معناه إذا كانت التسوية غير مشروطة، الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر. وقد كيفت 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 وصفاً دقيقاً كما ونوعاً 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 الأسهem المتداللة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقد السلم الجائز شرعاً، حيث أن هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتحقق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتتأجل فيه التسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإن العقود الآجلة تختلف عن عقد السلم في عدة أمور :

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

خامساً: التوريق الإسلامي (التصكيك)

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

المالية الإسلامية فهو وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا 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 دخلا ، وثانيا ملكية هذه الأصول لجماعة المستثمرين حسب حصصهم، و يمكن تلخيص أهم الفروقات بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي في الجدول التالي:

التوريق المصرفي الإسلامي	التوريق المصرفي التقليدي
<ul style="list-style-type: none"> - تورق الأصول المدراة للدخول. - تورق الأصول العينية الحقيقة. - التدفقات على أساس الأرباح المحققة. - إصدار أوراق مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. - تحكم الضوابط الأخلاقية عمليات التورق حيث المشاركة في المخاطر والمكاسب. - يساهem في نمو الاقتصاد الحقيقي. 	<ul style="list-style-type: none"> - توريق القروض المدراة للفوائد. - توريق الديون. - التدفقات تكون على أساس تغيرات الفائدة. - إصدار أوراق مالية تتوافق والمعايير والقوانين الوضعية. - تحمل المخاطر للمستثمرين. - يساهem في نمو الاقتصاد المالي.

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 الاستثمارية القائمة على تحمل المخاطر، وهذه الإستراتيجية تتطلب دراسة مستمرة لإحتياجات السوق والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية الازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية المنتجات 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 المصداقية 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 وتضادفها 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 الازمة 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 بلعزيز. 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 سويم. صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي. مركز البحث. شركة الراجحي المصرفية للاستثمار. السعودية. 2004.
- عبد الكريم قندوز. الخيارات. المستقبليات و المشتقات المالية الأخرى. دار النشر E kutub ltd . لندن. 2017 ص34.
- مبارك بن سليمان آل فواز. الواقعية المالية من منظور إسلامي. مركز النشر العلمي. السعودية. 2010.
- محمد أبو زهرة. الملكية و النظرية العقد في الشريعة الإسلامية. دار الفكر العربي. القاهرة.
- محمد مطر فايز. إدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر. عمان. 2005. 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 أدواتها 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 عربي الحاج. 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 للإدارة 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 française. Dar el ouloum. 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 نسمة. الأزمات المالية و إمكانية التوفيق 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 دكتوراه في العلوم الاقتصادية. جامعة الجزائر3. 2018/2017.

3. المجالات

- خير الدين مجذوب 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
- رواح 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 يحيى احمد. تأثير صياغة المعايير المحاسبية في الإبلاغ عن نتائج الأزمات المالية في البيئة العراقية. مجلة الإدارة و الاقتصاد. العدد 42. 2019

- ¹ 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- مقاربة نظرية. مجلد 2. العدد 3. مجلة التكامل الاقتصادي. جامعة احمد دارية. أدرار. 2014
- رانية كوثر رابحي. إبراهيم بومزايد. مقاريات 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 تشريع الأسواق المالية. مجلة البحث 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 بباباس. التوريق بين الواقع العملي و التكيف الشرعي - دراسة حالة ماليزيا. المجلد 4. العدد 1. مجلة البحث الاقتصادية و المالية. جامعة ام البوقي. 2017

4. المطبوعات الجامعية

- نعيمة العربي. الهندسة المالية. مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة . قسم علوم التسيير و العلوم التجارية. 2019/2020
- دروري لحسن. مطبوعة التشخيص المالي. جامعة محمد خيضر بسكرة. 2014/2015
- راجح أمين المانسبع. مطبوعة دروس في الهندسة المالية. مقدمة لطلبة السنة أولى ماستر. علوم تجارية. تخصص مالية المؤسسة. 2021/2022
- عبد القادر حيرش. مطبوعة الهندسة المالية . موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم السبيير. تخصص: مالية البنوك و التأمينات. 2017/2018

- مسعود مجيطنة. 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. 2018/2019.

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

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. 16-15 ديسمبر 2010

- الطاهر هارون. نادية العقون. الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها ، آليات انتشارها و الآثار المتربطة 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 الجانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية العالمية. جامعة المنصورة. مصر 1 و 2 ابريل 2009

- قدí 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. 9/8 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

- هواري سويسى. محمد امين كمامي. 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