



جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة الدعم البيداغوجي ضمن مقياس:

# الهندسة المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس

تخصص: محاسبة ومالية

من إعداد: د/ بن قراب صفية

السنة الجامعية: 2022/2021

## فهرس المحتويات

أ.....	مقدمة
1.....	<b>الفصل الأول: مدخل إلى الهندسة المالية</b>
1.....	أولاً- الهندسة المالية ( فلسفتها، نشأتها وأسباب ظهورها)
3.....	ثانياً- تعريف الهندسة المالية
4.....	ثالثاً- مجالات الهندسة المالية
10.....	رابعاً- علاقة الهندسة المالية بالإبتكار المالي
11.....	خامساً- المهندسون الماليون والمهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية
12.....	سادساً- أهداف الهندسة المالية
14.....	أسئلة الفصل الأول
15.....	<b>الفصل الثاني: الأسواق المالية</b>
15.....	أولاً- مفهوم السوق المالي
16.....	ثانياً - السوق النقدي
17.....	ثالثاً - سوق الأوراق المالية
26.....	أسئلة الفصل الثاني
27.....	<b>الفصل الثالث: تشخيص وتقييم المؤسسات</b>
27.....	أولاً- تشخيص المؤسسة
28.....	ثانياً- أنواع التشخيص
31.....	ثالثاً- تقييم المؤسسة
33.....	رابعاً- مقاربات وطرق تقييم المؤسسات
39.....	أسئلة الفصل الثالث
40.....	<b>الفصل الرابع: المشتقات المالية</b>
40.....	أولاً: المشتقات المالية ( نشأتها، تعريفها وخصائصها)
41.....	ثانياً: أهمية المشتقات المالية وأسواقها

42.....	ثالثا: أنواع المشتقات المالية.....
59.....	رابعا: مخاطر التعامل في المشتقات المالية.....
61.....	أسئلة وتمارين الفصل الرابع.....
<b>67.....</b>	<b>الفصل الخامس: التوريق</b> .....
67.....	أولا: ماهية التوريق.....
69.....	ثانيا: أطراف ومنتجات عملية التوريق.....
71.....	ثالثا : أنواع وخطوات عملية التوريق.....
72.....	رابعا: المخاطر الناجمة عن التوريق وعلاقته بحدوث الأزمة المالية العالمية (2008).....
75.....	أسئلة الفصل الخامس.....
<b>76.....</b>	<b>الفصل السادس: الاندماج والاستحواذ وإعادة الهيكلة</b> .....
76.....	أولا- الجذور التاريخية لتطور ظاهرتي الاندماج والاستحواذ.....
78.....	ثانيا: أساسيات حول الاندماج والاستحواذ.....
80.....	ثالثا- الفرق بين الاندماج والاستحواذ وآثارهما.....
82.....	رابعا- إعادة الهيكلة.....
85.....	أسئلة الفصل السادس.....
<b>86.....</b>	<b>الفصل السابع: الهندسة المالية الإسلامية</b> .....
86.....	أولا: ماهية الهندسة المالية الإسلامية.....
88.....	ثانيا: محددات الهندسة المالية الإسلامية والفرق بينها وبين الهندسة المالية التقليدية.....
89.....	ثالثا: مبادئ وأهمية الهندسة المالية الإسلامية.....
91.....	رابعا: أدوات الهندسة المالية الإسلامية.....
98.....	خامسا: تحديات الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها.....
100.....	أسئلة الفصل السابع.....
<b>101 .....</b>	<b>قائمة المراجع</b> .....

تعد الهندسة المالية عملية تطويرية إنطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المؤسسات الاستثمارية بصورة عامة. فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية، وقد أدى التغيير المستمر في البيئة المالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة تتمتع بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد. وتضم الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة.

ففي ظل تزايد حدة المخاطر في الثمانينيات وبشكل واضح في التسعينيات مع تنامي اللجوء إلى عملية التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية، هذا التفاعل للمخاطر من جهة وعجز مختلف الوسائل التقليدية (التأمين، التنويع... إلخ) من جهة أخرى دفع المهندسين لابتكار أدوات مالية جديدة لتقليل من حدة المخاطر وإدارتها، وكانت ما يعرف بالمشتقات المالية، حيث ظهرت بصورة بسيطة ثم تطورت بشكل هائل لتشمل المشتقات المختلطة، الهجينة، ومشتقات القروض، وتعتبر المشتقات المالية من أبرز ما أنتجته الهندسة المالية وأهم ما وصلت إليه مراكز البحث والتطوير من ابتكار وتجديد مالي، فهي أدوات مالية ترتبط قيمتها بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة ما والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية حيث تعتبر عقود الخيار، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلات من أهم أنواع المشتقات المالية والأكثر تداولاً في الأسواق المالية.

بدورها تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً بالاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية، تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة استجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية، ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية بدورها تجمع بين موجهات الشريعة الإسلامية واعتبارات الكفاءة الاقتصادية.

ولهذا سنحاول من خلال هذه المطبوعة والمتكونة من مجموعة من المحاضرات في مقياس الهندسة المالية والموجهة لطلبة السنة الثالثة تخصص محاسبة ومالية إلى تمكين الطالب من معرفة ومناقشة ما يلي:

- ماهية الهندسة المالية وأهميتها؛

- طبيعة السوق المالي والتميز بين مختلف أقسامه والأدوات المالية الممكن تداولها فيه؛

- كيفية تشخيص وتقنيات تقييم المؤسسة باعتبارهما شرط مسبق لاتخاذ أي قرار من قبل المهندس المالي؛

- ماهية المشتقات المالية وأنواعها باعتبارها أهم ما أنتجته الهندسة المالية والتعرف على مختلف المخاطر المصممة لإدارتها؛

- التوريق ومختلف الاطراف المتدخلة في إتمامه وأهم منتجاته؛

- الاندماج والاستحواذ وإعادة الهيكلة باعتبارهم من بين الحلول التي قدمتها الهندسة المالية كي تساعد إدارة المؤسسات في تحقيق أهدافها؛

- الهندسة المالية الإسلامية وأهم أدواتها والفرق بينها وبين الهندسة المالية التقليدية.

وقد تم تصميم هذه المطبوعة لتحقيق مجموعة الأهداف السابقة، حيث تتألف هذه المطبوعة من 07 فصول تشمل الجوانب الأساسية لمقياس الهندسة المالية.

فيما يخص الفصول التي تتألف منها المطبوعة فهي:

**الفصل الأول:** مدخل إلى الهندسة المالية.

**الفصل الثاني:** الأسواق المالية.

**الفصل الثالث:** تشخيص وتقييم المؤسسة.

**الفصل الرابع:** المشتقات المالية.

**الفصل الخامس:** التوريق.

**الفصل السادس:** الاندماج والاستحواذ وإعادة الهيكلة.

**الفصل السابع:** الهندسة المالية الإسلامية.

## الفصل الأول: مدخل إلى الهندسة المالية

في ظل التحرير المالي والاقتصادي وموجات التغيير في الأسواق المالية العالمية والتقلب في أسعار الصرف وأسعار الفائدة، زاد بشكل كبير تعرض أسواق الأوراق المالية للمخاطر وزيادة حدتها بسبب إشتداد المنافسة وزيادة حالات عدم الاستقرار والأزمات المالية، مما أدى إلى الزامية البحث عن سبل لإدارة هذه المخاطر والحد من أثارها عن طريق البحث عن إبتكارات مالية جديدة تمثلت فيما أفرزته الهندسة المالية من منتجات مالية مستحدثة، والتي قدمت مجموعة من الحلول للمشاكل التمويلية وإدارة المخاطر، تقليل التكاليف وتعزيز فرص تحقيق الربح.

سنحاول من خلال هذا الفصل أن نوضح بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهندسة المالية.

### أولاً- الهندسة المالية( فلسفتها، نشأتها وأسباب ظهورها)

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية، والتي شكلت اللبنة الأولى لنشأة مفهوم الهندسة المالية، كما ساهمت عوامل لتسريع ظهورها.

**1- فلسفة الهندسة المالية:** تعتبر الهندسة مصطلح مشتق من كلمة انجليزية هي engineering والمعرفة عامة على أنها الأنشطة الفكرية التي تساهم بتصميم العمل بطريقة عقلانية وعملية مع ضمان تكامل مختلف التنظيمات التي تساعد على تحقيقه.

فظهر الهندسة المالية كمفهوم جديد في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي في السنوات الأخيرة من القرن العشرين، أتاح إمكانية الحصول على عوائد متعددة من صفقات يومية للأدوات المالية، وبذلك أصبحت الهندسة المالية تؤدي دور مهم في تنشيط البورصات العالمية من خلال تحقيق ابتكارات مالية جديدة تساعد الشركات الاستثمارية، فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية، بالإضافة إلى ظهور أسواق مالية ناشئة ومراكز مالية عالمية<sup>1</sup>.

**2- نشأة الهندسة المالية:** تعود نشأة الهندسة المالية الى عام 1950، ويعد العالم الاقتصادي الأمريكي هاري ماركويتز أول من استخدم مصطلح الهندسة المالية للإشارة إلى الطرق المستخدمة في معالجة الأزمات المالية التي تصيب المحافظ الاستثمارية.

<sup>1</sup> تامر بن صوشة، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2018/2017، ص 23.

في مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة العلمية الواسعة مثل Recharad Rohy Fischer black في البحث عن كيفية تطوير منتجات الأسواق المالية وذلك لتلبية حاجات المعاملين المتزايدة والمتجددة، وفي منتصف الثمانينات ظهرت الهندسة المالية للوجود بهدف اعانة وخدمة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية التي يفرضها السوق وبيئة المشاريع، وفي عام 1992 أنشئ الاتحاد للمهندسين الماليين لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو 2000 عضو من شتى أنحاء العالم<sup>2</sup>. يمثلون الممارسين والأكاديميين، والمهنيين للمحاسبة، والقانون والنظم، والمجتمعات رفيعة المستوى في التقنيات العلمية، كما قام الاتحاد بوضع معايير للصناعة تركز على النظرية والتطبيق.

### 3- أسباب ظهور الهندسة المالية: قد ساهمت عوامل عديدة في ظهور الهندسة المالية، نذكر من بينها<sup>3</sup>:

- ✓ انهيار اتفاق بریتون وودز وهو الأمر الذي ترتب عليها حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، فكانت سبب لتطوير عقود الصرف الآجلة والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف؛
- ✓ زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل؛
- ✓ انهيار أسواق المالية العالمية المتتالية، دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية؛
- ✓ المنافسة المالية فيما بين المؤسسات المصرفية والمالية، دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل؛
- ✓ تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية، فضلاً عن أن استخدام النظام الإلكتروني للتداول يخفض تكلفة المعاملات إن كان على مستوى تكاليف البحث عن المعلومة والمتعاملين؛
- ✓ ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من الصعب الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها التقليدية من اشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال، لذلك ظهرت الحاجة لابتكار وإبداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

<sup>2</sup> عبد الصمد سعودي، مسعودة بن لخصر، أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية (دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار الفرصة)، العدد 2، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الشهيد حمة لخصر، الوادي، 2017، ص 122.

<sup>3</sup> خلف الله بن يوسف، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، مطبوعة جامعية، المركز الجامعي أفلو، الأغواط، 2016/2017، ص 4.

## ثانياً - تعريف الهندسة المالية

إن معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، لهذا نجد اختلاف تعريفات هذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه.

### الجدول رقم(1): تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الاسواق المالية ومنشآت الاعمال

تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر منشآت الاعمال	تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الاسواق المالية
فهي تعنى بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية.	مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. يسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، و بالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. يعتبر هذا مهماً جداً بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.

المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص3.

تعني الهندسة المالية إنشاء منتجات مالية جديدة ومحسنة من خلال التصميم المبتكر أو إعادة تغليف الأدوات المالية الحالية. يستفيد المهندسون الماليون من أدوات رياضية متنوعة من أجل إنشاء استراتيجيات استثمار جديدة. يمكن أن تكون المنتجات الجديدة التي أنشأها المهندسون الماليون بمثابة حلول للمشكلات أو كطرق لتعظيم العوائد من فرص الاستثمار المحتملة<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Neta Baporikar, **Understanding Financial Engineering**, MBA Review, Australia, 2009, P42.



يمكننا في الأخير تعريف الهندسة المالية بأنها: "التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل". وهو بذلك يشير أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة<sup>5</sup>:

-أولاً: إبتكار أدوات مالية جديدة، مثل بطاقات الإئتمان.

-ثانياً: إبتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل تبادل من خلال الشبكة العالمية.

- ثالثاً: إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

### ثالثاً - مجالات الهندسة المالية

تحدد نطاق الهندسة المالية في ثالث مجالات أساسية هي:

1- المجال الأول: ابتكار أدوات مالية جديد أو تطوير القديمة: طور المهندسون الماليون الأوراق المالية التقليدية مثل الأسهم والسندات إلى العديد من الأوراق المالية المستحدثة، منها<sup>6</sup>:

1-1- مستحقات الأسهم العادية: ظهرت أنواع جديدة وكثيرة من الأسهم العادية بفضل الهندسة المالية، نذكر منها:

1-1-1- الأسهم العادية لأقسام الإنتاج: هي أسهم مرتبطة بالأرباح التي يحققها قسم معين من الإنتاج في الشركة، وقد طبقتها بعض الشركات الأمريكية.

1-1-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: في الأصل فإن الأرباح التي توزع على المساهمين لا تعتبر بمثابة أعباء يجب خصمها من الإيرادات قبل احتساب الضرائب، ولكن في أمريكا صدر تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من الأسهم العادية للعاملين فيها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية الشركة، بخصم توزيعاتهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة .

1-1-3- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت في أمريكا في 1984، حيث تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة عقب الإصدار،

<sup>5</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلد 20، العدد2، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، 2007، ص11.

<sup>6</sup> مغنية موسوس، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، جامعة شلف، 2021/2022، ص ص 11، 12.

بغرض تجنب مخاطر انخفاض قيمة السهم، والتعويض يكون: إما في صورة أسهما عادية إضافية، إما في صورة نقدية أو إما في صورة أسهم ممتازة.

**1-1-4- أسهم المؤشرات:** هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة، قيد أول مرة في بورصة نازداك في مارس 1999 .

**1-2- مستحدثات الأسهم الممتازة:** بتطوير الأسهم الممتازة ظهرت لها أنواع عديدة منها :

الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: وهي أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في التصويت في الجمعية العامة للمساهمين في الشركة، عكس الأسهم الممتازة العادية التي لا تمتلك هذا الحق.

**1-2-1- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** هي أسهم ممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها بذلك، حيث تحدد طريقة تحويلها ونسبتها وكذلك موعد تحويلها في نشرة الإصدار.

**1-2-2- الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء:** هي أسهم ممتازة عند شرائها ترفق معها صكوك تسمى warrants ، تمنح صاحبها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة مستقبلاً، بسعر معين متفق عليه خلال فترة زمنية معينة، ويمكن تداول هذه الصكوك بذاتها أو أن يتم تداولها مع الأسهم الممتازة المصاحبة لها.

**1-2-3- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** هي أسهم ممتازة ترتبط توزيعاتها بمعدل العائد على سندات الخزنة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثالث أشهر، بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، بشرط أن نسبة التوزيعات لا تقل ولا تزيد عن الحدود العليا والدنيا المشرعة، مثل الحد الأدنى 7.5% والحد الأعلى 15.5% من القيمة الاسمية للسهم.

**1-3- مستحدثات السندات:** أكثرها استحدثت في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي، وهي تختلف عن السندات العادية، منها:

**1-3-1- السندات ذات معدل الفائدة المتحرك(المتغير):** يتغير سعر الفائدة على هذه النوع من السندات كل نصف أو ربع سنة، حسب تغير سعر الفائدة على الودائع الآجلة، وذلك لتدعيم قدرة المستثمرين لمواجهة التضخم.

**1-3-2- السندات ذات الدخل:** هي سندات مشروطة بتحقيق الشركة لأرباح، أي إذا حققت الشركة أرباحاً فإن حامل السند سيحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى.

**1-3-3- السندات الرديئة:** هي سندات تتعرض لمخاطرة كبيرة تصل إلى 85% و90% ويكون سعر فائدتها مرتفع.

**1-3-4- سندات المشاركة:** تمنح المستثمر حق الفوائد الدورية، بالإضافة إلى جزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.

**1-3-5- السندات القابلة للتحويل:** هي سندات ذات سعر فائدة ثابت وتاريخ استحقاق معلوم، تعطي لحاملها خيار تحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تحويلي يحدد عند إصدار السند.

**1-3-6- السندات المضمونة بأصول:** وتكون مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات، أو بأصول لها عائد تمتلكه الشركة المصدرة.

**1-3-7- سندات ذات صكوك الشراء:** هي سندات ترفق بصكوك "Warrants" تصدرها الشركة، تعطي لحاملها حق شراء عدد معين من أسهم الشركة مستقبلاً، وبسعر متفق عليه خلال فترة زمنية.

**1-3-7- السندات التي لا تحمل معدل كيون:** وهي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية (أي بأقل من قيمتها)، على أن يسترد حاملها القيمة الاسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في البورصة بالسعر السائد، قبل تاريخ الاستحقاق، وقيمة هذه السندات تزداد بمرور الوقت.

بالإضافة إلى ذلك فإن أهم مستحدثات الهندسة المالية هي عقود المشتقات (سوف يتم التطرق لها لاحقاً).

**2- المجال الثاني: ابتكار عمليات مالية جديدة:** الهدف منها تخفيض تكاليف العمليات من خلال سرعة تنفيذها، وتحقيق فيها المكاسب لكافة الأطراف المعنية، بما يضمن لتلك العمليات المبتكرة الصمود والاستمرار، وفي ما يلي بعض هذه العمليات:

**2-1- التسجيل من الرف:** قبل طرح أي ورقة مالية للاكتتاب فإنه يجب القيام بعملية التسجيل وذلك من خلال تقديم طلب التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة، حيث تقوم هذه الأخيرة بالتأكد من أن البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها للتداول، ولتحقيق ذلك ألزم القانون المنشأة بتقديم طلب أو صحيفة تسجيل في كل مرة ترغب فيها بإصدار أو راق جديدة، ويقتضي التسجيل بتزويد هيئة الأوراق المالية والبورصة ببيانات عن المنشأة المعنية، ومعلومات عن الاتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار المنوط به عملية الطرح، ونذكر بعض أهم تلك البيانات<sup>7</sup>:

✓ طبيعة نشاط المنشأة وبناءها التنظيمي وهيكلها المالي؛

✓ أسماء أعضاء مجلس الإدارة؛ وكبار المديرين؛

✓ الأوراق المالية التي سبق إصدارها، والمزايا التي يتمتع بها حملتها؛

<sup>7</sup> منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002، ص ص 224، 225.

✓ الهدف من الإصدار والسعر المحدد للبيع للجمهور، والسعر المحدد للبيع للفئات الخاصة كالملاك الحاليين للمنشأة؛

✓ ميزانيات وقوائم دخل معتمدة من المراقب المالي، وذلك عن عدد من السنوات؛

✓ أي معلومات أخرى ترى اللجنة ضرورة تزويدها بها.

في كل مرة ترغب شركة ما في إصدار المزيد من الأوراق المالية وبسبب حاجتها إلى توفير تلك البيانات فإنها تواجه صعوبات تكمن في الوقت والجهد بالإضافة إلى انتظار قرار هيئة الأوراق المالية والبورصة، لذلك فإن مزايا التسجيل على الرف تتمثل في كونه يخفض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع من شهور إلى أيام، فهو بالتالي يخلق المنافسة بين بنوك الاستثمار الرغبة بالقيام بعملية الإصدار، إضافة إلى أنه في حالة إذا لم تستطع المنشأة توزيع الكمية المصدرة، فإنه يمكنها الانتظار ثم تحاول ثانياً وثالثاً، إلى أن تنتهي من توزيع الكمية كلها، أو حتى تنتهي المدة المحددة في طلب التسجيل بالرغم من هذه المزايا إلا أن بعض المنشآت تخلت عن التسجيل من الرف فالمستثمرون يظنون أن التسجيل عن الرف ما هو إلا إجراء تقوم المنشأة من خلاله باستغلال فرص ارتفاع سعر السهم عن قيمته العادلة، لتقوم بطرح المزيد من الأسهم للاكتتاب، وإذا ما تمكنت المنشأة من تصريف الإصدار كله عند هذا السعر، تكون بذلك قد حققت هدفها، ومن ناحية أخرى إذا انخفضت القيمة عن قيمته العادلة قبل أن تنتهي من تصريف الإصدار كله، فسوف تتوقف وتترقب إتاحة الفرصة مرة أخرى<sup>8</sup>.

**2-2- الشراء الهامشي:** كما يسمى " الشراء بجزء من الثمن " لأن العميل يدفع جزءاً من ثمن الأوراق المالية نقداً، من أمواله الخاصة، ثم يدفع الجزء الباقي من ثمنها بتمويل من السمسار لشراء كمية أكبر من الأوراق من ثمنها، على أن ترهن الأوراق المالية المشتراة لديه كضمان للقرض. ويسمى الجزء النقدي الذي يدفعه العميل - المشتري - من أمواله الخاصة من قيمة الأوراق المالية " الهامش".

ويلجأ العميل إلى الشراء بالهامش عندما يتوقع أن القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة سوف تزيد في المستقبل، وبذلك يضمن سداد القرض وفوائده بالإضافة إلى ما يجنيه من أرباح، وقد يخيب ظنه فيخسر كل شيء<sup>9</sup>.

**2-3- البيع على المكشوف:** يندرج البيع على المكشوف تحت ما يسمى البيع القصير short sale ويرجع سبب إطلاق اسم البيع على المكشوف على هذا النوع من البيع، إلى أن المستثمر لا يمتلك الأسهم أصلاً، ومعنى ذلك أن حسابه مدين فارغ ومكشوف، لأنه لا يملك هذه الأسهم. ومن هنا، فإن البيع على المكشوف يعرف بأنه: أن بيع ورقة مالية قد اقتترضها من قبل، عن طريق صفقة إقراض أوراق مالية.

<sup>8</sup> منير ابراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 227، 228.

<sup>9</sup> محمد شكري الجميل العدوي، الشراء بالهامش في الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية مقارنة، المجلد الثاني، العدد 34، حولية كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، مصر، 2018، ص 882.

ولذا، فإن البيع على المكشوف يعد أحد المشتقات المالية التي تنتمي إلى العقود الآجلة من المشتقات، وهي التي ترد على أصول، دون أن تكون هذه الأصول مرادة للمتعاقدين، وإنما يراد تحقيق الربح من خلال فروق الأسعار. وعند النظر إلى البيع على المكشوف، نجد أن هناك بعض المتعاملين في السوق المالية، لا يرغبون في المخاطرة بالبيع والشراء مخافة مخاطر الخسارة، ومن هنا فإنهم يتحفظون من الخسارة، بنقل مخاطرها إلى غيرهم، عن طريق الاكتفاء بإقراض الأوراق المالية إلى الغير، دون الدخول في مخاطر الخسارة التي كانت ستنتج عن البيع<sup>10</sup>.

**مثال توضيحي للبيع على المكشوف:** لنفترض أن شركة Z تتداول أسهمها حالياً عند سعر يقدر بـ 85 دولار، لكن المستثمر يتوقع أن ينخفض سعرها فيقرر أن يقوم بعملية البيع على المكشوف لهذه الأسهم، فيقترض 100 سهم لشركة Z من الوسيط الخاص به ويبيعها في السوق المفتوح.

بعد عدة أيام على سبيل المثال، ينخفض السعر السوقي لأسهم الشركة Z انخفاض محسوس ليصل إلى 55 دولار، لذلك يقوم بغلق مركز البيع لديه وإعادة شراء 100 سهم من أسهم شركة Z بسعر 55 دولار لكل سهم ويرجع تلك الأسهم للمقترض.

نحسب الفرق بين سعر الأسهم عند اقتراضها ( $85 \times 100 = 8500$  دولار) والسعر الذي قام بإعادة شراء الأسهم عنده وهو ( $55 \times 100 = 5500$  دولار) مما يمنحك ربح قدره 300 دولار أمريكي " بإستثناء أي من العمولات والتكاليف التي يتقاضاها الوسيط.

**2-4- سمسار الخصم:** نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة بهدف تخفيض تكلفته سميت بـ سمسار الخصم، والذي يقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعداً أكثر خدمات السمسرة تكلفة، وهي تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء في شأن قرارات الاستثمار، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء، ويعد هذا النوع من السمسرة ملائماً لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم.

**2-5- المتاجرة بالحزم:** كانت المتاجرة في أسواق رأس المال، حتى عهد قريب تجري على أسهم فردية، بمعنى أن أمر الشراء أو أمر البيع لا يتضمن سوى أسهم منشأة معينة دون غيرها، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية، وقدمت منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة، متاجرة البرنامج، حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة، هذا الأسلوب في المتاجرة كما يبدو أنه يناسب المؤسسات المالية المتخصصة

<sup>10</sup> أحمد بن هلال الشيخ ، البيع على المكشوف وتطبيقاته في تداول الأسهم في السوق السعودية دراسة فقهية تأصيلية، المجلد الثامن والعشرون، العدد 13، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، السعودية، 2020، ص 114.

في الاستثمار، ومن بينها بالطبع صناديق الاستثمار، حيث يصبح مضیعة للوقت والتكلفة في أحيان كثيرة، حيث يكون التعامل على أساس سهم بسهم، أي بالأسلوب التقليدي الذي كان سائداً قبل عام 1975 م.

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

كما يمكن استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم، قد تعتمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، وذلك في مقابل زيادة نسبة السندات، هذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تساهم في سرعة تحويل الإستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس، لتبدو وكأنها أداة مساعدة للتغطية ضد المخاطر.

لقد اتاحت المتاجرة بالحزمة الفرصة أمام المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، لأن تبني محفظة وإعادة تشكيل أخرى ربما بسبب ظروف طارئة يتعرض لها السوق، تحقق السيولة والكفاءة بالنسبة للسوق<sup>11</sup>.

**2-6- التداول الإلكتروني:** قد ساهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في توسع وزيادة استعمال الأنترنت وفتحت أمام الأسواق المالية أبواب جديدة وذلك بظهور مفهوم " التداول الإلكتروني " وهو عبارة عن إمكانية بيع و شراء الأوراق المالية أو مشتقاتها الكترونياً من أي مكان عبر شبكة الأنترنت أو المعلومات موفرة الوقت والجهد بطريقة فعالة لكافة المستخدمين. ويتجسد استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال في الأسواق المالية من خلال تبنيها للتداول الكرتوني، حيث أنه ليس بالفكرة الجديدة فقد اقترح فيشر بالك عام 1971 مراحل رقمه الأسواق المالية في إطار شبكة الاتصالات الإلكترونية تدار بواسطة محطات طرفية من الحواسيب مربوطة بالمركز تعمل على تسهيل تنفيذ الصفقات عبر أنظمة اتصال متطورة تستعمل لإرسال أوامر الشراء والبيع من قبل الوسطاء وتنفيذها في شكل عروض وطلبات يتم تنفيذها من أجل تخفيف الضغوط على المتخصصين وصناع السوق، وتعد الابتكارات والإبداع في تكنولوجيا الاتصال هو محور تركيز رقمنة عمليات تداول الأوراق المالية وتعتبر بورصة ناسداك الرائدة في إحلال التداول الكرتوني حمل التداول التقليدي<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية -دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة دكتوراه في علوم التسير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2016، ص ص 99، 100.

<sup>12</sup> حسان طاهر شريف، محمد تقروت، رضوان انساعد، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق خرطوم للأوراق المالية)، المجلد 15، العدد 20، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة شلف، الجزائر، 2019، ص 120.

**3- المجال الثالث: ابتكار حلول خالقة ومبدعة للمشكلات المالية:** وتتمثل في ابتكار أو تطوير حلول خالقة ومبدعة للمشاكل المالية التي تواجه منشآت الأعمال مثل<sup>13</sup>:

- ابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار؛

- ابتكار أنماط جديدة إعادة هيكلة منشآت الأعمال للتغلب على المشاكل القائمة، مثل تحويل الشركة من النمط المساهم إلى النمط الملكية الخاصة ونقل ملكيتها من عدد كبير إلى عدد صغير من المالك، وتنمية استراتيجيات دفاعية لمواجهة محاولات السيطرة العدوانية من أطراف أخرى؛

- إيجاد حلول لإدارة المالية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع؛

وبذلك فهي تشير إلى جميع الحلول المبتكرة لحل جميع المشاكل المالية التي تهم المؤسسات والشركات أو حتى الأفراد.

#### **رابعا- علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي**

تقوم الهندسة المالية على عمليات الابتكار المالي والذي يعرفه Eugeno Domingo Solans بأنه: " يشير إلى كل التطورات التكنولوجية التي تسهل الوصول الى المعلومات، التجارة ووسائل الدفع، وتؤدي إلى ظهور أدوات وخدمات مالية جديدة، ظهور أنواع جديدة من المنظمات والأسواق المالية الأكثر تقدما وتكاملا".

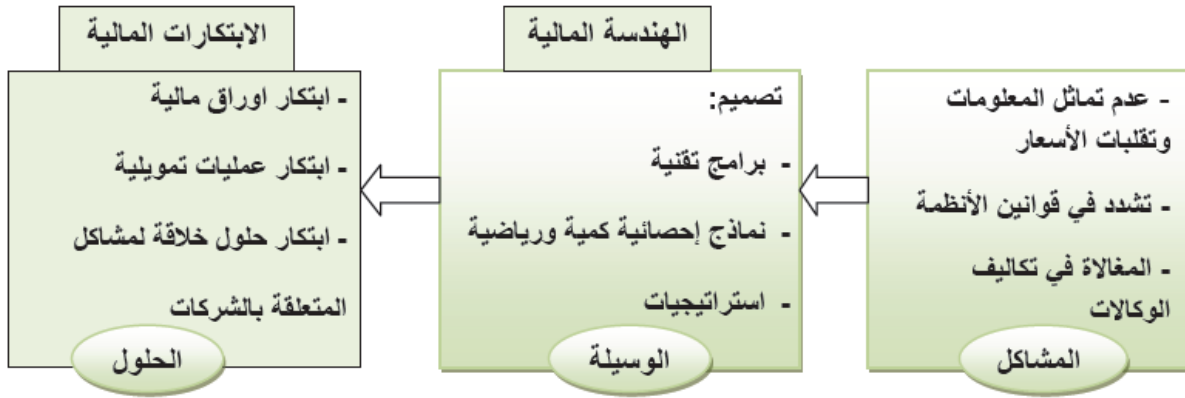
وعليه فإن الهندسة المالية ليست الابتكار المالي غير أنهما عمليتين متكاملتين ومترابطتين، فالهندسة المالية تحتاج للابتكار والابتكار يحتاج المهندسين الماليين القادرين على توظيف خيراتهم ومهاراتهم لخلق منتجات جديدة أو لتطوير المنتجات الموجودة سابقا وتكييفها مع احتياجات المتعاملين، فالابتكار المالي فرع من الهندسة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

<sup>13</sup> مغنية موسوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 16.

<sup>14</sup> روقية بلقصور، مدى إمكانية مواكبة الهندسة المالية الإسلامية للإبداعات المالية العالمية بتطبيقه بالتطبيق على البنوك الإسلامية،

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2018/2017، ص3.

## الشكل (1): علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي



المصدر: تامر بن صوشة، مرجع سبق ذكره، ص30.

### خامسا - المهندسون الماليون والمهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية

المهندسون الماليون لا ينتمون إلى بنوك الاستثمار والأعمال فقط، أو البنوك التجارية دون غيرها ولكن أيضا إلى منشآت الأعمال التي تتاجر في السلع أو في الأوراق المالية، وينتشرون أيضا على وجه الخصوص في جهات البحث والتطوير، ومنهم من يشتغل بالرياضيات والإحصاء، ومنهم من يعمل في المحاماة، ولا شك أن تنوع المهندسين الماليين في هذا المجال، يظهر الفرض المتاحة لأصحاب المناهج التحليلية لحل المشاكل والقدرة على إدراك الحلول الخلاقة للمشاكل المعقدة<sup>15</sup>.

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخص واسع الاطلاع والمعرفة وأن يتميز بمجموعة من المهارات الآتية<sup>16</sup>:

- المعرفة الواسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد؛
- فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية؛
- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق؛
- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة المحلي والعالمي؛
- معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية؛

<sup>15</sup> جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص90.

<sup>16</sup> هاشم فوزي، الهندسة المالية بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية نحو سوق مالي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص7.



- معرفة بالتحليل المالي والتخطيط المالي؛

- عقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل؛

- إدارة المنتجات المالية جديدة ومشتقاتها.

## سادسا- أهداف الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق أربعة أهداف أساسية تتمثل في<sup>17</sup>:

**1- التحوط:** إن المقصود من هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع أو أسعار صرف العملات أو أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي أبدعتها الهندسة المالية.

إن الهدف الأساسي من عملية التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها، ويكون ذلك من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تركز في مجملها على التنويع في الأصول المالية، أو نقل المخاطر إلى أطراف أخرى من خلال الاستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض، أو عن طريق إجتناّب هذه المخاطر كليا كما هو معمول به في التأمين.

**2- المضاربة:** تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل، اعتمادا على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها، أو في بعض الأحيان التي يصنعها.

ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المالية المتداولة، فنجد المضارب على الصعود وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاها تصاعديا، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على أن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلا محققا ربحا من الفرق بين السعرين، أما المضارب على الهبوط، فهو الذي يعتقد أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض، فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أمل شرائها بسعر أقل في المستقبل.

**3- المراجعة:** تعتبر المراجعة من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها، وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء سلعة ذات السعر المنخفض في السوق، ثم يبيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن، وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعرين، وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث إرتفاع في الأسعار المنخفضة، وانخفاض في الأسعار المرتفعة.

<sup>17</sup> ناصر بوشارب، حسناوي بلبال، الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبديل الاسلامي، المجلد 3، العدد3، مجلة التكامل الاقتصادي،

جامعة أحمد دارية، أدرار، 2015، ص153.

4- إدارة الأصول والخصوم: تعتبر فن إختيار مزيج من الأصول لمحفظة الشركة وأفضل مزيج من الخصوم من الخصوم لمحفظة الخصوم.

## أسئلة الفصل الأول

1/ أجب عن الأسئلة التالية:

- ❖ إعط مفهومًا شاملاً للهندسة المالية؟
- ❖ أذكر أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الهندسة المالية؟
- ❖ حدد نوع العلاقة التي تربط بين الهندسة المالية والابتكار المالي موضحاً ذلك من خلال مخطط؟
- ❖ عرف المهندس المالي وأذكر أهم المهارات التي يجب أن يتميز بها؟
- ❖ ما هي أهم مجالات التي تنشط فيها الهندسة المالية؟

2/ عرف المصطلحات التالية:

- الابتكار المالي - البيع على المكشوف - الشراء الهامشي - المتاجرة بالحزم - التسجيل من على الرف - سمسار  
الخصم - المضاربة - التحوط - المراجعة - التداول الإلكتروني .

## الفصل الثاني: الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تعتبر القناة أو القنوات التي من خلالها تتدفق الأموال من الوحدات ذات الفوائض المالية إلى الوحدات التي تعاني عجزا ماليا.

### أولاً- مفهوم السوق المالي

يعرف السوق المالي أنه مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل والطالبيين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية<sup>18</sup>.

يلتقي في الأسواق المالية عارضي وطالبي رؤوس المال سواء في السوق الأولية بمناسبة الإصدارات الجديدة أو الإدراج في بورصة الشركات، وفي السوق الثانوية بفضل السيولة والشفافية التي توفرها<sup>19</sup>.

تنقسم السوق المالية إلى أسواق رأس المال وأسواق نقدية، وتتفرع هذه الأسواق إلى أسواق فرعية أخرى، حيث تتداول في هذه الأسواق مختلف الأصول المالية والمادية وبآجالها المختلفة، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما<sup>20</sup>:

- أسواق النقد؛

- أسواق الأوراق المالية.

وهذا ما سنتناوله في العناصر الموالية.

<sup>18</sup> كمال بن يمينة، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات - دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، المجاد الرابع، العدد02، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017، ص 249.

<sup>19</sup> Bertrand Jaquillat , Bruno Solnik, **Christophe Pérignon, Marché financiers Gestion de portefeuille, et des risques**, 6eme édition, DUNOD, Paris, 2014, P8.

<sup>20</sup> رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، قسم علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص41.

## ثانيا - السوق النقدي

تعد السوق النقدية ركيزة أساسية للأسواق المالية في العالم، حيث توفر السوق النقدية احتياجات المؤسسات والمستثمرين من الأصول المالية والسيولة النقدية على المدى القصير. وتقدر أحجام التعاملات في هذه الأسواق بآلاف المليارات من الدولارات، كما أن التعاملات فيها تتم على مدار الساعة واليوم. لذلك، معرفة خصائص هذه الأسواق أمر ضروري لكل مستثمر.

**1- تعريف السوق النقدي:** سوق النقد هو سوق القروض قصيرة جدا، وهو سوق التعامل بين بنوك والذي يضمن تحقيق التوازن اليومي من آجال العمليات المدينة والدائنة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل منه على قروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطات لدى البنك المركزي<sup>21</sup>.

### 2- خصائصه: تتميز السوق النقدية بالميزات التالية<sup>22</sup>:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة؛
  - تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل؛
  - تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية؛
  - الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول؛
  - انخفاض درجة المخاطرة في هذه السوق نظرا لانخفاض درجة العائد بالإضافة إلى انخفاض درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ من التذبذبات الحاصلة في سعر الفائدة السوقية في الأجل القصير بالإضافة إلى الانخفاض في درجة المخاطرة الائتمانية وهي عدم قدرة المدين على تسديد الالتزامات المالية؛
  - سوق النقد لا يتحدد بمكان معين، إذ تشكل البنوك بأنواعها والمؤسسات المالية مجال نشاط هذا السوق.
- 3- أدوات السوق النقدي:** تتمثل فيما يلي<sup>23</sup>:

**3-1- أدوات الخزينة:** هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي لتمويل العجز في ميزانية الدولة ويتم تداولها في السوق النقدي باستخدام مبدأ الخصم أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن ويمثل هذا الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر.

<sup>21</sup> كمال بن يمينة، مرجع سبق ذكره، ص 249.

<sup>22</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 42.

<sup>23</sup> كمال بن يمينة، مرجع سبق ذكره، ص ص 249 ، 250.

**3-2- الأوراق التجارية:** من الوسائل التقليدية التي استخدمت للدفع، ظهرت بعد النقود مباشرة، بحيث تمثل كمبيالات لحاملها تصدرها الشركات المعروفة بمثابة مركزها المالي وسمعتها الضريبية في السوق وتتراوح فترة استحقاقها بين ثلاثة أيام و 270 يوم.

**3-3- شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي وثيقة دين تصدرها المصارف والمؤسسات المالية يثبت فيها قيام المستثمر بإيداع مبلغ معين لديها لأجل معين يبدأ من تاريخ إصدارها الشهادة وينتهي عند الاستحقاق وبسعر الفائدة معينة.

**3-4- القبولات المصرفية:** من أهم الأدوات القصيرة الأجل التي تستخدم لتمويل التجارة الخارجية والداخلية، هي إحدى أشكال الاقتراض بحيث يصادق البنك على سحب معين فيصبح للسحب سمعة وقوة تمنحانه قابلية التداول. وهي حوالة مصرفية تمثل وعد بالدفع تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل، ويقوم البنك بقبول "ختم" الحوالة بعبارة "مقبول" ويشترط عادة أن يكون لصاحب القبول حساب لدى البنك به أموال مساوية لقيمة القبول كضمان للبنك.

**3-5- اتفاقيات إعادة الشراء:** عبارة عن قروض قصيرة أجل يقل أجل استحقاقها عن أسبوعين تستدينها المصارف بضمن أذونات خزنة تمتلكها، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقا يصبح المقرض مالكا لأذون الخزنة الضامنة للقرض.

**3-6- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:** يمكن للبنوك التي لها فائض في هذا الاحتياطي من أن تقرضه لبنوك أخرى تشهد عجزا وهي بذلك تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة محددة وفقا لقانون النقد والقرض وقد تكون لليلة واحدة.

### ثالثا - سوق الأوراق المالية

لقد حظي موضوع سوق الأوراق المالية اهتماما كبيرا، من قبل الدول المتقدمة والنامية على حد سوي في هذه السنوات الأخيرة، ويرجع هذا الاهتمام إلى الدور الذي تلعبه الأسواق الأوراق المالية في حشد رؤوس الأموال وتحويلها إلى الاستثمارات، كما أنها تعد المحور الرئيسي للنمو الإقتصادي لأي دولة، حيث يرتبط تطور الإقتصادي إلى وجود أسواق الأوراق المالية متطور، من خلال تزايد الأوراق المالية وتنوعها، وعدد الشركات المدرجة وإقبال الجمهور عليها لزيادة كفاءتها سوق.

**1- تعريف سوق الأوراق المالية:** هو الإطار الذي يجمع بائعي ومشتري الأوراق المالية، بشرط توفير قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق.

## 2- أقسام سوق الأوراق المالية: نجد<sup>24</sup>:

**2-1- الأسواق الأولية:** السوق الأولية هي السوق التي يتم فيها بيع اصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم الحكومة أو شركات قطاع الأعمال بطرح السندات أو بيع الأسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمارات، ومن المفاهيم السابقة يمكن أن نستنتج أن سوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية الجديدة لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل الاحتياجات المالية للمصدرين.

**2-2- السوق الثانوية:** يقصد بالسوق الثانوية السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير منظمة:

**2-2-1- الأسواق المنظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

**2-2-2- الأسواق غير المنظمة:** يطلق مصطلح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصة والتي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات فورية التي تربط السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين. وفي السوق غير المنظمة يتحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار عليهم وهي تضم بدورها:

**2-2-2-1- السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

**2-2-2-2- السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> رشيد بوكساني، واقع الأسواق المالية في الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليها، المجلد 17، العدد 01، مجلة حوليات جامعة الجزائر، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2007، ص ص 11، 12.

<sup>25</sup> نفس المرجع، ص 45.

### 3- أدوات سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال الأصول الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

**3-1-1- الأسهم:** يمثل السهم العادي (عادة ما يسمى فقط السهم) حق الملكية في حصة من رأس مال الشركة. إنه سند يمنح حقا في دخل وأصول الشركة. يوافق المساهمون في اجتماع عام، على تعيين هيئات الحوكمة والتصويت على القرارات التي يقترحها المديرون بشأن التوجهات الرئيسية للشركة<sup>26</sup>.

#### 3-1-1- قيم تداول الأسهم:

تعتبر قيمة السهم من أهم الأشياء التي يسعى المستثمر إلى البحث عنها ومعرفتها ويجب علينا أن نميز بين مجموعة من القيم<sup>27</sup>:

**3-1-1-1- القيمة الاسمية:** وهي قيمة السهم التي تتحدد عند تأسيس الشركة تثبت في شهادة الأسهم الصادرة وهي القيمة التي يتم توزيع الأرباح على أساسها كنسبة مئوية، فإذا ما قررت الشركة أن توزع أرباحا بنسبة 20% فمعنى ذلك أن يحصل حامل السهم على 20% من قيمة السهم الاسمية في عقد الشركة.

**3-1-1-2- القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسبية تبينها سجلات الشركة ودفاتها وتحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{قيمة المطلوبات} - \text{قيمة الموجودات}.$$

**3-1-1-3- قيمة الاصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال.

**3-1-1-4- القيمة الحقيقية للسهم:** وهو المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة أي يشمل رأس مال الشركة المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد استئزال ديونها، هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر (أو القيمة) السهم في السوق.

**3-1-1-5- القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يحددها السوق للسهم العادي نتيجة للتفاعل الحر والتلقائي بين العرض والطلب في السوق التامة افتراضا.

<sup>26</sup> Ferderic Misikin, **Monnaie, banque et marchés financiers**, 10e édition, édition Pearson, Paris, 2013, P5.

<sup>27</sup> الغالي بن ابراهيم، محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية (تقييم الاسهم والسندات)، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر، 2019، ص 161.



**3-1-1-6- القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة المساهمة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها.

$$\frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات و حقوق الاسهم الممتازة في حالة وجودها}}{\text{عدد الاسهم العادية}} = \text{القيمة التصفوية}$$

**3-1-2- خصائص الأسهم:** تتمتع الأسهم في الشركات المساهمة بالخصائص الآتية<sup>28</sup>:

- أنها متساوية في قيمتها الاسمية، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من بعضها الآخر، ويترتب على هذا أن جميع الأسهم متساوية في الالتزامات والحقوق من حيث التصويت أو تحمل الديون الواقعة على الشركة، أو توزيع أرباح الشركة.

- عدم قبول السهم للتجزئة، ويجوز أن يشترك في السهم الواحد أكثر من شخص يمثلهم أمام الشركة شخص واحد، وكذلك أن اشتركوا في عدة أسهم.

- قابلة للتداول والتصرف فيها بالبيع والشراء والرهن وغيرها.

- تحديد مسؤولية المساهم مالك السهم بقيمة السهم فقط، ولا يطالب المساهم بما يزيد هذه القيمة مهما بلغت ديون الشركة ونقصت موجوداتها.

**3-1-3- أنواع الأسهم:** تتعدد أنواع الأسهم، وتتمايز باختلاف الاعتبارات، ودرجات التنظيم وهي كما يأتي:

#### **3-1-3-1- حسب الشكل القانوني**

أ- **الأسهم الاسمية:** هي التي يسجل في صكها اسم مالكيها، وتثبت ملكيتها.

ب- **الأسهم لحاملها:** هي لا يسجل اسم صاحبها، أي لا تحمل اسم المساهم وتثبت ملكيتها لحماها كائنا من كان.

ج- **أسهم للأمر أو الإذن (الأمر أو لأمر):** وهي أسهم تتضمن عبارة (لأمر)، وتتداول بطريق التظهير كسائر السندات التي تحمل شرط الأمر.

#### **3-1-1-2- حسب الحقوق والامتيازات**

أ- **أسهم عادية:** وهي التي تتساوى في قيمتها، وتخول المساهمين حقوقاً متساوية.

<sup>28</sup> عبد اللطيف أركان، إيمان عبد الله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المجلد الأول، العدد 22، مجلة العلوم الإسلامية، جامعة تكريت، العراق، 2014، ص 19.

ب- أسهم ممتازة: وهي التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، وذلك لجذب الجمهور للاكتتاب بها، تتوسط كلا من الأسهم العادية والسندات، وتجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، وتشبه الأسهم كونها تحصل على جزء من الأرباح، حيث يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ في السهم العادي.

### 3-1-1-3- حسب استرداد قيمتها الاسمية أو عدمه

أ- أسهم رأس المال: هي التي لا يجوز لصاحبها استردادها مادامت الشركة قائمة.

ب- أسهم التمتع: هي التي تستهلك قيمتها بأن ترد إلى المساهم قبل انقضاء الشركة<sup>29</sup>.

### 3-1-1-4- حسب طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك

أ- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً، فهي تمثل حصصاً في رأس مال شركة المساهمة. ويجب الوفاء ببيع قيمتها الاسمية على الأقل عند تأسيس الشركة، على أن تسدد القيمة الاسمية بالكامل خلال مدة لا تزيد على عشر سنوات من تاريخ تأسيس الشركة.

ب- أسهم عينية: وهي التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، وهذه الأسهم التي يكتب بها المساهم بدفع قيمتها عينا عقارا أو منقولا وتخضع هذه الأسهم لنفس القواعد التي تسري على الأسهم النقدية فيما عدا الأمور الآتية: أنه يجب الوفاء بقيمتها كاملة- أنه يجب تقدير الحصص العينية تقدير قبل منح الأسهم العينية- أنه لا يجوز تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة<sup>30</sup>.

### 3-1-1-5- حسب المنح وعدمه

أ- أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها.

ب- أسهم منح مجانية: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة، أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم<sup>31</sup>.

3-2- السندات: هي صكوك يتعهد المصدر بموجبها بأن يدفع لحاملها، أيا كان، سلسلة من التدفقات المحددة مسبقاً<sup>32</sup>، بما في ذلك على وجه الخصوص قيمة الاسترداد. تعتبر السندات أكثر أدوات الائتمان شيوعاً،

<sup>29</sup> عبد اللطيف أركان، إيمان عبد الله جاسم، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>30</sup> نادية ابو العزم السيد حسين، أنواع الأسهم وأحكام التعامل بها، مجلة البحوث القانونية والإقتصادية، المجلد الثاني، العدد 01، جامعة المنصورة، مصر، 2012، ص ص 301، 300.

<sup>31</sup> نفس المرجع، ص 319.

<sup>32</sup> Eric Chardoillet, Marc Salvat, L'essentiel des marchés financiers, édition groupe EYROLLES, Paris, 2010, P 175.

والسند هو شهادة تثبت ديننا على الجهة المصدرة للسند مقابل أن يحصل حامله السند على فائدة سنوية ثابتة وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها شركات مساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال<sup>33</sup>.

### 3-2-1- خصائص السندات: تتميز السندات بالخصائص التالية<sup>34</sup>:

- تمثل السندات ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها، وحاملها يكون دائنا لتلك الجهة.
- السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم.
- السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحاملها حق استفتاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.
- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا.
- يعطي السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة وحقا استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق، إضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقا للأحكام القانونية.

3-2-2- أنواع السندات: تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معايير مختلفة وفي كل معيار أنواع سنوضحها فيما يلي:

#### 3-2-2-1- من حيث جهات الاصدار: وهي التي ينظر إليها من جهة الاصدار:

- أ- **سندات الهيئات الدولية والاقليمية:** ويصدر هذا النوع من طرف الهيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، المؤسسات الاقليمية... وتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.
- ب- **السندات الحكومية:** وهي سندات تصدر عن الحكومة، وغالبا ما يكون البنك المركزي أو الخزانة(وزارة المالية) لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.
- ج- **سندات الشركات:** وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلى قروض، والتي لا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، أو أن تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة اصدار الأسهم.

#### 3-2-2-2- حسب طريقة السداد: وهي نوعان:

- أ- **السندات التي تسدد بتاريخ استحقاقها ( أي تلك السندات غير قابلة للإستدعاء أو الإستهلاك قبل تاريخ لاستحقاق).**

<sup>33</sup> كمال بن يمينه، مرجع سبق ذكره، ص251.

<sup>34</sup> أحمد عبد الحفيظي، عادل سليمان، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، العدد 02، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عشور الجلفة، الجزائر، 2014، ص206.

ب- السندات التي يمكن تسديدها قبل تاريخ استحقاقها ( القابلة للإستدعاء والإستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة)، سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافآت لحملتها أو عن طريق شراء السندات من الأسواق ويمكن تمييز بين الأشكال التالية في هذا النوع من السندات:

ج- السندات القابلة للاستدعاء أو الاطفاء: وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وهو رد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها عن طريق استدعاء السند.

د- السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي تخول لصاحبها في تاريخ محدد أجله حق تحويلها إلى اسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر محدد مسبقا.

هـ- السندات القابلة للتمديد: في هذا النوع من السندات تسمح لحاملها بإستحقاقها في تاريخ محدد أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق لسنوات قادمة وبنفس معدل الفائدة.

و- السندات القابلة للشراء: وهي التي يتعهد مصدرها عند اصدارها بشراء عدد معين منها إذا تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة زمنية معينة وغالبا ما تكون القيمة المحددة هي القيمة الاسمية.

ي- السندات التي تخول لحاملها الحق في استردادها: ليس لهذه السندات تاريخ محدد للإستهلاك والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض، فيرد قيمة السند وقت ما يشاء.

### 3-2-2-3- حسب العائد: ويكون المقياس أو المعيار هنا هو العائد أو الدخل:

أ- السندات بفائدة ثابتة: أحد أشهر أنواع السندات وأكثرها استخداما في الأسواق المالية. يوفر السند ذو السعر الثابت لحامله دخلا ثابتا طوال مدة حياة السند ويضمن سداد رأس المال عند الاستحقاق وفقا للشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار<sup>35</sup>.

ب- سندات ذات فائدة متغيرة أو معومة: وهذا نوع تم استحداثه في نهاية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية للسند وهي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق.

ج- سندات لا تحمل سعر فائدة ( ذات الكوبون الصفري): وهي السندات التي تتابع بخصم على القيمة الاسمية ( أي تتابع بأقل من قيمتها الاسمية ) وفي يوم الاستحقاق يسترد المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند ويمثل الفرق مقدار الفائدة.

<sup>35</sup> Zahia Zerfa , LA NOTATION DES OBLIGATIONS : OUTIL D'ÉVALUATION DU RISQUE DE DEFAULT SUR LE MARCHÉ FINANCIER, Volume 10, Numéro 1, Revue d'économie et de statistique appliquée, Ecole nationale supérieure en statistique et en économie appliquée, Algérie, 2013, P64.

د- **سندات الدخل:** يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا.

هـ- **سندات المشاركة:** وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة.

و- **سندات ذات نصيب:** وهي السندات لها حق في فائدة ثابتة سنويا ويحصل بعض حاملها والذين يعينون سنويا بالقرعة على جوائز مالية وذلك من أجل التحفيز على الاكتتاب.

ي- **سندات بفائدة متزايدة:** تصدر هذه السندات بسعر فائدة منخفض على المستوى المتاح في الأسواق المالية إلا أن سعر يجري تصعيده تدريجيا<sup>36</sup>.

## 2-3-4- حسب نوع وطريقة الضمان نميز بين:

أ- **سندات مرهونة بأصول معينة (كالأراضي والمباني والتجهيزات..):** عند تصفية الشركة المصدر أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات فإنهم نظريا يستطيعون تصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم.

ب- **سندات غير مضمونة بأصول معينة:** إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي وقدرتها على مواجهة التزاماتها اتجاه دائئتها.

3-3- الفرق بين الأسهم والسندات: هناك عدة فروقات بين الاسهم والسندات يمكننا تلخيصها في الجدول التالي:

<sup>36</sup> أحمد عبد، الحفيظي، عادل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 209، 210.

## الجدول رقم (02): الفرق بين الأسهم والسندات

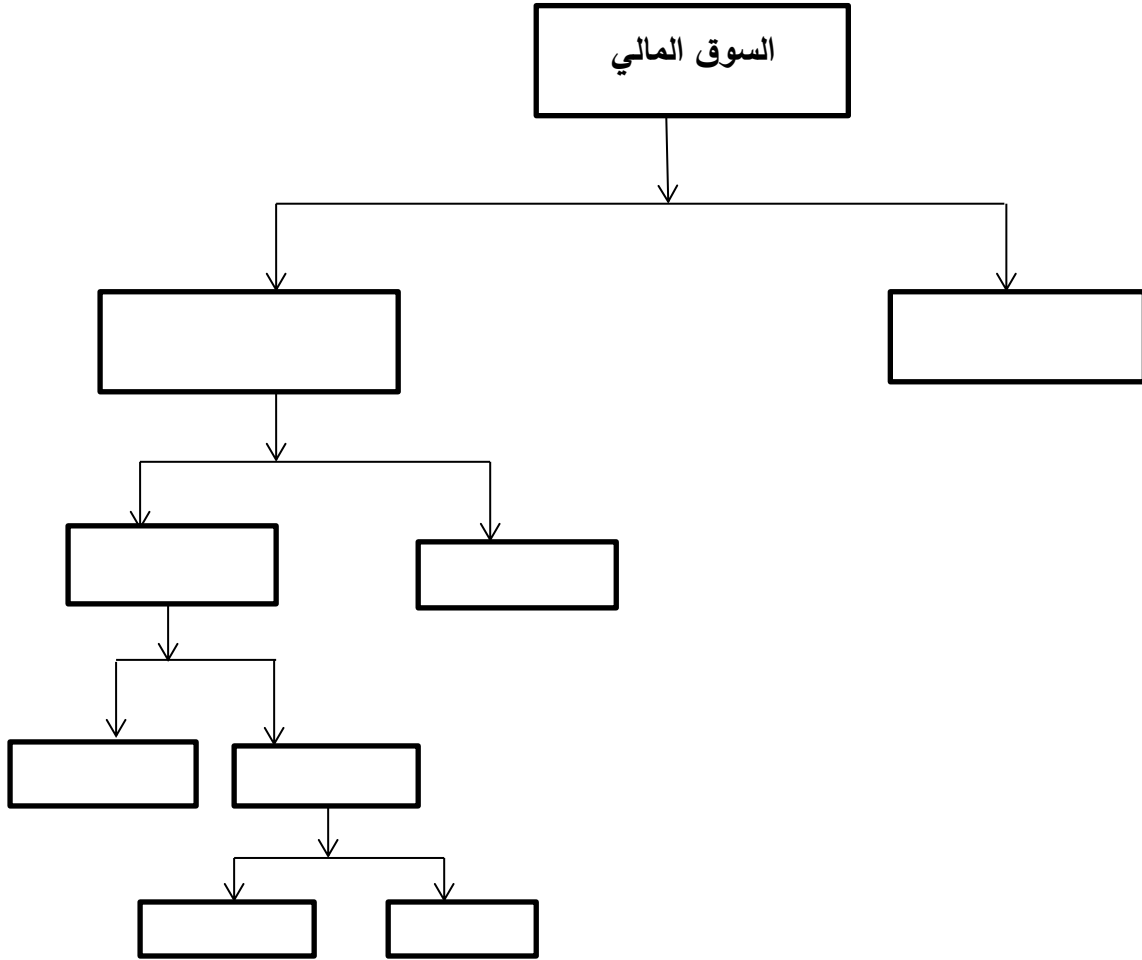
السندات	الأسهم
1- دين على الشركة؛	1- جزء من رأس مال الشركة؛
2- حامل السند دائن بقيمة السند؛	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته؛
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة؛	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة؛
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين تغيير الشكل القانوني للشركة، أو إدماج الشركة في أخرى؛	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة؛
5- حامل السنج يسترجع رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل؛	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية ولا يشترط ان يكون ما دفعه هو ما يسترده وهو قابل لزيادة والنقصان؛
6- حامل السند يكون له اولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة او في حالة التصفية؛	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة؛
7- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة؛	7- عائد السهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة؛
8- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	8- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات الخاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.

المصدر: ضياء مجيد موسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وادواتها الاسهم والسندات"، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر،

2003، ص ص44.

## أسئلة الفصل الثاني

1/ أكمل الشكل التالي والمتعلق بأقسام السوق المالي:



2/ عرف المصطلحات التالية:

سندات ذات الكوبون الصفري- أنونات الخزينة - الأسهم الممتازة- سندات الدخل- القبولات المصرفية - اسهم التمتع.

3/ ما هو الفرق الموجود بين:

✓ السوق النقدي وسوق رأس المال؛

✓ السوق المنظمة والغير منظمة؛

✓ الأسهم والسندات.

## الفصل الثالث: تشخيص وتقييم المؤسسات

إن التشخيص والتقييم عمليتان متكاملتان ولا يمكن أبدا الاستغناء عنهما من أجل فهم الواقع المعقد للمؤسسة الاقتصادية باعتباره شرط مسبق لاتخاذ أي قرار من قبل المهندس المالي.

### أولاً- تشخيص المؤسسة

يهتم التشخيص بالمؤسسة ككل ويبحث عن المعلومات داخل وخارج المؤسسة التي تؤثر على توجهاتها المستقبلية التي تخص القرارات الاستراتيجية.

**1- مفهوم التشخيص في المؤسسة:** يعبر عن إجراءات فحص للمؤسسة، وذلك بالدراسة التفصيلية للمعلومات لفهم دلالتها، ومحاولة فهم الأسباب والنتائج مما يساعد في التعرف على نقاط القوة والضعف داخليا والفرص والتهديدات خارجيا، يعود أصل كلمة التشخيص الى المجال الطبي الذي انتقل إلى الإدارة بنفس المفهوم المستخدم في المجال الأول، فالتشخيص هو معرفة المرض من أجل علاجه أو لتفادي الخطر قبل استفحالته<sup>37</sup>.

**2- شروط التشخيص:** لكي يكون التشخيص فعالا، لا بد أن يستجيب للشروط التالية<sup>38</sup>:

- أن يكون عضوي بحيث يحسن وصف الهياكل ومكونات المؤسسة وعلاقة هذه المكونات ببعضها البعض؛
- أن يكون وظيفي بحيث يحسن دراسة وتحليل مختلف أنشطة المؤسسة؛
- أن يكون استراتيجي بحيث يحسن دراسة وتحليل إمكانيات المؤسسة المستقبلية.

**3- أهمية التشخيص:** له أهمية بالغة في حياة المؤسسة إذ يعتبر أداة تسييرية تسمح بإتخاذ القرارات وبناء سياسات مستقبلية وقد تكون هذه القرارات والأهداف استراتيجية في حياتها، فالنتائج التي تبرز عن التشخيص بعد عملية الدراسة والتحليل توضح مختلف النقائص والإيجابيات التي تكون نقطة انطلاق في عملية التقييم. إذ نلاحظ أن له أهمية بالغة في المؤسسة من أجل تصحيح مسارها كما أنه يقدم توضيحات على السياسة العامة المتبعة في المؤسسة<sup>39</sup>.

<sup>37</sup> معمر قرية، التشخيص الاستراتيجي كمدخل لاتخاذ القرارات الاستراتيجية، المجلد الثامن، العدد الأول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البلدية 02، 2017، ص 202.

<sup>38</sup> وسيلة بن سعد، تقييم مؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2016/2015، ص 74.

<sup>39</sup> معمر قرية، التشخيص الاستراتيجي كمدخل لتقييم الأداء، المجلد الثاني، العدد 02، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، 2011، ص 109.



## ثانيا - أنواع التشخيص

سنتطرق إلى كل من التشخيص الاستراتيجي، المالي، الجبائي والقانوني والبشري.

**1- التشخيص الاستراتيجي:** يعرف التشخيص الاستراتيجي على أنه تحليل نظامي لعوامل القوة والضعف الداخلية والفرص والتهديدات الخارجية، وللاستراتيجية التي تمثل التوافق الأفضل بينهما. كما يعرف بأنه أداة تخطيطية للنجاح في التعامل مع المحيط المتغير وهو تقييم يتفحص ظروفه الداخلية والخارجية سواء كانت مناسبة أو غير مناسبة، وذلك من خلال نقاط القوة والضعف النسبية والفرص والتهديدات الخارجية المستقبلية.

تتمثل أهمية التشخيص الاستراتيجي بالنسبة للمؤسسة في أنه يمكنها من التوقع بالفرص والتهديدات التي ينتجها المحيط الخارجي واكتشاف نقاط القوة والضعف في المحيط الداخلي. والهدف من عملية التشخيص الإستراتيجي هو تحديد مدى العلاقة بين الاستراتيجية الحالية للمؤسسة ونقاط قوتها وضعفها بالمتغيرات التي تجري في المحيط الخارجي، وبذلك يكون للمؤسسة القدرة على تقدير سعة الفجوة ما بين الاهداف المستقبلية، حيث يتوجب على المؤسسة تغطية تلك الفجوة، هذا ويفيد التشخيص الاستراتيجي في الكشف عن قدرات المؤسسة التي يمكن أن تعتمد عليها في توجهاتها المستقبلية، وبيان نوع الاستراتيجية التنافسية العامة للمؤسسة.

من خلال تعريف التشخيص الاستراتيجي يتضح أنه ينقسم إلى تشخيص المحيط الداخلي (نقاط القوة والضعف) وتشخيص المحيط الخارجي (الفرص والتهديدات) ومنه يمكن استخراج مصفوفة SWOT التي يتم الاعتماد عليها في صياغة استراتيجية المؤسسة.

يتمثل تشخيص المحيط الداخلي في قيام الاستراتيجيون بتحليل مختلف وظائف المؤسسة الداخلية والتمثلة في وظيفة التسويق والتوزيع، البحث والتطوير، الانتاج والعمليات، الموارد البشرية وذلك من أجل تحديد نقاط القوة والضعف في المؤسسة، ولا بد أن يكون هذا التحليل موضوعيا ودقيقا لكي يعطي صورة حقيقية عن امكانيات المؤسسة. ولالإشارة فان نجاح كل وظيفة من هذه الوظائف يعد نقطة قوة بالنسبة للمؤسسة، وفشلها يعد بمثابة نقطة ضعف، وفي هذا الاطار تقوم المؤسسة بجمع كل المعلومات الخاصة بهذه الوظائف ووضعها في جدول يلخص حقيقة الوضع الداخلي للمؤسسة.

وفيما يتعلق بتشخيص المحيط الخارجي فهو عبارة عن جمع المعلومات المتعلقة بهذا المحيط بشكل مستمر دون انقطاع، حيث تستطيع أن تحدد الفرص والتهديدات المحيطة بالمؤسسة، والتي تتولد من خلال التغيرات الحاصلة في المحيط، حيث يتوجب على هذه المؤسسة البحث عن الفرص والسعي لاغتنامها قبل فقدانها وأن تحدد التهديدات وتتخذ الوسائل الوقائية لتجنبها. حيث يؤثر محيط المؤسسة إما سلبا أو ايجابا على أدائها كالتشريعات، توفر الهياكل القاعدية، المنافسين، الموردين والزبائن، تحويل التكنولوجيا، تطور الشراكة والتعاون بين المؤسسات، سوق المقالة الباطنية وغيرها.

2- **التشخيص المالي:** يمكن تعريف التشخيص المالي على أنه: " عملية تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، بهدف إستخراج نقاط القوة ونقاط الضعف ذات الطبيعة المالية، ويعتبر التشخيص المالي الركيزة التي يستند عليها في وضع البرامج والخطط المالية المستقبلية"<sup>40</sup>.

إن للتشخيص المالي أربعة مقاييس وهي<sup>41</sup>:

المردودية: تمثل المردودية رهان بقاء المؤسسة، ولهذا يجب تقدير المستوى والتطور لكل من:

• المردودية الاقتصادية: تشير المردودية الاقتصادية إلى كفاءة استخدام الأصول الثابتة في المؤسسة بمقارنة النتائج المحققة بالأموال المستثمرة ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

**المردودية الاقتصادية = النتيجة الصافية / مجموع الأصول ؛**

• المردودية المالية: يتم من خلالها مقارنة رؤوس الأموال الموظفة من طرف المؤسسة بالنتائج التي تحققت أو بمعنى آخر مدى كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأموال الخاصة، وتعطى بالعلاقة التالية:

**المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.**

القدرة على الوفاء: وهي قدرة المؤسسة على تسديد ديونها في أقرب وقت وعادة ما تقيم بعدة مؤشرات مثل: نسبة القيم القابلة للتحقيق والجاهزة بالنسبة للديون قصيرة الاجل؛ التي تسمح بتقدير السيولة الحالية أو الأموال الدائمة مطروحا منها الأصول الثابتة (رأس المال العامل الصافي) والذي يعطي أكثر هيكلية للقدرة على الوفاء ويسمح بالأخذ بعين الاعتبار الخصائص المرتبطة بعملية النشاط.

الاستدانة: يسمح هذا المقياس بتقييم الاستقلالية المالية من خلال النسب التالية:

**مجموع الديون / الأموال الخاصة**

المرونة: تعتمد المؤسسة لمواجهة التهديدات والأخطار الغير محتملة واغتنام الفرص على قدرتها في تحرير وتعبئة الموارد المالية، وبالتالي فإنها في حاجة إلى تقييم مرونتها، هذه الاخيرة هي في نفس الوقت متعلقة بمدى إتساع المديونية والمحافظة على السيولة النقدية. إن هذه المؤشرات الأربعة غير مستقلة عن بعضها البعض، فالمردودية مرتبطة بالإستدانة وزيادة الاستدانة تؤثر أو تنقص من المرونة المالية.

<sup>40</sup> كلثوم البز، التشخيص المالي ودوره في تحديد الخيار الاستراتيجي للمؤسسة، العدد 20، مجلة معارف، جامعة البويرة، البويرة، 2016، ص 367.

<sup>41</sup> نور الدين وكال، خليفة الحاج، التشخيص المالي كأداة لرسم الاستراتيجية المالية للمؤسسة، العدد 01، مجلة الافاق للدراسات الاقتصادية، جامعة العربي تبسي، تبسة، 2016، ص 130.

**3- التشخيص البشري:** يخضع العمال لعلاقات عمل تنظمها وتعمل على احترامها مصالح مختصة سواء على المستوى المركزي أو اللامركزي، وعلى المشخص تحليل تنظيمها ومهامها، وتعرف "إدارة الموارد البشرية بالعملية الخاصة باستقطاب الأفراد وتطويرهم والمحافظة عليهم في إطار تحقيق أهداف المنظمة وتحقيق أهدافهم".

إن نجاح وظيفة الموارد البشرية في تجميع العمال حول هدف واحد هو النهوض بالمؤسسة وتحقيق المردودية الجيدة تتوقف كثيرا على السياسة التي تنتهجها في معاملة مستخدميها ومدى تنفيذ تلك السياسات، وتتلخص في<sup>42</sup>:

**ظروف وعلاقات العمل:** تتمثل في مكان العمل - محتوى العمل - محيط العمل - أدوات العمل وهنا على المشخص دراسة نوعية علاقات العمل التي تربط الرؤساء بالمؤوسين 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 الأجور:** على المشخص تحليل هاته السياسة من حيث نوعية القوانين التي تنظم الأجور - الفروقات في سلم الاجور وأهميتها - نوع تقييم العلاوات وكيفية حسابها - مستوى الأجور الموزعة على العمال ومقارنتها مع الأجور الموزعة في القطاع والحد الأدنى للأجور.

**التكوين:** على المشخص دراسة وتدقيق السياسة التكوينية للموظفين، وطبيعة المجالات التي تم فيها التكوين والفئة المعنية ومدته.

**تحليل التركيبة البشرية:** على المشخص أن يدرس هيكله الوظيفية المهنية، الأقدمية، هرم الأعمار وفي الأخير الغيابات والاستقالات وحوادث العمل.

**4- التشخيص القانوني والجبائي:** إن النظام الضريبي الذي تخضع له كل المؤسسات بجميع أنواعها وأشكالها القانونية والاقتصادية هو عبارة عن مختلف الضرائب والرسوم المحددة من طرف الهيئات العمومية من أجل تنظيم الاقتصاد وإعادة التوزيع، فقد يكون النظام الضريبي مشجعا على الإستثمار كمنح تخفيضات أو إعفاءات، أو يكون مثبطا له برفع الضريبة، وبالتالي فإن أي مراجعة للسياسة الضريبية لا بد أن تصب في اتجاه تدعيم الفعالية الاقتصادية، لذلك على المشخص أن يتعرف على مكونات النظام الضريبي ومدى تأثيره على التوازنات في المؤسسة<sup>43</sup>. كما عليه أن يأخذ بعين الإعتبار المستجدات والأمور المتعلقة بالجانب القانوني مثل: جديد القوانين الضريبية وقانون المالية، وضعية المؤسسة إتجاه مصلحة الضرائب، المنازعات القانونية للمؤسسة إتجاه الغير إن وجدت.. الخ.

<sup>42</sup> عمر قربة، دور التشخيص الاقتصادي والمالي في إبراز نقاط القوة والضعف في المؤسسة الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 01، مجلة

دراسات - العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الأغواط، 2013، ص ص 115، 116.

<sup>43</sup> نفس المرجع، ص 120.

## ثالثا - تقييم المؤسسة

يساعد تقييم المؤسسات المساهمين في معرفة قيمة ربحية أسهمهم والوقوف على أداء المؤسسة، ويوجه للمستثمرين الذين يرغبون في الخروج عن المؤسسة في حالة تضارب المصالح أو حالة رفع أو خفض رأس مال المؤسسة، كما يسمح بتقييم المؤسسات بتسيير أمثل للمؤسسة والحصول على تمويلات مناسبة للمؤسسة ومعرفة مكانة المؤسسة في سوق بيع المؤسسات.

**1- مفهوم تقييم المؤسسة:** يعرف تقييم المؤسسة بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة والتي يمكن أن يعبر عنها بالأموال الخاصة. والتي تحدد بصافي قيمة الأصول والمتمثلة في الفرق بين قيمة الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية بعد تقييمها، أي قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين.

كما تعرف عملية التقييم على أنها تحديد قيمة المؤسسة انطلاقا 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<sup>44</sup>.

**2- مراحل عملية التقييم:** يوضح الشكل رقم (02) تسلسل مراحل عملية التقييم:

### الشكل رقم (02): مراحل عملية التقييم



المصدر: رانية كوثر رابحي، ابراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، المجلد السادس، العدد 10، مجلة الباحث

الاقتصادي، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2018، ص372.

<sup>44</sup> رانية كوثر رابحي، ابراهيم بومزايد، مرجع سبق ذكره، ص ص 371، 372.

يوضح الشكل رقم (02) أن الخبير المقيم ينطلق في عملية التقييم بجمع المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسة (محاسبية، مالية، قانونية، جبائية....) والتي يتم الحصول عليها من مصادر داخلية كالتقارير السنوية، التقارير الصادرة عن البورصة والقيام بزيارات ميدانية وكذا مصادر خارجية. بعد ذلك يقوم الخبير المقيم بإجراء تشخيص داخلي لمختلف وظائف المؤسسة ( الإنتاجية، موارد بشرية، تجارية، مالية ومحاسبية) تسمح له بتحديد نقاط القوة والضعف للمؤسسة كما يقوم بإجراء تشخيص خارجي للمؤسسة وذلك بهدف دراسة موقع المؤسسة في السوق ومعرفة تنافسيتها وتحديد الفرص المتاحة لها والتهديدات التي تواجهها. وبالاعتماد على نتائج تشخيص المؤسسة والغرض من عملية التقييم، يختار الخبير المقيم طريقة ملائمة أو أكثر من بين الطرق المتاحة لحساب قيمة المؤسسة حيث يتوصل إلى قيمة واحدة أو مجال من القيم يتم على أساسه التفاوض لتحديد سعر المؤسسة.

نستنتج أن تقييم المؤسسة عملية معقدة تعتمد على مجموعة من الخطوات والمراحل، التي يتبعها الخبير المقيم للوصول في الأخير إلى قيمة عادلة. وتعتبر مرحلة التشخيص أهم مرحلة يعتمد عليها الخبير المقيم، لكونها تساهم بشكل كبير في تحديد قيمة حقيقية للمؤسسة<sup>45</sup>.

**3- أغراض عملية التقييم:** تعد عملية التقييم وسيلة وليست غاية في حد ذاتها، فهي تستعمل قصد الوقوف على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة يمكن إظهارها على النحو التالي<sup>46</sup>:

- ✓ الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة؛
- ✓ التنازل عن شهرة المحل؛
- ✓ مراقبة (السيطرة) مؤسسة عن طريق امتلاك جزء من أسهمها في رأسمالها الاجتماعي، بما يتيح مراقبتها والمشاركة في شؤون تسييرها، ويتم ذلك عن طريق امتلاك مساهمة ذات أغلبية.
- ✓ إعادة هيكلة المؤسسة Restructuration لغرض تخفيض التكاليف وتحسين مستوى التعااضد synergies les Optimiser، من خلال استراتيجية التركيز نحو النشاط الأساسي أو إستراتيجية التنوع من خلال محفظة أنشطة (زيادة الأنشطة)؛
- ✓ عند انتقال الملكية للورثة من خلال إيجاد حصص الميراث للورثة في المؤسسة. أو عند الهبة من خلال الوقوف على partage-Donation من طرف الأب المؤسس إلى أبنائه في المؤسسة الحصص؛
- ✓ فتح رأسمالها أو جزء منه، أو الزيادة فيه عن طريق الاكتتاب في بورصة القيم المنقولة؛
- ✓ شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين في إطار تسيير الحوافظ الاستثمارية؛
- ✓ إعادة تقييم الميزانية للوقوف على حقيقتها لفائدة الأطراف الداخلية (المسيرين، الملاك) والخارجية للمؤسسة (البنوك، إدارة الضرائب....)؛

<sup>45</sup> رانية كوثر رابحي، ابراهيم بومزيد، مرجع سبق ذكره، ص ص 372، 373.

<sup>46</sup> هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 43.

- ✓ تصفية المؤسسة عند إفلاسها لغرض الوقوف على قيمة أصولها بغية تسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف، كما يمكن أن تكون التصفية كقرار نهائي للمؤسسة نظرا للخسائر الكبيرة المسجلة، ويكون هذا القرار كحل نهائي بعد استنفاد الحلول التقييمية، إعادة الهيكلة؛
- ✓ الاندماج والاستحواذ بين المؤسسات أو تقديم جزئي للأصول، إذ يفيد في تحديد نسبة التبادل بين أسهم المؤسسات المعنية بالعمليات إذا ما تمت العملية بتبادل الأسهم، كما تساعد في تقييم الأصول إذا ما تمت العملية نقدا؛
- ✓ الرفع من رأس المال المؤسسة لأجل تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة، وذلك لكي لا يتم غبن الملاك القدماء أو الجدد، فيتم نقل الثروة من طرف لآخر، ففي الحالات المتكررة نجد أن قيمة الأسهم في تاريخ سابق قد تم تقييمها وفق التكلفة التاريخية، إذ تكون أقل من القيمة الحقيقية، ومادام أن القيمة الحقيقية ستختلف عنها (قد تكون أعلى بسبب الخسائر المتراكمة)، يفترض أن يتم تقييم لتحديد السعر الذي ينبغي أن يدفع من طرف المساهمين الجدد؛
- ✓ التقييم الجبائي؛
- ✓ حوكمة المؤسسة ومتابعة القيمة للمساهم؛
- ✓ إقامة الشراكة بين المؤسسات المختلفة، عندما يتم إنشاء مؤسسات تشتغل في مشاريع مشتركة بين أكثر من مؤسسة، ويظهر مشكل التقييم عند تقديم أصول قائمة من طرف مؤسسة على الأقل، إذ يساعد في معرفة حصة كل شريك . كما يمكن أن يكون للتقييم دور في عملية التسيير الجاري للمؤسسة وذلك للوقوف ومعرفة حقيقة:
- ✓ مردودية رؤوس الأموال المستثمرة ؛
- ✓ تطور الذمة المالية المتراكمة؛
- ✓ وضع نظام لمكافأة العمال ... الخ.

#### رابعاً - مقاربات وطرق تقييم المؤسسات

تناولت دراسات الأكاديميين والخبراء في مجال تقييم المؤسسات الكثير من وجهات النظر فيما يخص طرق التقييم، سنتطرق إلى أهمها:

**1- مقارنة الذمة المالية:** تمثل مقارنة الذمة المالية أهمية قصوى في مجال تقييم، حيث من خلالها يمكننا التعرف على قيمة المؤسسة محل التقييم، التي يعود إليها المهتمين بالمؤسسة، فالبرغم من اعتمادها على ماضي المؤسسة وحاضرها إلا أنه لا نستطيع الإستغناء عنها ذلك لأنها تساعدنا في إتخاذ قرارات الخوصصة أو الشراكة أو البيع أو التفريع أو أي قرار تسييري معين أو أي مبرر من مبررات التقييم.

تضم مقارنة الذمة المالية مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية. إذن هذه الطرق تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها، وعند الحاجة الملاحق، فهي مقارنة أكثر سكونا، على عكس المقاربات

التقديرية أو التوقعية التي تركز على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح، أو التدفق النقدي للمؤسسة.

جاءت طريقة الذمة المالية بصفة ملموسة لتقييم بانفصال مختلف أصول والتزامات المؤسسة<sup>47</sup>. تركز في تقييمها للمؤسسة على صافي المركز المالي أي صافي الأصول، فهي مقارنة بسيطة من حيث المبدأ، حيث يتم التعبير فيها عن قيمة المؤسسة بالفرق بين إجمالي عناصر الأصول المسجلة وإجمالي قيمة الديون. تتمثل طرق مقارنة الذمة المالية فيما يلي<sup>48</sup>:

✓ طريقة الأصل المحاسبي الصافي ANC :

الأصل المحاسبي الصافي = مجموع الأصول - مجموع الديون

✓ الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC :

$$ANCC = \sum AC - (D)$$

أو:

$$ANCCR = ANCC \pm P/MV$$

حيث :

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح؛

AC: الأصول المصححة؛

ANCCR: الأصل الصافي المحاسبي المصحح والمعاد تقييمه؛

P/MV: نتيجة إعادة التقييم، فائض أو نقص القيمة.

✓ طريقة القيمة الجوهرية:

القيمة الجوهرية الاجمالية = الأصول الضرورية للاستغلال + الأصول المستأجرة + القرض الإيجاري + التصحيحات الكبرى + أوراق الدفع التي لم يتم خصمها بعد والضرورية للاستغلال

<sup>47</sup> بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الابار، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010/2009، ص 46.

<sup>48</sup> ايمان بومود، محاضرات في مادة تقييم المؤسسات - الطرق المحاسبية لتقييم المؤسسة، مطبوعة جامعية، جامعة عنابة، الجزائر،

✓ طريقة الاموال الدائمة الضرورية للاستغلال CPNE:

الأموال الضرورية للاستغلال = الأصول الثابتة الضرورية للاستغلال (مصحة) + BFRE + خزينة الإستغلال +  
القرض الايجاري + التصحيحات الكبرى

✓ التقييم باستخدام فائض القيمة Good Will:

الطريقة المباشرة: تتمثل في طريقة المردودية المباشرة حيث قيمة المؤسسة تساوي:

$$GW = \frac{\text{rente de good will}}{I}$$

$$\text{Rente de GW} = RPE - RPT$$

علما أن:

$I$  : معدل التحيين

Résultat prévisionnel d'exploitation : RPE

Résultat prévisionnel théorique : RPT

الطريقة الغير مباشرة: وتدعى أيضا طريقة الممارسين، حيث يتم حساب المؤسسة وفق العلاقة الاتية:

$$V = ANCC + GW$$

علما أن:

$$GW = \frac{1}{2} (B/I - ANCC)$$

$ANCC$  : الأصل الصافي المصحح ،  $B$  : الربح المتوقع ،  $I$  : معدل التحيين

2- مقارنة التدفقات: تعتمد مقارنة الذمة المالية في تحديدها لقيمة المؤسسة أساسا على الميزانية، فهي عبارة عن "مخزون مؤرخ" وبذلك تتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة ومن ثم في بعض الأحيان يكون هناك تقدير أدنى للمؤسسة في حين أن مقارنة التدفقات تعتمد على مخرجات النظام المحاسبي- خصوصا جدول حسابات النتائج- الذي يعطينا النتيجة المحاسبية بالإضافة إلى نتائج عملية التشخيص التي تعطينا النتيجة المستقبلية.

تظهر قيمة العائد أكثر ديناميكية من قيمة الذمة المالية حيث تسمح بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من أرباح تعرف المردودية التي تهتم خاصة المستثمرين، ذلك أن الحائز لا يشتري التدفقات السابقة للمؤسسة، بل التدفقات



المستقبلية. المبدأ الذي تعتمده هذه المقاربة هو أن الأصول عبارة عن مجموعة خدمات مختزنة ينتظر تحققها مستقبلاً، فبقدر ما يتوقع أن تحققه هذه الأصول من خدمات تتحدد قيمتها حالياً (أي تاريخ عملية التقييم)<sup>49</sup>.

تتمثل طرق مقارنة التدفقات فيما يلي<sup>50</sup>:

✓ طريقة التدفق النقدي المتاح "CFD: cash- flow disponible"

حيث تكتب علاقتها على النحو التالي:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1+K)^i} + \frac{VR}{(1+K)^n}$$

حيث:

$V$ : تمثل قيمة المؤسسة،  $K$ : معدل الاستحداث،  $n$ : عدد السنوات المأخوذة كأفاق لتقدير،  $VR$ : القيمة المتبقية،  $DCF_i$ : التدفق النقدي المتاح بالسنة  $i$ .

✓ طريقة قيمة المردود La valeur de rendement:

$$V = \frac{B}{r}$$

حيث تعبر  $V$  عن قيمة المردود، وهو قيمة رأس المال المستثمر بمعدل  $r$  للحصول على الربح المتوقع  $B$ .

✓ التقييم بواسطة نسبة سعر السهم / الربح:

تؤدي هذه العلاقة دوراً هاماً في عملية تقييم المؤسسات، حيث تستخدم مصطلح **PER** وهو يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته:

$$PER = \frac{\text{سعر السهم في البورصة}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية:

$$V = PER \times B$$

**3- المقاربة بالمقارنة:** تقوم المقاربة المركبة أو المقاربة بالمقارنة على أساس مبدأ بسيط، وهو أن قيمة أصل مؤسسة تكون مماثلة تماماً ومتساوية مع قيمة أصول مؤسسة مماثلة أو مشابهة لها. يتمثل مبدأ هذه الطريقة ومثل كل الطرق التي تعتمد على المقارنة، يتم اختيار عينة من المؤسسات المسعرة التي تنتمي إلى نفس القطاع ولها نفس الخصائص من حيث درجة المخاطرة، مستوى المردودية ومعدل النمو.

استخدام طريقة المضاعفات تقوم على ثلاث مبادئ أساسية<sup>51</sup>:

- تقييم المؤسسة بصورة كاملة؛

- تقييم المؤسسة بمضاعفات على حساب قدرتها الربحية؛

- يستخدم هذا النوع عادة لتقييم المؤسسات غير المسعرة استناداً إلى العينة المسعرة بأخذها كمرجع تقييمي؛

<sup>49</sup> بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 83.

<sup>50</sup> علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، المجلد الخامس، العدد 1، دراسات - العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، 2014، ص 33، 34.

<sup>51</sup> وسيلة بن سعد، مرجع سبق ذكره، ص 68.

- إعتبار السوق كفى لتطبيق المقارنة.

#### 4- مميزات مقاربات تقييم المؤسسات

ستتطرق إلى مميزات مقاربات تقييم المؤسسات من خلال تحليل ايجابيات وسلبيات كل مقارنة منهم:

**الجدول رقم (03): مميزات كل مقارنة من مقاربات تقييم المؤسسات**

المميزات		المقارنة
<p><b>السلبيات</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- مفهوم نظري بسيط لقيمة المؤسسة ( قيمة المؤسسة فيما تملك) ؛</li> <li>- مقارنة ساكنة، تعتمد على التراكم السابق للثروة؛</li> <li>- صعوبة في إعادة تقييم الأصول المعنوية؛</li> <li>- تأخذ وقتا طويلا، مكلفة، وتحتاج لتدخل العديد من الخبراء.</li> </ul>	<p><b>الإيجابيات</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- تجمع العديد من الطرق، خاصة إذا كانت مدعمة بفائض القيمة Good Will؛</li> <li>- طريقة مرجعية؛</li> <li>- تطبق على المؤسسات الصناعية؛</li> <li>- نحصل على الأصل الصافي المصحح المعاد تقييمه؛</li> <li>- الطريقة الأمثل لتقييم الشركات المالية القابضة.</li> </ul>	الذمة المالية
<p><b>السلبيات</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- لا تناسب المؤسسات التي تتميز بعدم استقرار هيكل رأس المال، والتي لديها ديون كبيرة ومثقلة؛</li> <li>- لا تكون دائما موضوعية، ورغم أنها عقلانية إلا أنها قد تكون مغرضة؛</li> </ul>	<p><b>الإيجابيات</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- قائمة على تحيين التدفقات النقدية؛</li> <li>- تهتم بالقيمة الجوهرية أو الأساسية، وهي طريقة مالية منسجمة مع النظرية المالية؛</li> <li>- طريقة علمية تقترض وجود مخطط أعمال واضح ومحدد؛</li> <li>- قيمة المؤسسة مرتبطة بأفاقها المستقبلية للتطوير.</li> </ul>	التدفقات النقدية
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تتطلب وجود مؤسسات مشابهة؛</li> <li>- طريقة عملية ومستخدمة من طرف المحترفين؛</li> <li>- تعتمد على أساس نظري متين، وتلقى دعما أكاديميا؛</li> <li>- تكون دقة النتائج مرتبطة بجودة المعلومات، فهي تحتاج معلومات مالية ملائمة وذات موثوقية؛</li> <li>- نتائجها حساسة لاختبارات تطبيق المعايير المحاسبية الدولية (عند حساب الفائض الخام للاستغلال على سبيل المثال).</li> </ul>	المقارنة(المضاعفات)

المصدر: ايمان بومود، محاضرات في مادة تقييم المؤسسات - الطرق المحاسبية لتقييم المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص3.

## أسئلة الفصل الثالث

1/ عرف كل من التشخيص والتقييم وما هي الأهداف المتوخاة من إجرائهما؟

2/ ما هي أهم المراحل التي تمر بها عملية التقييم؟

3/ لماذا يلجأ المهندس المالي لعملية تشخيص وتقييم المؤسسة؟

4/ أذكر إيجابيات وسلبيات كل طريقة من طرق التقييم؟

5/ أجب ب (صحيح) أو (خطأ) مع تصحيح الخطأ إن وجد:

- تأتي عملية التقييم بعد عملية التشخيص().

.....

- يهتم التشخيص البشري بخبرة وكفاءة الموظفين().

.....

- تقوم المقاربة بالذمة المالية على أساس مبدأ بسيط، وهو أن قيمة أصل مؤسسة تكون مماثلة تماما ومتساوية مع قيمة أصول مؤسسة مماثلة أو مشابهة لها().

.....

- يعرف التشخيص الاستراتيجي على أنه تحليل نظامي لعوامل القوة والضعف الداخلية والفرص والتهديدات الخارجية().

.....

- تعتبر مرحلة التقييم أهم مرحلة يعتمد عليها الخبير المقيم، لكونها تساهم بشكل كبير في تحديد قيمة حقيقية للمؤسسة().

.....

## الفصل الرابع: المشتقات المالية

نظرا للتطور المستمر والسريع في استخدام تقنية المعلومات، وثورة الاتصالات، انعكس ذلك على أساليب وصيغ التعامل والتمويل في أسواق المال، وعلى نوعية الأدوات المالية التي تجري التعامل بها في هذه الأسواق. وتعتبر المشتقات المالية من أهم تلك الأدوات المالية التي اقتحمت أسواق المال وبقوة فهي تعد من أهم التطورات التي في تاريخ الأسواق المالية وتساهم في تقديم الحلول للمشاكل المالية التي تتعرض لها أسواق المال بشكل عام، وسوق الأوراق المالية على وجه التحديد وهي أحد الأدوات الوليدة عن الهندسة المالية التي ساعدت على إيجاد منتجات جديدة من شأنها جعل الأسواق المالية أكثر تكاملا وكفاءة.

### أولا: المشتقات المالية (نشأتها، تعريفها وخصائصها)

تعد المشتقات المالية التي ظهرت في الأسواق المالية إحدى ثمرات ما يعرف بإسم الهندسة المالية، أي تصميم وابتكار الأدوات المالية، وسنتطرق في بداية إلى نشأتها وتعريف والخصائص التي تميزها.

**1- نشأة:** شهدت المشتقات المالية تطورا ملحوظا، انطلاقا من سنة 1970 في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أهم أسواق المشتقات التي استحدثت آنذاك، سوق اللوحة التجارية لشيكاجو، وسوق التجاري للتبادل لشيكاجو، لتظهر بعدها أسواق أخرى في أوروبا، مثل سوق لندن للمشتقات المالية سنة 1980، والسوق الفرنسي سنة للمشتقات المالية سنة 1986، حيث شهدت الثلاثون السنة الأخيرة من القرن الماضي، زيادة مستمرة في تداول المشتقات المالية. لما توفره من فرص للمضاربة وتقليل أخطار الصرف، ومعدل الفائدة، بالإضافة إلى تجنب القوانين التنظيمية، على غرار الاحتياطي المفروض على الودائع، وكذلك التطور التكنولوجي الذي أدى إلى تطوير التقنيات، والأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية<sup>52</sup>.

**2- تعريف المشتقات المالية:** المشتق المالي هو أداة مالية تعتمد على أداة مالية أساسية أخرى. تعتمد قيمة المشتق المالي على الأداة الأساسية أو المشتقة منها<sup>53</sup>، وتعرف المشتقات أنها عقود مالية تعطي أحد المتعاقدين الحق في أصل معين في تاريخ في لاحق ومحدد، وهذا الأصل قد يكون أصل مالي، أو عملة من العملات، أو سلعة، أو مؤشر من المؤشرات أما الطرف الآخر من العقد فهو ملزم بتنفيذ الالتزام مقابل ثمن لتحمل المخاطرة، وتعتمد قيمة المشتقات على قيمة الأصل محل التعاقد وهي أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما يساعد على توفير عنصر السيولة السوق الثانوي مما يوفر بهذا السوق خاصيتين العمق والإتساع والذي يؤدي إلى تحسين كفاءته<sup>54</sup>.

<sup>52</sup> عبد الاله مقدم، زين الدين قذال، تطور حجم المشتقات المالية في العالم في الفترة بين 2005 و 2017 ، المجلد5، العدد10، مجلة

المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2019، ص169.

<sup>53</sup> Robert W.Kolb, James A.Overdahl, **Financial Derivatives**, Third Edition, Wiley Finance, Canada, 2003, P1.

<sup>54</sup> فاطمة سيد عبد القادر حسنين، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والتوزيع، مصر، 2017، ص20.

### 3- خصائص المشتقات المالية: يمكن ذكرها في نقاط التالية<sup>55</sup>:

- يتم تنفيذ عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي وتسويتها؛
- تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف، أو سعر الأوراق المالية، أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى، بمعنى آخر ترتبط العقود المالية بالمشتقات بسعر فائدة محدد أو بسعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات إئتمانية؛
- تستخدم المشتقات المالية لأغراض المضاربة، والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات؛
- تعد المشتقات أدوات خارج الميزانية لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا أنها تسبب تدفق نقدي ضئيل يتمثل في الهامش المبدئي وهذا ما دعي أن يطلق عليها بالاستثمارات الصفرية؛
- يتضمن العقد في المشتقات المالية، البيانات التالية: سعر معين للتنفيذ في المستقبل، الكمية التي يطبق عليها السعر، الزمن الذي يسري فيه العقد والشئ محل العقد والذي قد يكون: سعر سلعة، سعر ورقة مالية.... الخ.

### ثانيا: أهمية المشتقات المالية وأسواقها

أصبح موضوع المشتقات المالية يحتل حيزا مهما على صعيد الأسواق العالمية. وتتبع أهميتها كونها تعد أداة تستخدم في أكثر من غرض وسنوضح أنواع الأسواق التي تتداول فيها.

#### 1- أهمية المشتقات المالية: تتمثل أهميتها فيما يلي<sup>56</sup>:

- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية؛
  - تتيح فرصة لتخطيط التدفقات النقدية؛
  - المشتقات المالية هي اداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة؛
  - اتاحة فرص استثمار جديدة، تساهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
- #### 2- أسواق المشتقات المالية: تختلف عن غيرها من الأسواق، بأنها تجري في نوعين من الأسواق هما<sup>57</sup>:

<sup>55</sup> عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى، دار النشر E- kutub Ltd، لندن، إنجلترا، 2017، ص34.

<sup>56</sup> سهام عيساوي، فطوم حوحو، تداول المشتقات المالية في أسواق المالية الناشئة، العدد4، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، جامعة محمد بوضياف، 2017، ص338.

<sup>57</sup> خميسي قايدي، عبد القادر لحسين، دراسة تحليلية لتطوير استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق - حالة الدول الصناعية، العدد6، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2015، ص30

أ. **الأسواق المنظمة:** وهي أسواق نمطية تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه البائع والمشتري، وتعرف الأسواق المنظمة بأنها الأسواق التي تكون العقود المتداولة فيها محددة حسب نمط معين بالنسبة لأجلها وأحجامها وشروط تسليمها، أي بمعنى أن هذه الشروط ليست محلاً للتفاوض عليها، يتم تنفيذ الصفقات في هذه الأسواق من خلال دار المقاصة أو ما يسمى دار التسوية التي تقوم بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين، حيث أن الهدف من وجودها هو لضمان احترام والتزام المتعاملين بتنفيذ الصفقات، وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم ويشترط التعامل فيها أن تكون الأوراق المالية مدرجة في تلك الأسواق ومن المشتقات المالية التي يمكن تداولها في هذه الأسواق هي عقود الخيارات والمستقبليات.

ب. **الأسواق غير المنظمة:** ظهرت هذه الأسواق نتيجة امتناع بعض الشركات عن الإفصاح عن البيانات والمعلومات الخاصة بها خوفاً من المنافسة أو لعدم توفر الشروط التي يمكن الدخول بها إلى الأسواق المنظمة، على عكس السوق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييراً للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضاً في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيداً (الخيارات، المبادلات....).

### ثالثاً: أنواع المشتقات المالية

المشتقات هي تلك العقود المالية ذات المدة الزمنية المحددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري ومن أشهر صورها المستقبليات (futures) والاختيارات (options) والعقود الآجلة (foward contracts) والمبادلات (Swaps).

#### 1- العقود الآجلة: سنتطرق إلى من تعريفها والخصائص المميزة له.

1-1- **تعريف العقود الآجلة foward contracts:** هو عقد مخصص بين طرفين، حيث تتم التسوية في تاريخ محدد في المستقبل بالسعر المتفق عليه مسبقاً عند إبرام العقد.

كما يعرف العقد الآجل على أنه اتفاقية لشراء أو بيع أصل في تاريخ محدد في المستقبل، يسمى وقت التسليم، بسعر محدد مسبقاً، يسمى السعر الآجل. يقال إن الطرف في العقد الذي يوافق على بيع الأصل يتخذ صفقة قصيرة الأجل. أما الطرف الآخر الملزم بشراء الأصل عند التسليم، لديه مركز آجل طويل. السبب الرئيسي للدخول في عقد آجل هو أن تصبح مستقلاً عن السعر المستقبلي غير المعروف للأصل المحفوف بالمخاطر<sup>58</sup>.

#### 1-2- خصائص العقود الآجلة: نذكرها كالآتي:

<sup>58</sup> Marek Capinski , Tomas Zastawniak, **Mathematics for Finance: An Introduction to Financial Engineering**, Springer Undergraduate Mathematics Series, United kingdom, 2003 ,P125.

- يتم التعامل بعقود Forward في الأسواق الغير منظمة فقط؛
- كل عقد مصمم على المقاس، وبالتالي فهو فريد من حيث حجم العقد وتاريخ انتهاء الصلاحية ونوع الأصل والجودة وما إلى ذلك؛
- لا يمكن حل المركز قبل تاريخ الاستحقاق؛
- العقود الآجلة هي عقود ثنائية، وبالتالي فهي معرضة لمخاطر الطرف المقابل. كمخاطر عدم وفاء أحد الطرفين بالتزاماته، لذلك فهذه أكثر خطورة من العقود المستقبلية؛
- يشار إلى السعر المحدد في العقد الآجل بسعر التسليم. السعر الآجل لعقد آجل معين في وقت معين هو سعر التسليم الذي سينطبق إذا تم إبرام العقد في ذلك الوقت. من المهم التفريق بين السعر الآجل وسعر التسليم. كلاهما متساويان في وقت إبرام العقد. ومع ذلك، مع مرور الوقت، من المرجح أن يتغير السعر الآجل بينما يظل سعر التسليم كما هو؛
- يعرف هذا النوع من العقود إقبالا كبيرا في سوق الصرف الأجنبي.

❖ مثال توضيحي:

### سعر الصرف الانبي والاجل يورو/دولار

#### Taux de change Spot et Forward EUR/USD

	Bid (سعر الشراء)	Ask (سعر البيع)
Spot	1.1531	1.1535
Forward 1 mois	1.1520	1.1525
Forward 3 mois	1.1498	1.1503
<b>Forward 6 mois</b>	1.1465	<b>1.1471</b>
Forward 1 an	1.1399	1.1405

يمكن استعمال عقود Forward لتغطية خطر تقلبات أسعار الصرف. ففي حالة ما كان مستثمر أمريكي على دراية في أنه بحاجة إلى 1 مليون يورو بعد 6 أشهر ويرغب في إزالة خطر تقلبات أسعار الصرف، يمكن له الالتزام مع البنك بشراء مليون يورو بعد 6 أشهر بسعر 1.1471 دولار مقابل 1 يورو.

مركز طويل = المستثمر      مركز قصير = البنك

يلزم عقد Forward المستثمر بتوفير 1.1471 مليون دولار و البنك بتوفير 1 مليون يورو في الآجال المحددة.

الحالة الأولى: سعر الصرف الانبي Spot يوم التسليم هو 1.16



في هذه الحالة سيدفع المستثمر 1.1471 مليون دولار عوض 1.16 مليون دولار.

$$\text{Payoff} = 1160000 - 1147100 = + 12900\$$$

الحالة الثانية: سعر الصرف الآني يوم التسليم هو 1.14

في هذه الحالة سيدفع المستثمر 1.1471 مليون دولار عوض 1.14 مليون دولار.

$$\text{Payoff} = 1140000 - 1147100 = - 7100\$$$

$$\text{Payoff for long position} = ST - K$$

$$\text{Payoff for short position} = K - ST$$

ST : هو السعر الآني في اللحظة T (أي يوم الاستحقاق).

K : هو السعر الآجل والمحدد سابقا.

**ملاحظة:** لا تتطلب عقود Forward نفقات إضافية وبالتالي يمثل الـ Payoff سواء الربح أو الخسارة للمتعاملين.

## 2- العقود المستقبلية: سنتطرق إلى تعريفها والخصائص المميزة لها وأنواعها.

**2-1- تعريف العقود المستقبلية:** هو التزام يعطي الحق لمشتريه، في شراء أو بيع كمية الأصول المالية أو العينية بسعر محدد وقت إبرام العقد، والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق وتداول في السوق المنظمة، عكس العقود الآجلة التي لها نفس خصائص المستقبلية، لكن تتداول في الأسواق غير المنظمة. كما يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها: اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد.

## 2-2- خصائص العقود المستقبلية: نذكرها كالآتي:

- عقود Futures و Forwards متشابهة تماما إلا أن هذه الأخيرة يتم التعامل بها داخل الأسواق المنظمة فقط.  
- في هذا النوع من العقود لا تعرف أطراف العقد بعضها وتضمن لجنة مراقبة عمليات البورصة السير الحسن للعمليات؛

- خلافا لعقود Forwards لا يحدد تاريخ استحقاق وإنما مدة استحقاق؛

- تقوم لجنة مراقبة عمليات البورصة بتوحيد خصائص العقود (standardisation des contrats): من أهم ميزات العقد المستقبلي أن العقد له مواصفات معيارية معينة، أي كمية الأصل، وجودة الأصل، وتاريخ وشهر التسليم، ووحدات عرض الأسعار، وموقع التسوية، وما إلى ذلك. على سبيل المثال، أكبر البورصات التي يتم فيها تداول العقود الآجلة هي مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) وبورصة شيكاغو التجارية (CME). أنها تحدد كل بند من بنود العقد المستقبلي؛

- التسوية النقدية: تتم تسوية معظم العقود المستقبلية نقدا عن طريق الحصول في فترة قصيرة أو طويلة على مدفوعات نقدية على أساس الفرق بين سعر الذي تم إبرام العقد عنده والسعر النقدي في تاريخ انتهاء الصلاحية. يتم ذلك لأنه من غير الملائم أو المستحيل تقديم الأصل الأساسي في بعض الأحيان. يحظى هذا النوع من التسوية بشعبية كبيرة في العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم.

- ميزة أخرى للعقود المستقبلية هي أنه عندما يبرم الشخص عقدا، يجب عليه إيداع الأموال لدى الوسيط، وهو ما يسمى بالهامش. عادة ما تحدد البورصة الحد الأدنى للهامش المطلوب للأصول المختلفة، ولكن يمكن للوسيط وضع حدود أعلى للهامش لعملائه والتي تعتمد على الجدارة الائتمانية للعملاء. الهدف الأساسي لحساب الهامش هو العمل كضمان إضافي لتقليل مخاطر الفشل من قبل أي من الطرفين في العقد الأجل؛

تسمى الهيئة المكلفة بأداء هذه العملية بغرفة المقاصة Chambre de compensation.

يقصد بالهامش Margin في العقود المستقبلية، المبلغ الذي يجب على المستثمر في العقود المستقبلية إيداعه في حساب بنكي ولا يجوز له التصرف في الرصيد إلا بعد انتهاء سريان مفعول العقد. وتقوم غرفة مقاصة العقود المستقبلية عادة بتحديد قيمة الهامش، والذي يتراوح بين 5%-15% من القيمة الإجمالية للعقد. والغرض الأساسي للهامش هو تحقيق مبدأ الالتزام في العقود المستقبلية، حيث أن إيداع المبلغ يعبر عن حسن نية المستثمر، ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد، سواء أكان المستثمر مشتريا أم بائعا، ويوجد نوعان من الهامش<sup>59</sup>:

✓ **الهامش المبدئي:** وهو المبلغ منخفض نسبيا بالقياس مع حجم العقد، حيث أنه وكما ذكرنا سابقا يتراوح ما بين 5%-15% من حجم العقد.

✓ **هامش الوقاية:** وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش، فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد، فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي، بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المطلوب حسب الهامش المبدئي.

2-3- **تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية:** يعتبر تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية المهمة الرئيسية التي تقوم بها غرفة مقاصة العقود المستقبلية، ويطلب مكتب المقاصة من العميل فتح حساب وإيداع مبلغ يتحدد طبقا لقيمة الهامش المبدئي، بالإضافة إلى ذلك تحدد غرفة المقاصة قيمة هامش الوقاية كما أسلفنا سابقا. وتقوم المقاصة أيضا بحسب ربحية المستثمر في العقد بشكل يومي، فإذا ارتفع السوق فان المستثمر في عقد الشراء يحقق ربحا يحسب كما يلي:

$$( \text{السعر السوقى} - \text{السعر المستقبلى} ) \times \text{حجم العقد}$$

وإذا إنخفض السعر فإنه يتكبد خسارة.

أما بالنسبة للمستثمر في عقد البيع فإنه يحقق ربحا إذا انخفض السعر ويحسب كما يلي:

$$( \text{السعر المستقبلى} - \text{السعر السوقى} ) \times \text{حجم العقد}$$

<sup>59</sup> حورية بديدة، مقياس الهندسة المالية، مطبوعة جامعية، جامعة الوادي، الجزائر، 2021/2022، ص 8.

وبناء على حركة السعر يتم حساب الربحية أو الخسارة فور إغلاق التعامل بالعقود في نهاية اليوم. ثم تضاف الربحية إلى رصيد العامل في حين تخصم الخسارة من رصيده. وإذا استمر العميل في تحقيق خسائر متتالية وإنخفض رصيد العميل حتى وصل إلى هامش الوقاية أو أقل منه، يتم إشعار العميل بذلك فيما يسمى بإشعار الهامش حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة، إيداع ما يكفي من الأموال لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي، ويجوز للمستثمر خلال الفترة التي تسبق انتهاء العقد سحب أي رصيد يزيد عم رصيد الهامش المبدئي، والذي يحققه المستثمر نتيجة تحقيق العقد ربحية وإضافة هذه الربحية إلى الرصيد أثناء التعديل. تستمر عملية التعديل حتى تاريخ انتهاء سريان مفعول العقد، حيث تتم تسوية العقد في ذلك اليوم، ويقصد بتسوية العقد أن تقوم إدارة السوق بتغيير أوضاع المستثمرين في السوق ليصبح المشتري بائعا والبائع مشتريا. أي أن المستثمر في عقد الشراء يشتري الأصل الذي تعاقد على شرائه بالسعر المستقبلي، ويبيعه بالسعر السوقي السائد في ذلك اليوم، وتحسب ربحية أو خسارة العقد بناء على ذلك. وكذلك المستثمر في عقد البيع حيث يبيع الذي تعاقد على بيعه بالسعر المستقبلي ويشتره بالسعر السوقي السائد، وتحسب ربحيته أو خسارته بناء على ذلك<sup>60</sup>.

#### ❖ المثال التوضيحي الأول:

نعتبر مستثمر يأخذ مركزا طويلا في 5 جوان على عقدين ذهب لآجال ديسمبر ومسعر على سوق New York Commodity Exchange و المعروف بـ COMEX السعر الآجل هو \$400 للأونصة الواحدة ويمتد كل عقد لآجل على 100 أونصة (شراء 200 أونصة في الآجال). يتوجب على المستثمر دفع ضمانات مالية على حساب خاص يدعى بـ Compte Deposit. في المثال أعلاه قيمة الضمانة لكل عقد لآجل تساوي \$2000.

في نهاية كل يوم تتم تسوية حساب المستثمر لإظهار الخسائر أو الأرباح اليومية.

نعتبر في مساء 5 جوان أن سعر الأونصة تراجع إلى \$397 في هذه الحالة يخسر المستثمر ما قيمته:

$$200 * (400 - 397) = 600 \text{ \$}$$

تخصم القيمة من الضمان الأولي (\$ 4000) الموجود في حساب المستثمر:

$$\text{Compte Deposit } 4000 - 600 = 3400 \text{ \$}$$

في نهاية يوم 5 جوان يصبح رصيد المستثمر \$3400

تغذي \$ 600 المخصومة من حساب المستثمر ذو المركز الطويل حساب مستثمر آخر أخذ مركزا قصيرا على عقدين من نفس النوع.

عند وصول مستوى رصيد المستثمر ذو المركز الطويل إلى حد أدنى معن عليه مسبقا تقوم هيئات السوق ببناء الهامش Appels de Marge طالبتا من المستثمر إعادة تغذية رصيده إلى \$ 400.

تسمى هذه العملية بـ Marking to Market، في حالة عدم السداد (عدم قدرته على تغذية Compte Deposit) يغلق مركز المستثمر بطريقة آلية.

نفس المرجع، ص ص 8,9,60.

المثال التوضيحي الثاني: في 3/1 اشترى مستثمر عقد شراء 100 أوقية ذهب بسعر مستقبلي 1320 دولار بتاريخ 4/30 وذلك بهامش مبدئي 2000 دولار وهامش وقاية 1500 دولار. فإذا كان سعر الأوقية خلال الفترة كما يلي قم بالتسوية اليومية لهذا العقد:

3/10 : 1318 دولار، 3/20 : 1320 دولار، 3/30 : 1322 دولار، 4/5 : 1315 دولار، 4/10 : 1319 دولار، 4/15 : 1321 دولار، 4/25 : 1322 دولار، 4/30 : 1325 دولار.

الحل:

التاريخ	السعر السوقي	سعر التنفيذ	سعر السوق - سعر التنفيذ	خسارة/ ربح العقد ل100 أوقية	رصيد الهامش
3/01					2000
3/10	1318	1320	-2	-200	1800
3/20	1320	1318	2	200	2000
3/30	1322	1320	2	200	2200
4/05	1315	1322	-7	-700	1500
هنا يتم استدعاء الهامش أو ما يسمى بأشعار الهامش حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة، ايداع 500 دولار لإعادة الرصيد الى رصيد الهامش المبدئي ليصبح الهامش المبدئي 2000 دولار					
4/10	1319	1315	4	400	2400
4/15	1321	1319	2	200	2600
4/2500	1322	1321	1	100	2700
4/30	1325	1322	3	300	3000
الربح النهائي	/	/	5	500	500

2-4- أنواع المستقبلات: يتم التعامل في العقود المستقبلية التالية<sup>61</sup>:

2-4-1- العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على ودائع أو مستندات أو قروض معينة.

2-4-2- العقود المستقبلية لأسعار الصرف: ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل الأجنبية.

<sup>61</sup> سميرة حسبية، إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لاجتباب أزمات مالية مستقبلية، العدد 33، مجلة العلوم الإسلامية والإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2014، ص 196.

2-4-3- العقود المستقبلية لمؤشرات الاسهم: ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.

2-5- الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية: نلخص هذه الفروقات في الجدول التالي:

**الجدول رقم (04): الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية**

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
✓ عقود شخصية؛	✓ عقود غير شخصية؛
✓ غير منظمة؛	✓ المتاجرة بها تكون منظمة؛
✓ غير نمطية تحدد شروطها وفقا لاتفاق الطرفين.	✓ عقود نمطية موحدة من حيث القيمة وتاريخ التسليم؛
✓ تتعامل بها المؤسسات فقط؛	✓ التعامل بها يكون بين البنوك والأفراد؛
✓ عدم وجود سوق ثانوي لها؛	✓ تتيج وجود سوق ثانوي؛
✓ لا تنتقل من مالك لآخر؛	✓ تنتقل من مالك لآخر؛
✓ الفرصة الأكبر لتحقيق الأرباح من خلال التحوط؛	✓ يجد المضاربون فيها فرصة لتحقيق الأرباح؛
✓ المتاجرة بها يكون عن طريق الهاتف أو الفاكس؛	✓ يتاجر فيها في بيئة تنافسية خاضعة للعرض والطلب؛
✓ التسوية تكون في تاريخ محدد؛	✓ التسوية تكون يومية؛
✓ تسوية العقد فقط عند تاريخ الاستحقاق؛	✓ مرونة تسوية العقد قبل تاريخ الاستحقاق؛
✓ سعر التسليم هو السعر الآجل؛	✓ سعر التسليم هو نفسه السعر الحالي؛
✓ يتحدد الربح أو الخسارة فقط عند نهاية العقد.	✓ تحديد الربح والخسارة يوميا بحسب تغير الأسعار.

المصدر: انعام عبد الزهرة دوش، التحوط باستخدام العقود الآجلة - دراسة تطبيقية في شركات التامين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، العدد30، مجلة كلية الاسلامية للجامعة، العراق، 2014، ص675.

**3- عقود المبادلات Swaps: سنتطرق إلى تعريفها والخصائص المميزة لها وأنواعها.**

3-1- تعريف عقود المبادلات Swaps : عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، وهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسويتها على فترات دورية، وعقد المبادلة ملزم للطرفين على عكس عقد الخيار، كما أن

المدفوعات والمتحصلات لا يتم تسويتها كما هو الحال في العقود المستقبلية، فضلا عن أن عقد المبادلة لا يتم تصفيته مرة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة وإنما من خلال سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ<sup>62</sup>.

كما تعرف على أنها عقد بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل على أساس صيغة. عادة، يدفع أحد الطرفين سعرا ثابتا للطرف الآخر مقابل سعر عائم يحدده السوق. يمكن استخدام المقايضات لتقليل تكاليف التمويل أو للتحوط. في الواقع، تشكل مقايضات أسعار الفائدة وعقود الفوركس الآجلة حيازات المشتقات الرئيسية للبنوك. مثل العقود الآجلة، يتم تداول المقايضات من قبل المؤسسات المالية وعملائها من الشركات خارج البورصات المنظمة<sup>63</sup>.

### 3-2- خصائص عقود المبادلات: منها<sup>64</sup>:

- يمكن النظر إليها على اعتبار أنها سلسلة عقود آجلة؛
- ليست قروض وبالتالي لا تؤثر على جانب الالتزامات في قائمة المركز المالي لطرفيها؛
- على العكس من مبادلات سعر الفائدة، يتم في مبادلات العملات تبادل المبلغ الأصلي في تاريخ إنتهاء العقد؛
- لا توجد قيمة مبدئية للعقد؛
- عقود مبادلات العملات يمكن استخدامها لإدارة المخاطر أو للمضاربة.

### 3-3- أنواع عقود المبادلات: نذكر منها:

**3-3-1- عقود مبادلات أسعار الفائدة:** عقد مقايضة أسعار الفائدة أحد أكثر مشتقات أسعار الفائدة شيوعا، ينطوي على موافقة البنك على سداد مدفوعات للطرف المقابل بناء على سعر عائم مقابل تلقي مدفوعات بسعر فائدة ثابت. يوفر أداة مفيدة للغاية للبنوك لإدارة مخاطر أسعار الفائدة.

### ❖ مثال توضيحي عن: مبادلة أسعار فائدة الثابتة بالمتغيرة

وهو النوع الأكثر انتشارا في هذه المبادلات، ويشمل عقد مبادلة الفائدة الأركان التالية<sup>65</sup>:

<sup>62</sup> محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الادارة الالكترونية، دار النشر E- kutub Ltd، لندن، إنجلترا، 2019، ص33.

<sup>63</sup> YUH-DAUH LYUU, FINANCIAL ENGINEERING AND COMPUTATION, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, United Kingdom, 2004, P156.

<sup>64</sup> عباس فؤاد عباس حسن، أثر تداول عقود المبادلات في اسواق المشتقات المالية للفترة من: 2000-2016، المجلد9، العدد28، مجلة أماراباك، الاكاديمية الامريكية العربية للعلوم و التكنولوجيا، 2018، ص150.

<sup>65</sup> نعيمة برودي، الاسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2005/2004، ص 113.

- ✓ **دافع الفائدة الثابتة:** هو الطرف الذي يقوم بدفع الفائدة الثابتة في مقابل حصوله على معدل فائدة متغير، وذلك من أجل التحوط من المخاطر الناجمة عن ارتفاع معدلات الفائدة.
- ✓ **دافع الفائدة المتغيرة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، وهدفه من ذلك هو التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، فإذا كان معدل الفائدة المتغير أقل من معدل الفائدة الثابت فسيحصل على الفرق من دافع الفائدة الثابتة، وعليه فإن التغيرات في معدلات الفائدة هي التي تحدد الربح من الخاسر في مبادلات أسعار الفائدة.
- ✓ **معدل الفائدة الثابت:** وهو سعر الفائدة الثابت في العقد وتم الاتفاق عليه من الطرفين ويحصل عليه الطرف الثاني وهو محرر العقد، مقابل أن يدفع للطرف الأول معدل الفائدة المتغيرة.
- ✓ **معدل الفائدة المتغير:** قد يتفق طرفي العقد على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق عند تسوية العقد، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس ليبور (libor London inter - Bank offering Rate) أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداماً في عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.
- ✓ **أجال التسوية:** وهي الفترات التي يتم الإتفاق عليها لتسوية العقد بشكل دوري فقد تكون ربع سنوية أو نصف سنوية، وتتم التسوية على أساس سعر الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق مباشرة عملية التسوية مقارنة بمعدل الفائدة الثابت.
- ✓ **قيمة عقد المبادلة:** وهو المبلغ المتفق عليه بين أطراف العقد والذي يحسب على أساسه معدلات الفائدة (تقدير قيمة العقد).

ويمكن حساب المدفوعات أو المتحصلات بموجب العلاقة التالية:

$$\text{مدفوعات الفائدة} = (\text{معدل الفائدة المتغير} - \text{معدل الفائدة الثابت}) \times \frac{\text{عدد الايام}}{360} \times \text{قيمة عقد المبادلة}$$

**مثال توضيحي:** قامت مؤسسة Y بإقتراض مبلغ 50 مليون دولار أمريكي بسعر فائدة ثابت 7.5% إلا أنها كانت تأمل فيما لو حصلت على القرض بسعر معوم، ولذا قامت بالاتصال بالبنك لسابق علمها أن هذا البنك يقوم بالإضافة إلى أعماله التقليدية بأعمال الوساطة في المبادلات، وطلبت إليه أن يقوم بترتيب مبادلة لمدفوعاتها مع طرف آخر يكون راغباً في سداد مدفوعات الفائدة بسعر ثابت على أن تقوم شركة Y بسداد مدفوعات الفائدة بسعر معوم.

وبالفعل قام البنك بترتيب المبادلة مع شركة X المصدرة لسندات بسعر الليبور وهو سعر معوم، إلا أن الشركة تتخوف من ارتفاع سعر الليبور وقبلت عرض البنك الذي يتوافق مع رغبتها في سداد الفائدة بسعر ثابت.

ونظرا لتلاقي الرغبتين وتساوي المقدار الذي يتم على أساسه احتساب الفائدة، والفترات الزمنية للسداد للطرفين وهي 15 مارس، 15 جوان، 15 سبتمبر، 15 ديسمبر والإتفاق على ان السنة 360 يوم.

بناء على هذا المثال فإن الشركة X هي الطرف الذي يدفع بالسعر الثابت وبالتالي إذا كان سعر الفائدة المتغير " الليبور " أكبر من سعر الفائدة الثابت فإن الشركة X تحصل على المدفوعات، أما إذا كان سعر الفائدة المتغير أقل من الثابت فإن الشركة X هي من تدفع للشركة Y والجدول التالي يوضح المدفوعات للشركة X:

التاريخ	LIBOR	الايام	المدفوعات ل X	طريقة الحساب
12/15	7.68%	-	-	-
3/15	7.5%	90	+22500	$50000000 \times \frac{90}{360} (0.075 - 0.0768)$
6/15	6.7%	92	0	$50000000 \times \frac{92}{360} (0.075 - 0.075)$
9/15	-	92	-56222.22	$50000000 \times \frac{92}{360} (0.075 - 0.0706)$

**ملاحظة:** بإعتبار أن أسعار LIBOR تكون غير معروفة في المستقبل لذلك فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة في زمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن T-1.

**3-3-2- عقود المبادلات على العملات:** هو مقايضة مبلغ اسمي وفوائد لعملة معينة بمبلغ اسمي وفوائد مقومة بعملة أخرى. المبالغ الاسمية للعملية يتم تبادلها في بداية ونهاية العقد.

**مثال توضيحي:** لتمويل استثمار مباشر في اليابان ترغب شركة أمريكية A في الحصول على قرض مقيم بالين لمدة 5 سنوات، ولكنها لا تستطيع الإقتراض مباشرة من السوق الياباني نظرا لوجود عدة عراقيل، وفي نفس الوقت ترغب شركة يابانية B الحصول على قرض بالدولار من أجل تمويل استثماراتها المباشرة في الو. م. أ، ولكنها لا تستطيع الإقتراض مباشرة من السوق الأمريكي نظرا لعدم توفر بعض الشروط فيها.

ومن أجل حصول كلتا الشركتين على التمويل تلجأ إلى الدخول في عقد مبادلة حيث أنهما يحصلان أولا على قروض بعملتهما المحليتين ثم بعد ذلك يدخلان في عقد المبادلة.

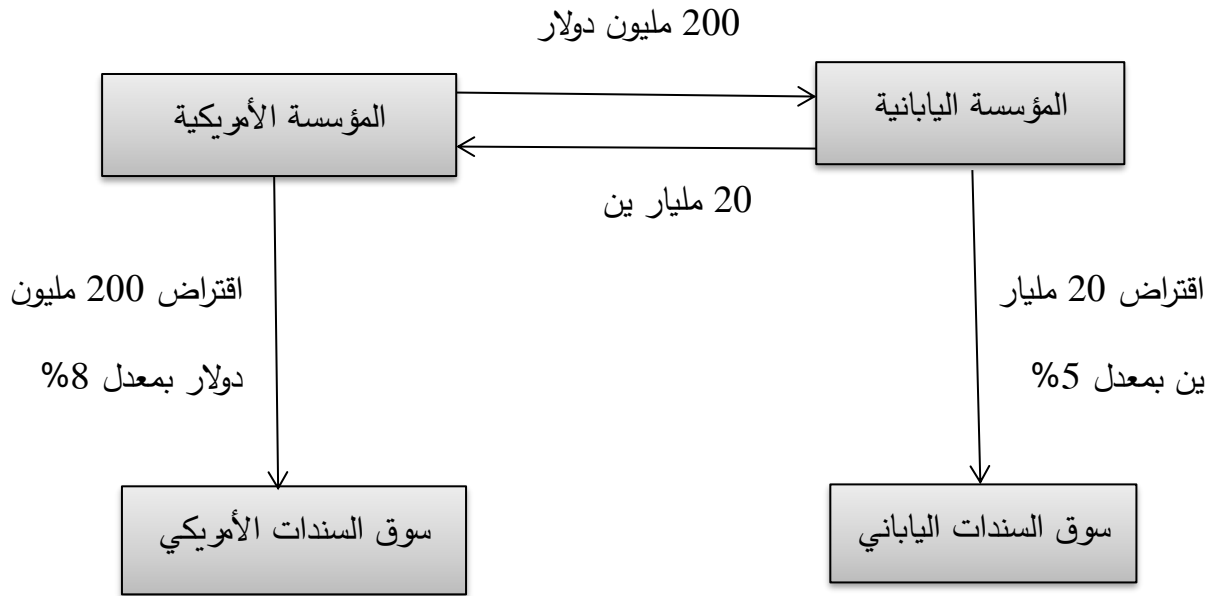
لنفترض أن سعر الصرف الحالي هو  $1\$ = 100\text{¥}$ ، وحيث أن المؤسسة الأمريكية اقترضت 200 مليون دولار بمعدل فائدة مقداره 8%، واقترضت الشركة اليابانية 200 مليار ين بمعدل فائدة 5%.

وتسير عملية التبادل وفق ثلاثة مراحل:

**المرحلة الأولى:** عند إبرام العقد تتبادل الشركتان رأس المال حيث تمنح A إلى B مما قيمته 200 مليون دولار وتمنح B إلى A ما قيمته 20 مليار ين على أساس سعر الصرف السائدة لحظة إبرام العقد وهو ما يوضحه الشكال التالي:



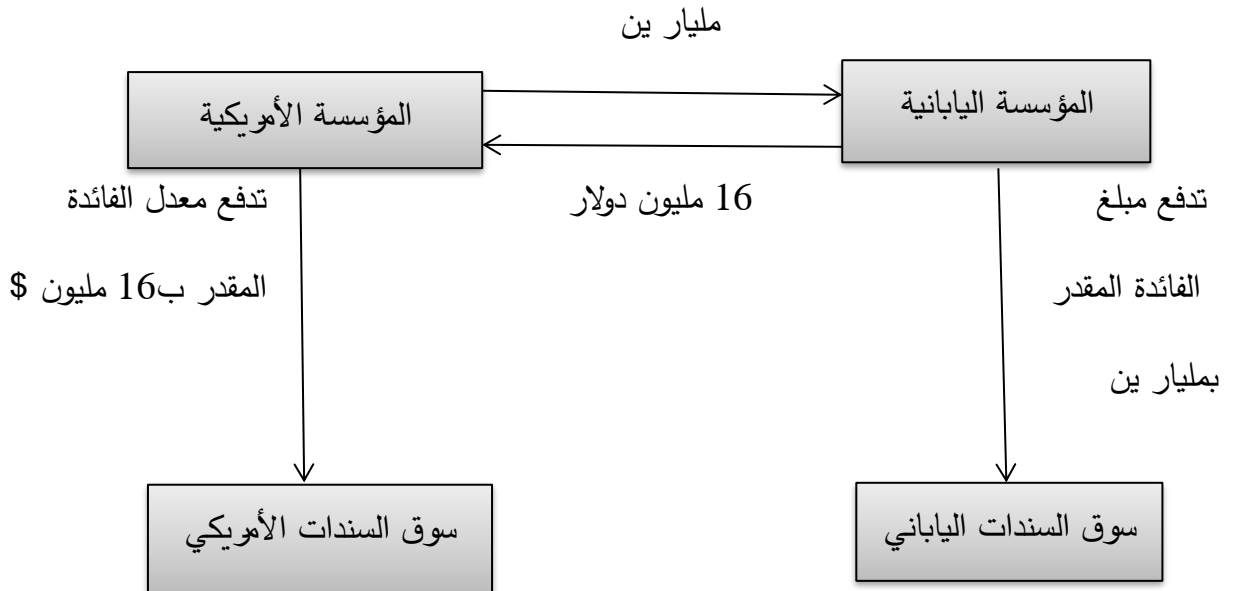
الشكل رقم (03): تبادل أصل المبلغ



المصدر: نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص 156.

المرحلة الثانية: كل سنة وخلال 5 سنوات تدفع كل مؤسسة للأخرى معدل فائدة عن رأس المال الذي تم تبادله، حيث تدفع B الى A ما قيمته 16 مليون دولار، وتدفع A الى B مليار ين وهو ما يوضحه الشكل التالي:

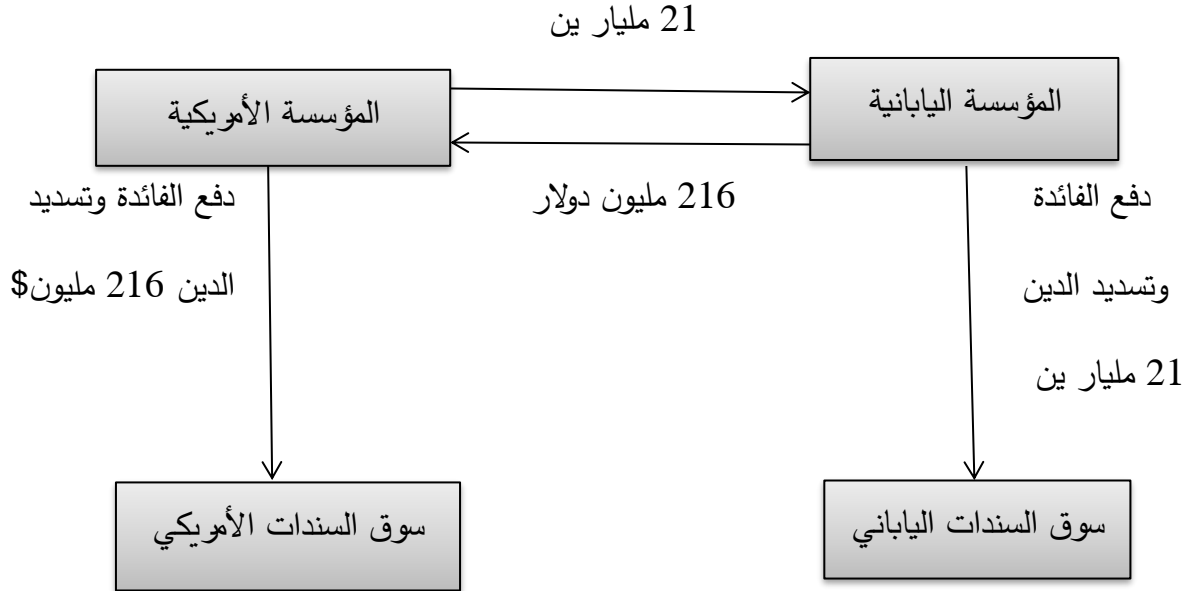
الشكل رقم (04): المرحلة الثانية من تبادل معدلات الفائدة



المصدر: نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص 157.

- في تاريخ الاستحقاق تعيد الشركتان تبادل رأس المال ودفع اخر دفعة عن الفائدة المستحقة عن كليهما وهو ما يوضحه الشكل أسفله:

الشكل رقم (05): المرحلة الثالثة " المرحلة الأخيرة من عملية التبادل "



المصدر: نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص157.

3-4- مزايا وعيوب عقود المبادلات: يمكن من خلال الجدول الموالي تلخيص أهم مزايا وعيوب عقود المبادلات:

الجدول رقم(05):مزايا وعيوب عقود المبادلات

عيوب عقود المبادلات	مزايا عقود المبادلات
<ul style="list-style-type: none"> <li>- لا تخضع لرقابة سوق منظم؛</li> <li>- تتطوي على مخاطر انتمانية كبيرة؛</li> <li>- يصعب قياس المخاطر الناجمة عنها؛</li> <li>- تكون في بعض الأحيان معقدة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تحقيق هيكل إقراض بالتكلفة المرغوبة؛</li> <li>- تمكن المقرضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة؛</li> <li>- تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين؛</li> <li>- لا تتطلب دفع علاوة أو الهوامش في أغلب أنواعها.</li> </ul>

المصدر: من إعداد الباحثة

4- عقود الخيارات: سنتطرق إلى تعريفها والخصائص المميزة لها وأنواعها.

4-1- تعريف عقود الخيارات: يمثل الخيار الحق (ولكن ليس الالتزام) لشراء أو بيع ورقة مالية أو أصل آخر خلال فترة زمنية معينة بسعر محدد ("سعر التنفيذ")<sup>66</sup>.

4-2- خصائص عقود الخيارات: تتميز عقود الخيار بجملة من الخصائص، نجلها فيما يلي<sup>67</sup>:

- ✓ إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه، وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار؛
- ✓ إن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت (أي باعت) عقد الخيار، وتكون ملتزمة بتنفيذه، عندما يرغب مشتره ممارسته للحق الذي اشتراه؛
- ✓ إن عقود الخيار قابلة للتداول، بمعنى أن صاحب الخيار يحق له أن يبيعهما لطرف آخر بثمن مسمى بينهما؛
- ✓ خسائر مشتره الخيار محدودة (قيمة المكافأة) ، وأرباحه غير محدودة فهي مفتوحة للمشتره خيار الشراء، تزيد مع إرتفاع القيمة السوقية للسهم، ومغلقة لمشتره خيار البيع تزيد مع إنخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظريا) ؛
- ✓ تمكن عقود الخيار أصحابها من امكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل؛
- ✓ إمتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفا، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق سعري، وإذا أصر طرف على الإستلام وهو أمر غير وارد غالبا يقوم الطرف بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناء عليه فتكون المحصلة واحدة، أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الإستلام والتسليم مستحيلا.

4-3- أركان عقود الخيارات: نذكرها كالآتي<sup>68</sup>:

4-3-1- مشتره الحق: وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار (خيار البيع أو خيار الشراء)، من محرر العقد؛

4-3-2- محرر الحق: وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المشتره، مقابل مكافئة ويجب عليه التنفيذ إذا رغب المشتره في ذلك؛

66 Mahesh Kumar Sarva, Financial Derivative, Punjab, India, 2008, P10, lovely Professional University.

67 محمود فهد مهيدات، المضاربة الوهمية " السوقية " ودورها في الأزمة المالية - عقود الخيارات، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد اسلامي، جامعة العلوم الاسلامية، الأردن، يومي 1-2 ديسمبر، 2010، ص2، 3.

68 تامر بن صوشة، مرجع سبق ذكره، ص52.

4-3-3- سعر التنفيذ: وهو السعر الذي يتم تحديده للأصل عند إبرام العقد، ويتم التنفيذ على أساسه؛

4-3-4- تاريخ الانتهاء أو التنفيذ: وهو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد؛

4-3-5- العلاوة: هو المبلغ المتفق على دفعه من مشتري حق الخيار أي محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ من عدمه.

4-4- أنواع عقود الخيارات: إذ يمكن أن تصنف عقود الخيارات على النحو الآتي<sup>69</sup>:

4-4-1- من حيث موعد التنفيذ وهي على نوعين:

أ- عقد الخيار الأمريكي، الذي يتيح للمستثمر الحق في شراء أو بيع كمية محددة من موجود أساسي بسعر متفق عليه مقدما إلى أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لإنهائها.

ب- عقد الخيار الأوربي، وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي إلا أنه غير قابل للتنفيذ إلا في يوم إنتهاء صلاحية الخيار.

4-4-2- من حيث طبيعة العقد: وهي على نوعين أيضا:

أ- عقد خيار الشراء، الذي يعطي الحق لشراء كمية معلومة من موجود أساسي بسعر محدد وخلال مدة محددة، وهي غير ملزم لحامل الخيار.

ب- عقد خيار البيع، الذي يعطي الحق لبيع كمية معلومة من موجود أساسي بسعر محدد وخلال مدة محددة، وهو أيضا غير ملزم لحامل الخيار.

4-4-3- من حيث التغطية: وتنقسم إلى نوعين عقود الخيار المغطاة، وعقود الخيار الغير مغطاة:

أ - عقود الخيار المغطاة : وفيها يكون محرر العقد يمتلك الاصول محل العقد، أي انه يستطيع تغطية التزامه اذا اختار المشتري تنفيذ العقد.

ب - عقود الخيار غير المغطاة: وهو حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية، التي يتم التعامل بها تعاقدًا.

<sup>69</sup> حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، الجزء الثاني، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011، ص ص 20، 21.

4-4-4- من حيث ربحية الخيار: يتم تصنيف على هذا الأساس بناء على المقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق للأصل محل التعاقد في الوقت الذي يتم فيه تنفيذ العقد، وحسب هذا التصنيف نجد الأنواع الموضحة في الجدول التالي:

### الجدول رقم(06):أنواع الخيارات على أساس الربحية

خيار البيع	خيار الشراء	
عقد خيار بيع متكافئ	عقد خيار شراء متكافئ	سعر التنفيذ = سعر السوق
عقد خيار بيع غير مربح	عقد خيار شراء مربح	سعر التنفيذ > سعر السوق
عقد خيار بيع مربح	عقد خيار شراء غير مربح	سعر التنفيذ < سعر السوق

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص46.

#### ❖ مثال توضيحي 01: مثال تطبيقي يوضح الية عمل عقد خيار الشراء مع حالات الأرباح والخسائر

اشترى مستثمر 100 سهم لشركة بعقد خيار شراء مستقبلي في 2020/01/01 على أن يتم التسليم في 2020/03/01، لأنه يتوقع ارتفاع سعره في هذا التاريخ، بسعر تنفيذ 100 دولار للسهم بمقدار علاوة 7 دولار عن كل سهم.

وفيما يلي سوف نقوم بتحديد الأرباح والخسائر لهذا المستثمر ولمحرر العقد حسب التغيرات السعرية المستقبلية وكيف يكون قراره الاستثماري حسب الحالات التالية:

- في حالة ارتفاع سعر السهم في 2020/03/01 الى 120 دولار.

- في حالة انخفاض سعر السهم في 2020/03/01 الى 90 دولار.

#### ❖ في حالة ارتفاع سعر السهم إلى 120 دولار:

أ- بالنسبة لمشتري حق خيار الشراء:

في هذه الحالة توقعات المستثمر كانت صحيحة وبالتالي سوف يحقق ربح من وراء تنفيذ هذا العقد وتحسب قيمة حق الخيار كما يلي:

$$\text{قيمة حق خيار الشراء} = \text{السعر السوقي} - \text{سعر التنفيذ} = 120 - 100 = 20 \text{ دولار}$$

عدد الأسهم هو 100 سهم وبالتالي فقيمة الأرباح الإجمالية هي:  $20 \times 100 = 2000$  دولار

بما أنه دفع علاوة مقدارها 7 دولار عن كل سهم فان القيمة الإجمالية للعلاوة هي:  $7 \times 100 = 700$ ، اذن فان

القيمة الصافية لربح المستثمر هي:  $2000 - 700 = 1300$  دولار

## ب- بالنسبة لمحذر العقد:

محذر العقد في هذه الحالة هو ملزم بالتنفيذ وقد خسر نتيجة فقدانها لفرصة البيع بسعر أعلى في السوق، فتحدد خسارته كما يلي:

$$\text{قيمة الخسارة} = \text{سعر التنفيذ} - \text{السعر السوقي} = 100 - 120 = -20 \text{ دولار}$$

$$\text{أي أن الخسارة الإجمالية هي: } -20 \times 100 = -2000 \text{ دولار}$$

بما أنه تلقى علاوة مقابل تخليه عن حق الخيار. فإنها تحتسب كـمبلغ إضافي له يخفض من قيمة الخسارة الإجمالية ومقدارها 700 دولار، وبالتالي الخسارة الصافية هي:

$$-2000 + 700 = -1300 \text{ دولار وهي بذلك تعادل ما حققه مشتري الحق من أرباح.}$$

## ❖ في حالة انخفاض السعر السهم إلى 90 دولار:

### أ- بالنسبة لمشتري حق خيار الشراء:

في هذه الحالة توقعات المستثمر كانت خاطئة وبالتالي فإنه لا ينفذ العقد طالما أن الأسعار في السوق منخفضة عن سعر التنفيذ وقيمة خيار الشراء في هذه الحالة هي قيمة موجبة إيجابية لأنها لم ينفذ العقد وتجنب الخسارة يمكن حسابها كما يلي لو أنه إشتري الأسهم بعقد مستقبلي ويكون ملزم بالتنفيذ:

$$\text{قيمة الخسارة} = \text{السعر السوقي} - \text{سعر التنفيذ} = 90 - 100 = -10 \text{ دولار}$$

$$\text{عدد الأسهم هو } 100 \text{ سهم وبالتالي فقيمة الخسارة الإجمالية هي: } -10 \times 100 = -1000 \text{ دولار}$$

إلا أنه لا ينفذ هذا العقد ويتقاضي خسارة متمثلة في -1000 دولار

وبالتالي هو يخسر فقط قيمة العلاوة -700 دولار ويشتري هذه الأسهم من السوق بسعر 90 دولار للسهم.

## ب- بالنسبة لمحذر العقد:

في هذه الحالة لم يتم تنفيذ العقد من قبل حامل الخيار وبالتالي تتمثل قيمة أرباحه فقد في قيمة العلاوة 700 دولار، إلا أنه سوف لن يبيع الاسهم بأسعار السوق لأنها منخفضة، ولو تعاقد بالعقد المستقبلي بدلا من الخيار المالي لحقق ربحا قدره 10 دولار عن كل سهم كونه عقد ملزم بالتنفيذ وبالتالي يتقاضي هو انخفاض الأسعار الذي حصل بمقدار 10 دولار عن كل سهم.

## مثال توضيحي 02: مثال تطبيقي يوضح الية عمل عقد خيار البيع مع حالات الأرباح والخسائر

ولتوضيح هذه الالية جيدا، نعود لتطبيق معطيات نفس المثال السابق على الحالات التالية:

- في حالة انخفاض سعر السهم في 2020/03/01 إلى 90 دولار.

- في حالة ارتفاع سعر السهم في 2020/03/01 إلى 120 دولار.

فيمكن تتبع اليات التنفيذ لكلا الطرفين كما يلي:

❖ في حالة انخفاض سعر السهم إلى 90 دولار:

أ- بالنسبة لمشتري حق خيار البيع:

في هذه الحالة توقعات المستثمر كانت صحيحة وبالتالي يقوم بتنفيذ العقد على أن تحدد أرباحه وفق ما يلي:

قيمة حق اختيار البيع = سعر التنفيذ - السعر السوقي =  $100 - 90 = 10$  دولار عن كل سهم أي بريح إجمالي قدره 1000 دولار إلا أنه دفع علاوة سابقا قدرها 700 دولار وبالتالي فإن ربحه الصافي:  $1000 - 700 = 300$  دولار.

ب- بالنسبة لمحرر العقد:

بما أنه حامل الحق قد نفذ العقد وبالتالي هو ملزم بالتنفيذ أي أنه سوف يبيع بسعر منخفض، ويمكننا حساب ما تكبده من خسارة كما يلي:

خسارة المستثمر = سعر السوق - سعر التنفيذ + العلاوة =  $(90 - 100) = -300$  + 700 =  $100 \times$  دولار أي أن قيمة خسارته الصافية نظرا اتخاذه قرار تحرير هذا العقد هو 300 دولار.

❖ في حالة ارتفاع سعر السهم إلى 120 دولار:

أ- بالنسبة لمشتري حق خيار البيع:

في هذه الحالة لم تكن توقعات مشتري حق خيار البيع صحيحة فارتفعت الأسعار من 100 إلى 120 دولار، وبالتالي لا ينفذ هذا العقد حتى يتيح لنفسه البيع بسعر مرتفع في السوق ويخسر قيمة العلاوة مقدارها 700 دولار، إلا أنه نستطيع القول أنه لم يخسر عندما قرر التعاقد بالخيار الذي أتاح له فرصة التنازل وحد خسارته فقط في قيمة العلاوة، وليس العقد المستقبلي الذي لو استخدمه في هذه الحالة لكان ملزم بالبيع بسعر منخفض وهذا ما يجعله يتكبد خسارة كبيرة.

ب - بالنسبة لمحرر العقد (وهو مستري السلعة في هذه الحالة)

لطالما أن مشتري حق الخيار البيع لم ينفذ فإنه كذلك لا ينفذ ويكسب من وراء هذا العقد فقط قيمة العلاوة وهي 700 دولار.

## رابعاً: مخاطر التعامل في المشتقات المالية

رغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع إلا أنه و بحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، ويمكن القول أنه هناك مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات<sup>70</sup>:

**1- المخاطر التقليدية:** وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود والأدوات المالية الأخرى و نجد منه:

**1-1- مخاطر السوق:** تتعلق هذه المخاطر أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تتجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال استمرار هذا التدهور ومن هنا ينبغي تشخيص عناصر هذه المخاطر معرفة كيفية تفاعلها مع بعضها البعض حتى يمكن تقديرها وتحديد الأدوات التي يمكن استخدامها كوقاء منها.

**1-2- المخاطر الائتمانية:** تنشأ هذه المخاطر عن عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته التعاقدية المحددة في العقد المشتق و جدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يعد أكثر انتشاراً في الأسواق غير المنظمة، ويمكن مواجهة المخاطر الائتمانية لهذه المشتقات من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطر.

**1-3- المخاطر التشغيلية أو التنظيمية:** المخاطر التنظيمية هي تلك المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشأة نفسها، وكذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة.

**1-4- المخاطر القانونية:** وتنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، وكذلك تؤدي التغيرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر.

**2- المخاطر الخاصة:** وهي المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية أخرى إلا أنها أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة، و نجد من ضمنها:

<sup>70</sup> حليلة بزاز، المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)، المجلد 1، العدد 1، مجلة الشريعة الاقتصادية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2012، ص ص 151، 152.



**2-1- مخاطر الارتباط:** وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة وتنتج من تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مالية مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.

**2-2- مخاطر نسبة الحماية:** وتعني نسبة الحماية قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها، ويتم حساب هذه النسبة عن طريق معرفة معدل التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق.

**2-3- مخاطر السيولة:** وترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك وخاصة العقود التي يتم تداولها بصفة واسعة، وغالبا ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروط و ضمانات كبيرة في هذه الحالة.

**2-4- مخاطر التسعير:** حيث يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة و نماذج رياضية متقدمة وخاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفى لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.

**2-5- مخاطر الرفع المالي:** حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.

## أسئلة وتمارين الفصل الرابع

1/ ما المقصود بالمصطلحات التالية:

المشتقات المالية - صاحب المركز الطويل- صاحب المركز القصير- تاريخ التسوية- سعر التنفيذ- الهامش المبدئي- هامش الوقاية- غرفة المقاصة - الخيار المغطى - الخيار الغير مغطى- المخاطر الائتمانية.

2/ أجب عن الأسئلة التالية:

➤ أذكر مختلف أنواع المشتقات المالية؟

➤ أذكر فروقات الموجودة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية؟

➤ ما هو الفرق بين الخيار الأوروبي والخيار الأمريكي؟

➤ أذكر مزايا وعيوب عقود المبادلات؟

3/ تمرين: نفترض أن مستثمر أقدم على شراء أسهم من أسواق العقود الآجلة بسعر تنفيذ محدد أثناء إبرام العقد قيمته 400 دولار للسهم.

- أحسب أرباح وخسائر هذا المستثمر إذا تغيرت الأسعار في تاريخ الإستحقاق وفق الاحتمالات التالية: 300 دولار، 400 دولار، 600 دولار.

- أحسب كل من الأرباح وخسائر لكل من البائع والمشتري.

الحل: S هو السعر السوقي في المستقبل و K سعر التنفيذ والنتائج كما يلي:

S	K	Payoff for long position = S - K	Payoff for short position = K - ST
600	400	200	-200
400	400	0	0
300	400	-100	100

4/ نفترض أن مستورد أمريكي أراد شراء سلعة من ألمانيا بإستخدام عقد آجل، لمدة 6 أشهر وكانت القيمة الجمالية لفاتورة الإستيراد 1 مليون أورو، وأن سعر صرف الأورو مقابل الدولار أثناء إبرام العقد هو 1 أورو = 1.3 دولار.

- كيف يمكن لهذا المستورد تفادي مخاطر تقلبات أسعار صرف الأورو مقابل الدولار إذا إرتفع الأورو ب 1 إورو = 1.5 دولار وما هي الأداة المناسبة لذلك.

- وضح كيف تتم عملية إدارة المخاطر، وما هي الخسائر التي إستطاع هذا المستورد تجنبها.

## الحل :

مباشرة يمكنه اللجوء إلى أسواق العملات الأجنبية وإبرام عقد آجل لمدة 6 أشهر بقيمة 1 مليون دولار. فتكون عملية التسديد بعد 6 أشهر موافقة تماما لعملية التسديد في العقد الأول للسلعة.

إذا انخفض سعر الأورو يمكنه تحقيق أرباح لكنه سوف يخسرها في العقد الثاني للعملات، وإذا ارتفع سعر الأورو سوف يتكبد خسائر في العقد الأول لكن يمكنه تحقيق نفس القيمة في شكل أرباح في عقد العملات وبالتالي هو قام بتثبيت خطر تقلبات أسعار الصرف.

- قيمة الخسائر التي تجنبها هي فارق سعر الصرف بين الأورو والدولار وهي:

قيمة العقد بالدولار أثناء إبرامه هو 1300000 دولار وإذا ارتفع سعر الأورو يصبح 1500000 دولار، أي أنه تجتنب خسارة فارق السعر وهي 200000 دولار.

**5/ تمرين:** نفترض بأن هناك مستثمر قام بالاتصال بسمساره يوم الاثنين 3 جوان 2021 لشراء عقدين من عقود عمليات الذهب الآجلة لشهر ديسمبر 2021 في برصة نيويورك للسلع (COMEX)، وقد كان السعر الجاري للعمليات 400 دولار للأوقية، وحجم العقد هو 100 أوقية، بعد تعاقد المستثمر مع السمسار لشراء العقدين طلب السمسار لكل عقد إيداع هامش مبدئي بقيمة 2000 دولار وتم تحديد مبلغ 1500 دولار كهامش وقاية. فإذا كانت سلسلة أسعار العمليات الآجلة كما هو موضح في الجدول أسفله قم بحساب أرباح وخسائر هذا المستثمر؟

						400	
388.1	6/19	391.8	6/13	396.7	6/7	397	6/3
388.7	6/20	392.7	6/14	395.4	6/10	396.1	6/4
391.0	6/21	387.0	6/17	393.3	6/11	398.2	6/5
392.3	6/24	387.0	6/18	393.6	6/12	397.1	6/6

الحل:

سعر التنفيذ \$400 للأوقية، حجم العقد 100 أوقية،

شراء عقدين يعني 200 أوقية، الهامش المبدئي: \$2000 يعني \$4000 للعقدين، هامش الوقاية: \$150 يعني \$3000 للعقدين.

التاريخ	السعر السوقي	سعر التنفيذ	السعر السوقي - سعر التنفيذ	الربح او الخسارة ل 200 اوقية	رصيد الهامش	طلب استدعاء الهامش
/	/	/	/	/	400	
6/3	397	400	3 -	600 -	3400	
6/4	396.1	397	0.9 -	180 -	3220	
6/5	398.2	396.1	2.1 +	420	3640	
6/6	397.1	398.2	1.1 -	220 -	3420	
6/7	396.7	397.1	0.4 -	80 -	3340	
6/10	395.4	396.7	1.3 -	260 -	3080	
6/11	393.3	395.4	2.1 -	420 -	2660	استدعاء الهامش ويدفع 1340 ليصبح الهامش 4000
6/12	393.6	393.3	0.3	60	4060	
6/13	391.8	393.6	1.8 -	360 -	3700	
6/14	392.8	391.8	1	200	3900	
6/17	392.7	392.8	0.1 -	20 -	3880	
6/18	387	392.7	5.7 -	1140 -	2740	استدعاء الهامش ويدفع 1260 ليصبح الهامش 4000
6/19	387	387	0	0	400	
6/20	388.1	387	1.1	220	4220	
6/21	388.7	388.1	0.6	120	4340	
6/22	391	388.7	2.3	460	4800	
6/24	392.3	391	1.3	260	5060	
	المجموع		7.7 -	1540 -	/	

6/ تمرين: يرغب مستثمر في شراء 100 سهم في تاريخ لاحق لذا قام بشراء خيار شراء 100 سهم بسعر تنفيذ 120 دولار للسهم مقابل مكافأة قيمتها 15 دولار للسهم. ما هو قرار المتخذ وما هي الأرباح أو الخسائر التي يحققها هذا المستثمر في الحالات التالية:

- السعر السوقي 138 - السعر السوقي 115.

- تحت أي ظروف يحقق محرر الخيار ربحاً؟

**الحل:**

الحالة الأولى : السعر السوقي \$138 ← القرار المتخذ: تنفيذ خيار الشراء

$$\text{الربح الاجمالي} = (120 - 138) \times 100 = 1800\$$$

$$\text{الربح الصافي} = 1800 - (15 \times 100) = 300\$$$

الحالة الأولى : السعر السوقي \$115 ← القرار المتخذ: عدم تنفيذ خيار الشراء

ويحقق خسارة بقيمة العلاوة \$1500

- يحقق محرر الخيار ربحاً عندما يكون السعر السوقي أقل من \$135.

**7/ تمرين:** مستثمر يتوقع إنخفاض أسعار الاسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار بيع آجل أوروبي ل 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 دولار للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين. نفرض أن سعر السهم السوقي وصل الى 98 دولار عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد في الحالة الأولى، 90 دولار في الحالة الثانية، 105 في الثالثة، ما هو القرار المتخذ في كل حالة؟ وما هي حجم أرباحه أو خسائره تبعاً لذلك؟

**الحل:**

$$\text{سعر التنفيذ} = 100\$ \quad \text{عدد الأسهم} = 100 \quad \text{قيمة المكافاة} = 500 = 5 \times 100\$$$

الحالة الأولى:

القرار المتخذ: ينفذ لأن سعر التنفيذ اعلى من السعر السوقي وهو يريد البيع.

$$\text{وبالتالي: } (98 - 100) \times 100 = 200\$$$

$$\text{الربح الصافي} = 200 - 500 = -300\$$$

الحالة الثانية:

القرار المتخذ: ينفذ لأن سعر التنفيذ أعلى من السعر السوقي وهو يريد البيع.

$$\text{وبالتالي: } \$ X 100 = 1000 (90 - 100)$$

$$\text{الربح الصافي} = 500 - 1000 = \$ 500$$

الحالة الثالثة:

القرار المتخذ: لا ينفذ لأن سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي وهو يريد البيع.

$$\text{وبالتالي: يتحمل خسارة قيمة المكافأة } \$ 500$$

**8/ تمرين :** نفترض أن بنك A تحصل على شهادات إيداع لمدة 5 سنوات بمبلغ 500 مليون دولار، ويدفع عنها فائدة 9%، ونفترض أن البنك B يقوم بإستثمار مبلغ 500 مليون دولار يتحصل من خلاله على فائدة ثابتة 11% لكن نظرا لإلتزاماته تجاه قروضه قصيرة الأجل فإنه يريد الحصول على الفوائد السائدة في السوق بمعدلات متغيرة.

1- كيف يتم الإتفاق بين الطرفين وما نوع عقد المبادلة؟

2- إحسب قيمة مدفوعات التدفقات النقدية التي يدفعها البنك A إلى البنك B إذا إفترضنا أن المعدل الثابت المتفق عليه هو 10 % ومعدل الليبور الذي يعتمد عليه كمعدل متغير هو 10.5%؟ مع إفتراض أن المدفوعات على الفائدة تكون شهرية؟

**الحل:**

1- يمكن للطرفين التعاقد بعقد مبادلة أسعار الفائدة المتغيرة بالثابتة، فالبنك A يرغب في مبادلة معدل الفائدة المتغير على استثمارات قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت لا يقل عن 9%، والبنك B يرغب في مبادلة معدل الفائدة الثابت بمعدل فائدة متغير يزيد عن معدل العائد الذي يدفعه على ودائعه.

$$2- \text{مدفوعات الفائدة} = (\text{معدل الفائدة المتغير} - \text{معدل الفائدة الثابت}) \times \frac{\text{عدد الأيام}}{365} \times \text{قيمة عقد المبادلة}$$

$$= (10.5\% - 10\%) \times \frac{30}{365} \times 500000000 = 205479.45 \text{ دولار}$$

9/ نفترض أن شركة A تدفع معدل فائدة ثابت على إستثمار قيمته 100 مليون دولار وأرادت التبادل مع شركة B، وإذا افترضنا ان سعر الفائدة الثابت هو 9.5% والتسوية تتم شهريا.

1- ماهي مدفوعات الشركة A إلى الشركة B إذا كان سعر الفائدة المتغير أثناء التسوية 10%.

2- نفترض أن في الشهر الذي يليه تغير سعر الفائدة الى 9% ما هو مقدار هاته المدفوعات؟ ومن سيدفعها؟

$$1- \text{المدفوعات} = 100000000 \times (0.1 - 0.095) \times \frac{30}{365} = 780821.81 \text{ دولار}$$

$$2- \text{المدفوعات} = 100000000 \times (0.09 - 0.095) \times \frac{30}{365} = -41095.90 \text{ دولار، كان مبلغ المدفوعات سالب}$$

وبالتالي الشركة A هي التي ستدفع المبلغ. على إعتبار أن المبلغ الموجب للمدفوعات بشكلها الطبيعي سوف

تدفعه الشركة B، لكن كونه سالب في هاته الفروق السعرية فإن الشركة A هي التي تدفع هذا الفارق.

## الفصل الخامس: التوريق

ظهر التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1970 وإعتبر أحد أكبر إبداعات الهندسة المالية على الإطلاق، بل ومن أكبر إبداعات القرن العشرين بصورة عامة، لما أحدثه من ثورة كبرى في المجال المالي، أدخلت تغييرات جوهرية في عمل البنوك والاسواق المالية، وإعتبر حلا مبتكرا لمشكلة التمويل وفتح مجالا واسعا للمستثمرين، وغير الكثير من قواعد المخاطر، مما نتج عنه نشوء قطاع مالي جديد، إزدهر بعد ذلك بشكل باهر، وحقق نجاحات كبيرة سمحت بإنتشاره في المرحلة الثانية ابتداء من سنوات 1980 إلى أوروبا، ثم بقية أنحاء العالم بعد ذلك، فدخل في الأنظمة المالية والقانونية لهذه الدول.

### أولا: ماهية التوريق

تعتبر تقنية التوريق أحد النواتج الأساسية لمجموعة من التطورات المالية العالمية والتي يأتي في مقدمتها التحرير المالي وتنامي ظاهرة الابتكار المالي إلى جانب التحول الموازي في نمط التمويل على المستوى الدولي من صيغة القرض البنكي إلى صيغة الأوراق المالية، الأمر الذي يدفعنا إلى تنشيط الضوء على نشأة تقنية التوريق، أبعادها التعريفية وأهدافها.

**1- نشأة التوريق:** ظهرت كلمة التوريق لأول مرة في الأوساط المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان أول من استخدمها هو (Lewis Ranieri) مدير سابق ببنك (brothers salomon) الأمريكي سنة 1977، للدلالة عن تقنية مالية حديثة ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 ألا وهي التوريق، إلا أن جذور التوريق تعود إلى بداية سنوات 1930، وكان ذلك مرتبطا بالصعوبات التي واجهها سوق الرهن العقاري في فترة الكساد العظيم، حيث قامت الحكومة الأمريكية في عهد إدارة الرئيس روزفلت، بالتدخل من أجل القيام بإصلاحات كبيرة لإعادة بناء الاقتصاد المنهار، ومنها البحث عن وسائل ومصادر جديدة للتمويل العقاري في ذلك الوقت وتحديدًا تمويل الإسكان الذي أصبح يمثل مشكلة كبيرة للسلطات الأمريكية، ذلك أنه في ظل تزايد البطالة، كانت مؤسسات الاقراض ترفض منح القروض الرهنية العقارية، لذلك قامت السلطات الأمريكية بإنشاء 3 أجهزة هي: **الأول:** في سنة 1932 (federal home loan bank) (FHLB) الذي يتولى وضع الأنظمة المطبقة على صناديق الإذخار، وكان الهدف منه إنشاء سوق ثانوي.

**الثاني:** في سنة 1934 وهو (federal housing Authority) (FHA) والذي يتمثل دوره في إعطاء تأمينات ضد مخاطر في مجال سوق الرهن العقاري، وتوحيد ضمانات القروض.

**الثالثة:** سنة 1938 وهي (federal national mortgage association) (FNMA) وتسمى أيضا (Fannie Mae) والذي كان بمثابة وكالة حكومية بإمكانها شراء القروض العقارية الرهينة والإحتفاظ بها.

وقد كانت مهمة هذه الأجهزة شبه الحكومية تمويل وضمان القروض العقارية الموجهة للإسكان، وشراء القروض العقارية من المقرضين والإحتفاظ بها، لكونها أكثر قدرة على إدارة مخاطر الإئتمان، وكذلك توحيد ضمانات



القروض، وقد ساهمت في حل مشكلة التمويل العقاري للاساكن في ذلك الوقت في ظل الركود، ولكن نظرا لل صعوبات التي واجهتها فيما بعد قامت السلطة بعملية اصلاح بدا فيه سنة 1968 فقسمت (FNMA) إلى هيئتين:

**الأولى:** تحتفظ بإسمها ووظيفتها السابقة هي (federal housing Authority)، المعروف ب (Fannie Mae).  
**الثانية:** أخذت تسمية (Government National Mortgage Association) التي عرفا باختصار ب (Ginnie Mae) وأعطيت لها صفة العمومية وكلفت بمهمة اعطاء ضمانات الدولة الفدرالية لشهادات تمثل حقوق رهن عقاري تصدرها مؤسسات الاقراض.

وفي سنة 1970 أنشئ جهاز آخر هو (Federal Home Mortgage Corporation) الذي عرف باختصار (Freddie-Mac) وهي وكالة فدرالية تقوم بشكل مستقل بمهام قريبة من مهام الجهازين السابقين (Fannie Mae) و (Ginnie Mae)، والمتمثلة في ضمان القروض العقارية الموجهة للإسكان.

تمت أول عملية توريق لفائدة (Ginnie Mae) سنة 1970، عندما قامت بأول عملية هندسة مالية لسندات (MBS) تلتها بعد ذلك (Freddie-Mac) سنة 1971، بينما كانت أول عملية توريق غير مضمونة من طرف هذه الوكالات قد تم سنة 1977 من طرف (Bank of America)، ثم انتقل التوريق إلى أوروبا، فكانت أول عملية توريق حصلت في المملكة المتحدة سنة 1987، وفي فرنسا سنة 1989<sup>71</sup>.

**2- تعريف التوريق وأركانه:** يمكن تعريف التوريق على أنه: آلية، يتم من خلالها تحويل القروض (اصول غير سائلة) إلى اوراق مالية (أصول سائلة) تتداول في الأسواق المالية، بشرط توفر المؤسسة الوسيطة والضمانات اللازمة لإتمام العملية في السوق، وبالتالي فهي عملية تهدف إلى زيادة التمويل وتحويل المخاطر. مما سبق يتبين أن للتوريق خمسة أركان أساسية تتمثل في<sup>72</sup>:

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

**3- أهداف التوريق:** إن الهدف الأساسي من التوريق هو التطوير الدائم للنظام المالي عموما والنظام البنكي خصوصا، هذا التطور بنيت أسسه على ثلاثة أفكار سميت باستراتيجية R (Refinancement, Ratio, 3 Risques)، أي أن التوريق يحقق الميزات التالية للبنوك:

- وسيلة لإعادة التمويل عادة ما تكون صعبة المنال وبشروط قاسية؛

<sup>71</sup> صالح بولحية، مستقبل التوريق على ضوء الاصلاحات التنظيمية والضبط، المجلد 1، العدد 45، مجلة العلوم الانسانية، جامعة الأخوة منتوري، قسنطينة، 2016، ص 91.

<sup>72</sup> منيرة بباس، التوريق بين الواقع العملي والتكيف الشرعي- دراسة حالة ماليزيا، المجلد الرابع، العدد الأول، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة ام البواقي، الجزائر، 2017، ص 362.

- يساهم التوريق في تحسين النسب المالية للبنك كنسب السيولة، نسب الأموال الخاصة، نسب الملاءة المالية وحتى نسبة كوك؛
- تخفض هذه التقنية من الأخطار المتعلقة بتسيير الميزانية مثل خطر الإفلاس وخطر تقلبات أسعار الفائدة وخطر السيولة.

## ثانياً: أطراف ومنتجات عملية التوريق

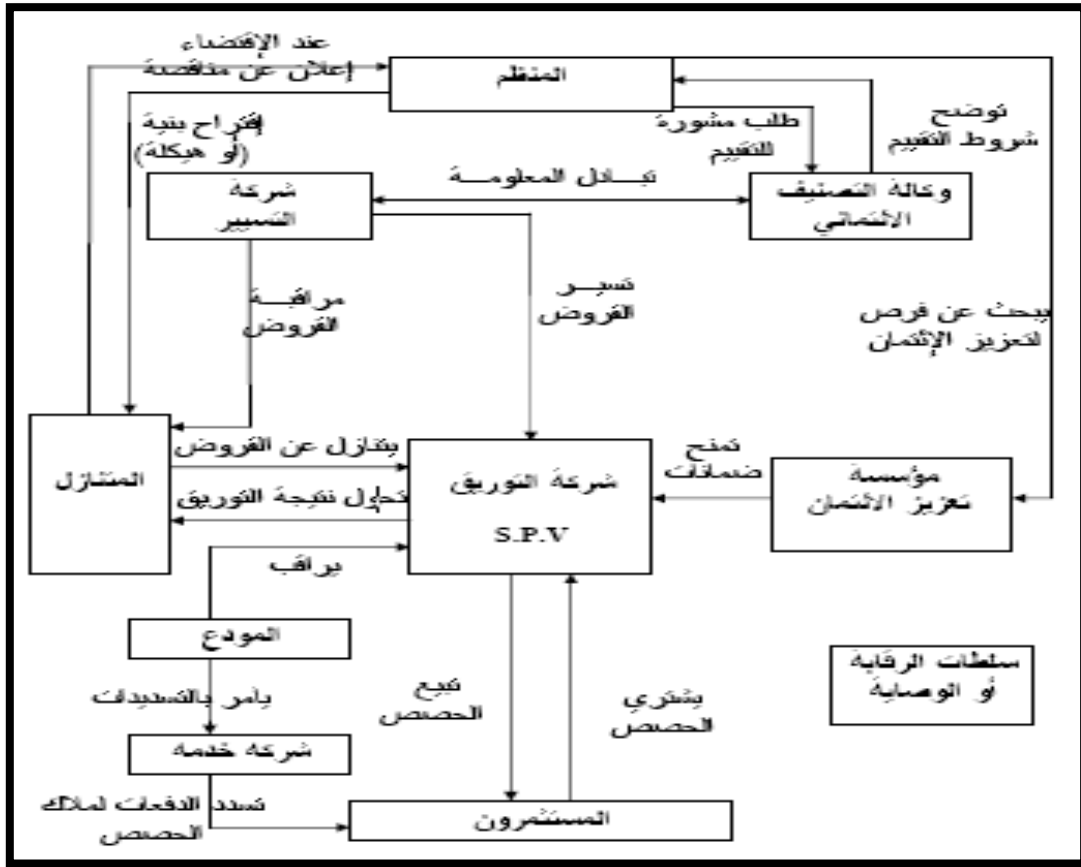
للتعرف على أطراف ومنتجات التوريق، قسم المحور إلى:

- 1- **أطراف عملية التوريق:** لكي تتم عملية التوريق، لابد من توفر مجموعة من الأطراف، تتمثل أهمها<sup>73</sup>:
  - 1-1- **المنظم:** وهو عادة عبارة عن بنك استثماري أو مؤسسة متخصصة في مجال الأوراق المالية، يتكفل بالبحث عن متنازلين محتملين، ويضع تصور عام لهيكل صفقة التوريق، حتى يتم تحقيق أهداف البنك المتنازل ومشترى الحصص المالية، حتى يلقي منتج التوريق طلباً فعالاً، كما يتولى المنظم في غالب الأحيان إبرام عقد مشاركة مع بنوك أخرى لضمان إصدار الحصص بيعها.
  - 1-2- **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.
  - 1-3- **شركة التسيير:** وهي عبارة عن شركة تجارية تدير الشركة ذات الغرض الخاص، وهي تمثل مصالح حاملي الحصص، فهي تراقب عملية تنفيذ المستحقات، إذ تقوم بتسيير أموال خزينة SPV، ومتابعة إجراءات للحصول على التصنيف الائتماني المناسب، كما أنها توفر المعلومات الضرورية للسلطات الرقابية.
  - 1-4- **جهة الإيداع:** وهي عبارة عن مؤسسة إقراض تراقب عمل شركة التسيير.
  - 1-5- **وكالات التصنيف الائتماني:** تؤدي وكالات التصنيف دوراً حاسماً خاصة بالنسبة للمستثمرين، فهي تحدد نوعية الحصص المتداولة، وبالتالي فهي تقيم المخاطر المرتبطة بمحفظة القروض الخاصة بالشركة ذات الغرض الخاص.
  - 1-6- **السلطات الرقابية:** يختلف دور هذه الوكالات من بلد إلى آخر، لكنها موجودة دائماً من أجل مراقبة وترخيص هذا النوع من العمليات.
  - 1-7- **الشركة ذات الغرض الخاص:** وهي عبارة عن هيكل قانوني أنشئ لهذا الغرض (صفقة التوريق)، والهدف من اللجوء إلى الشركة ذات الغرض الخاص هو عزل الشركة عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة.
  - 1-8- **مؤسسات تعزيز الائتمان:** 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.
  - 1-9- **شركات خدمة الدين:** دورها في الأساس هو دور تنفيذي، هذه الشركة مكلفة بالإهتمام بالتسديدات المقررة لملاك الحصص، حيث تقوم بإستلام المتحصلات من المدينين، وتسليمها لشركة التوريق لتقوم بسداد

<sup>73</sup> منيرة بباس، مرجع سبق ذكره، ص 365.

حقوق المستثمرين في مواعيدها. في أغلب الأحيان تكون المؤسسة المتنازلة هي نفسها الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.<sup>74</sup>

### الشكل رقم (06): مخطط عملية التوريق



المصدر: عمار بوطوك، دور التوريق في نشاط البنك حالة بنك التنمية الريفية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2008، ص 23.

## 2- منتجات التوريق: يمكن تقسيم منتجات التوريق إلى قسمين هما<sup>75</sup>:

**1-2- الأوراق المالية المستندة لقروض الرهن العقاري (MBS) (Mortgage-backed security):** وهي تمثل أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية، جمعتها البنوك لتمويل عملية شراء المقترض مثلا لمنزل أو أي أصول عقارية أخرى، ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء واحد، وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية، مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونيات، وعندما يقوي المقترض بدفع أقساط الدين، يتم تسليم المستثمرون الفوائد المستحقة لهم. وتنقسم منتجات الأوراق المالية المستندة لقروض الرهن العقاري (MBS) إلى (RMBS) (Residential Mortgage Backed Securities) وهي أوراق مستندة لقروض عقارية سكنية، و (CMBS) (Commercial Mortgage Backed Securities) وهي عبارة عن أوراق مالية مصدرة تمثل ديون عقارية تجارية.

<sup>74</sup> عمار بوطوك، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>75</sup> منيرة بياس، مرجع سبق ذكره، ص 366.

2-2- الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS) (Assets-backed security): وتشمل حاليا أنواعا جديدة من أصول، ليست مضمونة بقروض الرهن العقاري، وإنما تستند إلى قروض أخرى كقروض الاستهلاك وقروض السيارات وبطاقات الائتمان...إلخ.

### ثالثا : أنواع وخطوات عملية التوريق

إن عملية التوريق تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة ويتم ذلك من خلال إتباع عدة أنواع وخطوات لعملية التوريق.

1- أنواع التوريق: تتحدد أنواع التوريق من خلال المعايير التالية<sup>76</sup>:

1-1- وفق لنوع الضمان: وينقسم إلى:

1-1-1- التوريق بضمان أصول ثابتة: هو إصدار أوراق مالية مضمونة بالتدفقات المالية الناتجة عن حزمة الأصول الثابتة مثل الرهن العقاري.

1-1-2- التوريق بضمان متحصلات مستقبلية "أجلة": هي الأصول التي تضمن أن تدر عائدا مستقبليا لفترات طويلة ومنتظمة مثل بيع عقود النفط.

ووفقا لطبيعة التوريق ينقسم بدوره إلى:

1-1-3- أوراق مالية مشتركة أو صكوك مشاركة: هو إنتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية، لإعادة بيعها وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق الهدف.

1-1-4- هيكل الدين أو هيكل انتقال المدفوعات: هو انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية وإصدار أوراق مالية سندات تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة.

1-2- ووفقا لنوع الاوراق المالية المصدرة من قبل شركات التوريق: ينقسم بدوره كالتالي:

- التوريق من خلال إصدار سندات مضمونة بالعقار؛

- التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار أسهم ممتازة قابلة للإستدعاء؛

- التوريق من خلال إصدار أوراق مالية ناقلة للتدفقات النقدية لمحفظه القروض.

2- الخطوات العملية للتوريق: تمر عملية التوريق بالخطوات الآتية<sup>77</sup>:

أ- تقوم المؤسسة المالية (التي لها ديون مضمونة بالرهن، ونحوها) ببيع ديونها أو بعضها بسعر منخفض إلى بنك، أو مؤسسة، أو شركة اخرى ذات غرض خاص (SPV) أي لأجل شراء هذه الأصول، ونقلها من الذمة

<sup>76</sup> عبد الغني بوشري ، منصورى حاج موسى، صناعة التوريق كألية لتسيير المخاطر المالي مع الاشارة الى تجربة الجزائر، تجربة الجزائر، العدد الرابع، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، الجزائر، 2014، صص 415 ، 416 .

<sup>77</sup> رابح خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الاسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي، العدد السادس، مجلة الاقتصاد الصناعي مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014، صص 125.

المالية للمؤسسة البائعة الى ذمة (SPV) حتى تكون هذه الاصول بمنأى عن المطالبات الأخرى، وعن إفلاس المؤسسة البائعة؛

ب- تتم الإجراءات القانونية لنقل الديون ورهونها وبقية ضماناتها أيضا إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بإجراءات الإصدار؛

ج- تقوم الشركة (SPV) بإصدار سندات بعلاوة الإصدار، وبقية تعادل قيمة الديون محل التوريق للحصول على السيولة من خلال بيعها للمستثمرين، وتكون فوائد هذه السندات متوافقة مع فوائد الديون نفسها، وغالبا ما تلجأ إلى القروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة التوافق في نسبة الفوائد والأجال للأمرين معا؛

د- يتعين على البنك البادئ للتوريق والمؤسسة المصدرة (SPV) ضرورة الإتفاق على التوفيق بين تواريخ استحقاق المتحصلات من المدينين وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم، وبين قيم الفوائد المقررة على الديون الأصلية، وقيم فوائد السندات المتوافرة بحوزة المستثمرين.

#### رابعا: المخاطر الناجمة عن التوريق وعلاقته بحدوث الأزمة المالية العالمية (2008)

تقنية التوريق قد ينجم عنها بعض الأنواع من المخاطر كما تعتبر منتجاتها كأحد العوامل المسببة للازمة

المالية العالمية لسنة 2008 وهذا ما سنتطرق له في هذا المحور.

##### 1- المخاطر الناجمة عن التوريق: أهمها<sup>78</sup>:

1-1- مخاطر الائتمان: وهي ناشئة عن عدم وفاء المدينين بالتزاماتهم المحددة في سنوات المديونية سواء في مواجهة الدائن القديم (البنك) أو في مواجهة الدائن الجديد.

1-2- مخاطر السيولة: ويقصد بها عدم القدرة على التصرف في الورقة المالية بسرعة دون التعرض لإنخفاض في قيمتها السوقية، وعدم توظيف عملية التوريق للاقتصاد المباشر.

1-3- المخاطر التشغيلية: وهي ناشئة عن عدم كفاءة النظم والرقابة وإخفاق الإدارة في مجال التعامل بعملية التوريق حيث أن تفقد هذه العملية يتطلب توافر نظم بشرية ورقابية قادرة على التأكد من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.

1-4- المخاطر القانونية: وهي الناتجة عن عدم القدرة على تنفيذ عملية التوريق وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد وعدم القدرة على تنفيذ احكام القضاء في حالة الإفلاس، أو صدور تشريع مفاجئ يمنع منشآت معينة (الوحدات الحكومية) من التعامل في التوريق وهذا النوع من المخاطر يعتبر مسئولا عن كثير من الخسائر الناجمة عن التعامل في عملية التوريق.

1-5- المخاطر المنتظمة: وهذا النوع من المخاطر يرجع إلى وجود خلل أو اهتزازات في المركز المالي للمؤسسة المالية التي تتعامل في التوريق.

<sup>78</sup> فتحية اسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة رؤية فقهية، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، يومي 1 و2 أبريل، 2009، ص ص 11، 12.

## 2- علاقة التوريق بحدوث الازمة المالية العالمية (2008)

بدأت الأزمة المالية منذ عام 2007 وانتشرت وانفجرت في عام 2008 بسبب أن المؤسسات المالية قدمت قروضا ضخمة بلغت حوالي 50 تريليون دولار لشراء العقارات (المنازل) للمتعاملين بها، وكذلك قدمت قروضا على هيئة بطاقات ائتمان، وبعد أن أصبح لديها كميات هائلة من القروض قامت ببيعها لشركات التوريق. ثم قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض، ومن ثم باعت تلك السندات لمستفيدين آخرين بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية بسبب الفوائد التي تم احتسابها على أصل القرض، فيدفع المقترض الفوائد لمدة سنتين أو ثلاثة قبل أن يصل إلى أصل المبلغ المقترض.

ثم قام أصحاب المنازل برهن عقاراتهم للحصول على قروض أخرى، ثم قامت المؤسسات التي أعطت قروض في هذه المرحلة برهن العقارات رهنا ثانيا، ثم باعت القروض لشركات التوريق، فقامت شركات التوريق ببيع هذه القروض لمؤسسات عالمية ولصناديق سيادية على هيئة سندات عبر المشتقات المالية، وفي خطة احترازية قامت شركات التمويل العقاري بالتأمين على القروض العقارية

وعليه فإننا نلاحظ بوضوح اتساع نطاق استخدام هذه التقنية (التوريق) من قبل المصارف والمؤسسات المالية المقرضة، والتي سمحت للعقار الواحد أن يولد طبقات متتابعة من الاقراض، وهذا ما عمق الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والإقتصاد المالي، حيث بلغت قيمة الإقتصاد المالي 148 تريليون دولار فيما بلغت قيمة الإقتصاد الحقيقي 48 تريليون دولار.

وقد كان إسراف المصارف في توريق القروض والأصول المالية ناتج عن غياب الرقابة التي سمحت لهذه المصارف باستغلال عنصرين هاميين هما:

أ- **الرافعة المالية:** وضعت اتفاقية بازل قواعد تنظيمية تتمثل في عدم الجواز للمصرف أو للمؤسسة المالية أن تقرض بأكثر من نسبة معينة من احتياطياتها 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 توسعها في النشاط الإقراضي الذي تجاوز رأس مالها، فقد كانت هذه الشركات تدير أموال بقيمة 129 مليار دولار في حين أن رأسماليه لا يتعدى 4 مليار و700 مليون دولار، فتعرضت هذه المؤسسات لخطر الإفلاس حينما توقف بعض عملائها عن سداد أقساط قروضهم وفوائدها.

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

فالبنيك حين يقدم للأشخاص قروضا أولية مضمونة بأصول عينية أو غير عينية، فإنو يورق هذه القروض بإصدار سندات عليها بطرحها على الجمهور، ولا يكتفي بذلك بل إنه يجمع القروض المتشابهة في محفظة ويقترض بموجبها من مصرف أو مؤسسة مالية أكبر بضمان الرهون العينية لهذه القروض، ولا يكتفي المصرف

الثاني بذلك بل يكرر هذه العملية ليصدر موجة أخرى من الأصول المالية، ثم يضعها في محفظة أكبر يقترض بها من مؤسسة مالية أو بنك أكبر، وهكذا تتوالى موجات التوريق واشتقاق القروض موجة بعد الأخرى، وتزداد معها المخاطر إلى حد التشابك بحيث يؤدي إفسار بعض المقترضين إلى تردي المنظومة كلها لأنه لا يتوافر فيها ضمانات عينية كافية لسدادها، ف ضماناتها قد تكفي لتغطية الموجة الأولى من عمليات التوريق ولكنها لا تكفي لضمان تغطية الموجات التالية.

ومع تشابك الأسواق المالية العالمية وارتباطها ببعضها البعض، تحولت هذه الأزمة المالية الأميركية إلى أزمة مالية عالمية، تأثرت بها أسواق المال والبنوك في الدول المتقدمة بشكل رئيسي ومباشر، ثم بدأت تظهر تداعياتها على أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة، لتتحول بعدها إلى أزمة مالية عالمية تأثرت بها جميع الاقتصاديات حول العالم بشكل مباشر أو غير مباشر وبنسب متفاوتة، مع ارتفاع حجم الخسائر والإفلاس وتراجع حجم الإنتاج الصناعي في كثير من الدول المتقدمة بسبب انخفاض التمويل الاستثماري الصناعي، بالإضافة إلى عولمة وترابط أسواق الإنتاج والاستهلاك العالمية ببعضها، دخل العالم مرحلة من الانكماش ثم الركود الاقتصادي<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> خير الدين محمود بوزرب، أبو بكر الشريف خوالد، التوريق المصرفي ودوره في حدوث الازمة المالية العالمية 2008، العدد الواحد والخمسون، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، 2017، ص ص 272، 273.

## أسئلة الفصل الخامس

1/ عرف المصطلحات التالية:

التوريق، شركة ذات الغرض الخاص، وكالات التصنيف الائتماني، الأوراق المالية المضمونة بأصول.

2/ وضح في مخطط كيف تتم عملية التوريق ومختلف الأطراف المشاركة فيها.

3/ اذكر مختلف منتجات التوريق؟

4/ يعتبر التوريق أحد أسباب حدوث الأزمة العالمية لسنة 2008 وضح ذلك؟

5/ أجب ب (صحيح) أو (خطأ) مع تصحيح الخطأ إن وجد:

- ظهرت كلمة التوريق لأول مرة في الأوساط المالية في المملكة المتحدة (.)

.....

- الأوراق المالية المضمونة بأصول تستند إلى قروض كقروض الرهن العقاري (.)

.....

- مخاطر السيولة يقصد بها عدم القدرة على التصرف في الورقة المالية بسرعة دون التعرض لإنخفاض في قيمتها السوقية (.)

.....

- التوريق هو آلية، يتم من خلالها تحويل أوراق مالية (أصول سائلة) تتداول في الأسواق المالية إلى قروض (أصول غير سائلة) (.)

.....

- الهدف من اللجوء إلى الشركة ذات الغرض الخاص هو عزل الشركة عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة (.)

.....

- شركة التسيير هي التي تقيم المخاطر المرتبطة بمحفظه القروض الخاصة بالشركة ذات الغرض الخاص (.)

.....



## الفصل السادس: الاندماج والاستحواذ وإعادة الهيكلة

تلجأ المؤسسات والبنوك إلى عمليات الاندماج والاستحواذ كخيارات لتنفيذ استراتيجية التوسع الخارجي. والتطبيق العملي لهذه الخيارات الاستراتيجية يؤدي حتماً إلى إعادة هيكلة تلك المؤسسات أو البنوك، أي وكأنه حدث نوع من إعادة توزيع الموارد والطاقات المختلفة بين المؤسسة التي لديها فائض والمؤسسات التي لديها إحتياج، وهو ما يمكن التعبير عنه بالتكامل، وهذه الآليات التي تبحث عن من لديه فوائض يرغب في توظيفها ومن لديه احتياجات يرغب في تلبيتها تسمى بالهندسة المالية.

من كل ما تقدم نستنتج أن الهندسة المالية تساهم في تنفيذ تلك الخيارات الاستراتيجية للأطراف المختلفة، وذلك بإبتكار الحلول لإعادة توزيع مقدرات المؤسسات والبنوك، وإعادة هيكلة المؤسسات وتكوين كيانات قوية تتمتع بميزات تنافسية وتعظيم عوائد المقترضين والمساهمين، فهي بذلك تقدم الحلول لكل الأطراف، حتى لتلك التي لا ترغب في الاندماج أو تقاوم محاولات الاستحواذ عليها، وعليه يمكننا القول أن الهندسة المالية هي آلية تنفيذ وإيجاد حلول تساعد إدارة المؤسسات في تحقيق أهدافها.

### أولاً- الجذور التاريخية لتطور ظاهرتي الاندماج والاستحواذ

يعتبر وجود مرجع تاريخي دقيق يستدل به على البدايات الأولى الفعلية لظاهرة الاندماج على مستوى الشركات أو البنوك أو أية مؤسسات أخرى أمراً مستحيلاً، حيث أن هذه الظاهرة أو هذا الأسلوب الذي أصبح وجهة وحدات الأعمال في الوقت الراهن لمجابهة الكيانات العملاقة وتحقيق مركز تنافسي يحميها من الإفلاس ويجنبها التعرض لمختلف الأزمات، لم يتبلور ولم توضع له مفاهيم وأسس وقوانين تميزه عن غيره من أساليب التركيز الأخرى كأسلوب الاستحواذ، وشراء حصة من أصول بنك أو شركة ما، والشركات القابضة، وأسلوب الاحتكار...إلخ.

وقد ارتأى الكثير من الباحثين تصنيف التطور التاريخي لظاهرة الاندماج والاستحواذ إلى مراحل أو موجات تحمل في طياتها العوامل المؤثرة والدافعة لحدوث هذه الظاهرة، سواء كانت متعلقة بالمنافسة أو التغيرات الاقتصادية أو حتى التكنولوجية والسياسية، وسواء كانت مرتبطة بدوافع تنظيمية داخلية لشركات والمؤسسات المندمجة. وشمولاً يمكننا تقسيم الموجات أو المراحل التاريخية الكبرى لظاهرة الاندماج والاستحواذ حسب الجدول الآتي<sup>80</sup>:

<sup>80</sup> سعاد شعابنية، وليد ببيي، الاندماج والاستحواذ كأحد أهم أنواع التحالفات الاستراتيجية في العالم وموقع دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا منها، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الانطلاقة الاقتصادية في دول منطقة الشرق الأوسط، يومي 10-11 أفريل، المركز الجامعي نور البشير، البيض، 2018، ص11.

جدول رقم(07): الموجات التاريخية لتطور صفقات الاندماج والاستحواذ في العالم

الموجة	مداها	نوعها	القوى الدافعة لحدوثها	اثارها	القوى الدافعة لانتهائها
الاولى	1893- 1904	أفقية	- العوامل التكنولوجية. - غياب القوانين الصارمة ضد الاحتكار. - ازدهار صناعة السكك الحديدية والمعادن.	- تزايد عمليات الاستحواذ دون رادع - نقشي حالة من الذعر والخوف بسبب عدائية الاحتكارات	- انهيار سوق الاسهم 1904-1907. - الافلاسات البنكية البنكية المتتالية
الثانية	1919- 1929	عمودية	- الثورة الصناعية. - ازدهار ما بعد الحرب العالمية الاولى.	- انتعاش وازدهار في الاقتصاد وزيادة في الانتاج مما ادى الى ازمة الكساد العظيم.	- ازمة الكساد. - الصرامة في تطبيق قانوني كلايتون وشيرمان. - انهيار في الاسواق.
الثالثة	1965- 1969	تكتيكية	- ازدهار في الاقتصاد. - تصاعد عمليات الاستحواذ.	- اعتماد المنتجات المالية المحفزة على الاستحواذات.	- افراط في الديون وزيادة الاعتماد على السندات عالية المخاطر ذات الفوائد المرتفعة.
الرابعة	1981- 1989	عدائية	- ازدهار في سوق الاسهم. - صرامة في تطبيق القوانين.	- الافراط في الاعتماد على السندات ذات الفوائد العالية.	- فشل عمليات الاندماج والاستحواذ بانهيار التكتلات القائمة بسبب عدم القدرة على سداد الديون من قبل الاطراف المستحوذة. - افلاسات واسعة النطاق والركود الاقتصادي لسنة 1990.
الخامسة	1992- 2000	موجة الاندماجات الضخمة	- ثورة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات (الانترنت). - العولمة.	- مستوى قياسي في صفقات الاندماج والاستحواذ من حيث	- الهجمات الارهابية. - تراجع الاقتصاد

		- الاتفاقيات التجارية وفتح الحدود.			العالمي بتراجع اسواق الاسهم 2001-2002
السادسة	2001-2008	- انخفاض في أسعار الفائدة. - ارتفاع في الأسهم. - انتعاش وازدهار كلي للاقتصاد العالمي.	عمودية اجتياحية عابرة للحدود		- الأزمة المالية 2007 ازمة الرهن العقاري.
السابعة	2011-		موجة اندماج ضخمة عابرة للحدود		

المصدر: سعاد شعبانية، وليد بيببي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

## ثانياً: أساسيات حول الاندماج والاستحواذ

منذ ظهور الشركات المساهمة 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.

**1- تعريف الإندماج:** هو إتحاد شركتين أو أكثر مع بعضها مما يؤدي إلى فقدان الشركات المندمجة شخصياتها مع ظهور شركة جديدة تؤول إليها كل الاصول وممتلكات الشركة الفانية. كما يعرف على أنه إتحاد شركتين في شركة واحدة، ويعتبر كمظهر من مظاهر النمو الخارجي للشركة. من خلال تعريفات، نستنتج ما يلي<sup>81</sup>:

- الإندماج يكون بين مؤسستين أو أكثر تكونان متقاربتان في الحجم؛
- بتحقيق عمليات الاندماج يتشكل لدينا كيان جديد أكبر وأقوى، ويتمتع بالإستقلالية، وتزول بذلك معه الشركات المندمجة.

<sup>81</sup> جيلالي قالون، عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين - مقارنة نظرية، المجلد الثاني،

العدد3، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دارية، أدرار، 2014، ص 371.

## 2- تصنيف عمليات الاندماج: نجد<sup>82</sup>:

2-1- الاندماج الأفقي: يحدث عندما يكون المنتج لدى الشركتين المندمجتين متشابه ويتم إنتاجه في نفس الصناعة.

2-2- الاندماج الرأسي: يكون عند انضمام شركتين تعمل كل منهما في مراحل مختلفة من إنتاج نفس السلعة.

2-3- الاندماج المتجانس: يحدث مثل هذا الاندماج عندما تكون الشركتان المندمجتان تعملان في نفس النوع من أنواع الصناعة بشكل عام ولكن لا تكون بينهما علاقة مشتري / عميل أو مورد متبادلة.

2-4- الاندماج المختلط: ويحدث ذلك عندما تكون الشركتان المندمجتان تعملان في صناعات مختلفة.

2-5- الاندماج العكسي: يستخدم كطريقة سريعة لتحويل الشركات الخاصة إلى شركات مساهمة عامة عن طريق السيطرة على شركة مدرجة ولكن لا يوجد لديها نشاط تشغيلي أو أية أصول اسمية.

3- تعريف الاستحواذ: لقد تعددت التعاريف الفقهيّة التي قيلت في الاستحواذ على الشركات حيث عرف الاستحواذ ( هو حصول أحد الشركات على كل أو أغلب الأسهم العادية لشركة أخرى) التي لها حقوق التصويت ( أو إذا تمكنت الشركة المستحوذة من حيازة نسبة من الأسهم لشركة أخرى تمكنها من السيطرة المالية والإدارية على نشاطها، فتصبح الشركة المستحوذة بمثابة الشركة القابضة وتصبح الشركة الأخرى المراد الاستحواذ عليها شركة تابعة، دون زوال الصفة القانونية لأحد الشركتين).

وعرف أيضا بأنه: عملية قانونية بين شخصين يترتب عليهما حصول أحدهما على كل أو بعض رأس مال إحدى الشركات سواء بالاتفاق مع الإدارة أو بدون، وتؤدي إلى السيطرة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة. وجاء في تعريف الاستحواذ أنه شراء شركة ما لأغلبية أسهم شركة أخرى، وبالتالي تسيطر الشركة الأولى على الشركة الثانية، وجاء في معجم مصطلحات حوكمة الشركات أنه التحكم في الشركة بطريقة عدائية أو ودية عن طريق شراء الأسهم أو من خلال البورصة<sup>83</sup>.

## 4- أصناف الاستحواذ: وهي كالتالي<sup>84</sup>:

4-1- شراء الأسهم: يقوم المشتري بشراء أسهم الشركة المستهدفة وبالتالي تتم له السيطرة على الشركة المستهدفة، وتقضي سيطرة المالك على الشركة بدورها إلى سيطرة فعالة على أصول الشركة، حيث أن الشركة تم الاستحواذ عليها بشكل سليم كشركة مستمرة في ممارسة أعمالها، إن هذا الشكل من أشكال الصفقات تلحق به كافة الالتزامات العائدة لتلك الشركة خلال سنواتها الماضية وكذلك جميع المخاطر التي تواجه الشركة في بيئتها التجارية.

4-2- شراء الأصول: في هذه العملية يقوم المشتري بشراء أصول الشركة المستهدفة. ووفقا لهذه العملية، يتم إعادة دفع النقد الناتج عن عملية شراء الشركة إلى مساهميها، إما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة أو عن

<sup>82</sup> موسى عبد العظيم، الاندماج والاستحواذ: الاضطراب المالي العالمي والفرص الجديدة، بحوث استثمار، شركة الراجحي للخدمات المالية، السعودية، 2008، ص2.

<sup>83</sup> ابراهيم سامي مصطفى عبده، الاستحواذ والاندماج وحماية المنافسة، بحث مقدم، جامعة عين الشمس، مصر، 2018/219، ص6.

<sup>84</sup> نفس المرجع، ص 3.

طريق تسييل الأصول أو التصفية. علاوة على ذلك، وفي كثير من الأحيان، يقوم المشتري بتنظيم الصفقة على أساس أنها شراء للأصول وذلك بانتقاء الأصول التي يرغب فيها وترك الأصول والالتزامات التي لا يرغب فيها.

### ثالثاً - الفرق بين الاندماج والاستحواذ وآثارهما

سنتطرق إلى الفرق الموجود بين مفهوم الاندماج والاستحواذ والآثار المترتبة عنهما.

**1- الفرق بين مفهوم الإندماج والاستحواذ:** الاندماج يعني إلتحام شركتين أو أكثر، ويؤدي إلى زوال الشركات المندمجة لصالح ظهور كيان جديد ينتقل إليه جميع حقوق والتزامات الشركات الزائلة، أما الاستحواذ يعني السيطرة المالية والإدارية لاحد الشركات على نشاط شركة أخرى، ولابد من توضيح الفرق بين مصطلحي الإندماج والاستحواذ<sup>85</sup>:

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

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

وعلى الرغم من تشابه استراتيجيات عقود الإندماج والإستحواذ، من حيث دور الوسطاء ومعايير تقييم الأصول، وإعداد الترتيبات الخاصة بتحديد مضمير العقود المرتبطة بتلك الشركات وحصص المساهمين، إلا أن هناك معيارين للتفريق بين الإندماج والإستحواذ هما:

✓ **المقابل الممنوح:** إذا كان المقابل المدفوع لمالكي الأسهم الشركة مال (وليس حصة) إعتبرت العملية إستحواذ وليس إندماج، أما إذا كان المقابل حصة فهو إندماج وليس استحواذ.

✓ **مال الشركة:** إذا لم تتقضي الشركة بعد شراء شركة أخرى لأسهمها تكون العملية إستحواذ وليس إندماج، أما إذا انقضت الشركة المباع أسهمها في الشركة المشتريّة أو إنقضت الشركتين المباعة والمشتريّة لتتسأ على أثر انقضائهما شركة جديدة فالعملية إندماج وليس إستحواذ.

<sup>85</sup> عزمي وصفي عوض، أهمية الاندماج والاستحواذ كتوجه حديث لتعزيز الأداء المالي والتنافسي للمصارف المحلية الفلسطينية - دراسة حالة بنك فلسطين والبنك الوطني، المجلد 12، العدد 01، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019، ص6.

## 2- آثار الاندماج والاستحواذ:

تختار المنشآت الاندماج والاستحواذ كخيار استراتيجي لهذه الشركات نحو التكتل والتحالف الخلق كيان جديد يكون له القدرة على تحقيق الأهداف التي لا تستطيع أن تحققها كل شركة بمفردها، أو للتغلب على مشاكل قائمة أو متوقعة في المستقبل لهذه الشركات، أو رغبة في تحقيق درجات أعلى من التقدم التقني لمواجهة حدة المنافسة العالمية، ومن المفترض أن يكون اندماج واستحواذ الشركات هو الطريق الأمثل لتحقيق العديد من الإيجابيات ومن أهمها<sup>86</sup>:

- الاستفادة من مزايا ووفورات الحجم الكبير مما يؤدي إلى خفض التكاليف، وزيادة القدرة التنافسية في سوق السلع النهائية.
  - يسمح الاندماج والاستحواذ باستخدام التكنولوجيا المتقدمة والخبرات الفنية والصناعية والتدريب العمالة وهو ما يؤدي إلى تحسين الإنتاجية وتطوير الأنظمة الإدارية والمالية.
  - زيادة كفاءة الحصول على التمويل من المؤسسات المالية المحلية والعالمية بشروط ملائمة من ناحية، ومن ناحية أخرى يمكن المنشآت المتعثرة من مواجهة الإفلاس.
- بالرغم من تعدد إيجابيات عمليات الاندماج والاستحواذ، مثل تعزيز الموقف المالي والتنافسي، خفض التكاليف بسبب وفورات الحجم الكبير، نقل المعرفة، تخفيض المخاطر المالية، إلا أن ذلك لا ينفى وجود مخاطر أيضا لكل الأطراف أبرزها ما يلي:
- قد يؤدي الاندماج والاستحواذ إلى ظهور تكتلات اقتصادية وشركات احتكارية مما يضعف من المنافسة، ويهيئ الفرصة للشركات الكبيرة للتحكم في الأسواق، ورفع مستويات الأسعار وخفض رفاة المستهلك، وبالتالي الإضرار بالصالح العام.
  - قد يصاحب الاندماج والاستحواذ إعادة تنظيم وهيكل الكيانات المندمجة بما في ذلك إعادة هيكلة العاملين مما يؤدي إلى ارتفاع مستويات البطالة في المجتمع. وبوجه عام يزداد الأثر الاقتصادي والاجتماعي السلبي في الحالات التي لا تؤدي فيها تطبيقات الاستحواذ والاندماج إلى إضافة جديدة على المستوى القومي من خلال التطوير التقني أو اكتساب المهارات الفنية المتطورة .
  - قد يتسبب الاندماج في زيادة المخاطر المالية حينما لا يستطيع الكيان المندمج تغطية تكاليف عملية الاندماج وتحقيق المكاسب المتوقعة خلال فترة زمنية معقولة. وتزداد فرص حدوث هذه النتائج في حالة قيام عملية الاندماج بين كيانات هشة تهدف إلى الخروج من أزمات تمويلية أو أرسالية. وفي النهاية، تكون المساوي المحققة من الاندماج أكثر من المزايا مما يضطر معه الكيان الجديد للقيام بإعادة تقويم الأصول وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى الإضرار بحقوق المساهمين وجمهور المتعاملين.

<sup>86</sup> ابراهيم سامي مصطفى عبده، مرجع سبق ذكره، ص 20.

## رابعاً- إعادة الهيكلة

سنتناول تعريف إعادة الهيكلة اهدافها مراحل القيام بها وعوامل التي تضمن نجاحها.

### 1- تعريف إعادة الهيكلة:

تعرف إعادة الهيكلة بأنها عملية تغيير مدروسة للعلاقات الرسمية بين المكونات التنظيمية، ويقصد بذلك مجموعة الاستراتيجيات والخطط والبرامج والسياسات التي تضعها الإدارة لتخفيض التكاليف وتحسين كفاءة الأداء<sup>87</sup>.

وبصفة عامة فإن إعادة الهيكلة تمثل قرار استراتيجي من الإدارة العليا للمنظمة، يهدف إلى جعلها أكثر ربحية أو لتصبح متوافقة بصورة أفضل مع المتغيرات البيئية المحيطة بها، ولذا يقصد بإعادة الهيكلة بصفة عامة، اتخاذ مجموعه من الإجراءات المنهجية المخططة التي تسعى إلى التدخل من أجل إعادة تصويب الهياكل الفكرية والتنظيمية والبشرية والمالية والفنية والتسويقية للمنظمة بما يؤدي إلى تحسين الأداء كمياً ونوعياً.

### 2- أهداف عملية إعادة الهيكلة: تهدف عملية إعادة الهيكلة الى تحقيق بعض أو كل الأهداف الآتية<sup>88</sup>:

- تحسين أداء المنظمات بصورة ملموسة وتطوير القدرات التنافسية وذلك من خلال تغيير بناء المنظمة وتغيير سلوك أفرادها؛

- التخلص من العمالة الفائضة عن الحاجة، أو المترتبة على السياسات السابقة للمنظمة وذلك بتشجيع التقاعد المبكر، والغاء الوظائف الشاغرة؛

- إعادة النظر في مفهوم الوظائف داخل المنظمة وتغليب منطق الخدمة والعائد فيها على منطق السلطة والسيادة، وإحداث تغيير جذري في أداء العمليات الإدارية، وكذا إعادة النظر في العلاقات التنظيمية والإنسانية بما يتوافق مع التغيير في الجوانب الفنية والتقنية؛

- تخفيض النفقات والتكاليف، وذلك عن طريق إلغاء أو تقليل الإدارات المزدوجة في الأداء والمهام والأهداف حتى تتحقق الفعالية والكفاءة الإدارية؛

- توحيد السياسات العامة للمنظمة، وذلك عن طريق دمج المؤسسات التي لها مصالح متضاربة ومتنافسة تحت إدارة منظمة أو جهاز إداري واحد، مما يعمل على رفع مستوى الكفاءة والفعالية داخل المنظمة؛

<sup>87</sup> وردة شاوش، إعادة هيكلة الموارد البشرية مع التركيز على التجربة الجزائرية، المجلد الثامن، العدد 06، مجلة دراسات، جامعة قسنطينة

2- عبد الحميد مهري، الجزائر، 2017، ص96.

<sup>88</sup> نجيب عبد الغني ابراهيم، مفهوم وأهداف عملية إعادة الهيكلة، على الرابط التالي:

<https://kenanaonline.com/users/PLAdminist/posts/1017115> تم اطلاع بتاريخ: 2022/02/06.

- تحقيق المرونة في الهياكل التنظيمية مع سرعة الاستجابة للمتغيرات البيئية المحيطة بالمنشأة والوصول إلى مستوى مناسب من اللامركزية في اتخاذ القرارات وكذا تفويض الصلاحيات داخل المنشأة؛
- تعظيم القيمة السوقية للمنظمة، وذلك من خلال تحديد الفرص الإستراتيجية والتشغيلية لتحديد القيمة المحتملة في ظل التطوير الداخلي والخارجي ثم تحديد الفرص التي تم اقتناصها واستغلالها الاستغلال الأمثل للوصول للقيمة الحقيقية للمنشأة؛
- تجهيز المنظمة للاندماج أو للخصخصة سواء ببيعها لمستثمر رئيسي أو بطرحها بالبورصة؛
- تخصيص بعض النشاطات بالمنظمة وإدارتها بالأسلوب التجاري لرفع كفاءتها وتعظيم العائد منها؛
- عندما تفشل المنظمة في تحقيق أهدافها على مر الزمن، بالرغم من تمتعها بقدرات متميزة؛
- عندما تصبح من المنافسين الضعفاء في المجال الذي تعمل فيه؛
- عندما تعاني من انعدام الكفاءة وانخفاض الربحية وتدهور معنويات العاملين والضغط من قبل أصحاب الأسهم لتحسين الأداء؛
- عندما تفشل في الاستفادة من الفرص الخارجية أو تقليل التهديدات الخارجية إلى ادنى حد ممكن، أو للاستفادة من نقاط القوة الداخلية والتغلب على نقاط الضعف الداخلية؛
- عندما تنمو بسرعة كبيرة مما يستدعى ضرورة إعادة الهيكلة الداخلية للحفاظ على معدلات النمو المحققة؛
- عند حدوث تطور تكنولوجي مع وجود الحاجة لإحلال التكنولوجيا المتقدمة محل التكنولوجيا المستخدمة؛
- عند وجود مشكلات متعلقة بكفاءة الإدارة وحسن أو سوء تصرفاتها أو نزاهتها؛
- عند حدوث مشكلات متعلقة بالتدفقات النقدية الواردة والصادرة وعدم التوازن بينهما.

**3- خطوات إعادة الهيكلة:** يمكن أن تقسم خطوات إعادة الهيكلة إلى شقين مهمين: فهم المتطلبات وإيجاد التصميم الذي يلائمها، لفهم المتطلبات، على المؤسسة أن تبني مبررات إعادة الهيكلة بالإجابة على الأسئلة التالية: هل يتناسب التغيير المقترح مع الاستراتيجية؟ هل توجد خيارات أخرى غير إعادة الهيكلة يمكن أن تلبي المتطلبات؟ هل تمتلك المؤسسة القدرة على تنفيذ إعادة الهيكلة بنجاح؟ هل تمتلك المؤسسة الميزانية الكافية للتنفيذ؟ وإذا نفذت هل العائد من الفوائد يتناسب مع التكلفة؟ الإجابة الوافية على هذه الأسئلة قبل المضي في التنفيذ يضمن إطارا مناسباً للخطوات التالية.

قبل البدء في الهيكلة على المؤسسة أن تنشئ إدارة مسؤولة لتنفيذها، تعمل هذه الإدارة على وضع أسس الحوكمة لعمليات الهيكلة المختلفة، وقبل الشروع في تصميم الهيكلة المناسبة، على فريق المشروع أن يدرس



المتطلبات بدءاً من الرؤية مروراً بالأهداف إلى إدارة التغيير، فعلى الفريق أن يتصل باستمرار مع القيادة وأصحاب المصلحة لأخذ آرائهم حول التغيير المرتقب، بعد الانتهاء من المتطلبات، على فريق المشروع أن ينفذ ثلاث خطوات متتالية ضمن مرحلة التصميم وهي: التصميم، والتطبيق، وإعادة التقييم والتحسين، ويمكن أن تنفذ الخطوات الثلاث عبر دورات متتالية مع وجود مقاييس للجودة والأداء ضمن حوكمة المشروع<sup>89</sup>.

**4- عوامل نجاح عملية إعادة الهيكلة:** يحتاج تنفيذ برنامج عملية إعادة الهيكلة إلى توافر عدد من المراحل الأساسية والتي يمكن تسميتها بالعناصر الحاسمة لعملية نجاح إعادة الهيكلة. ومنها<sup>90</sup>:

**4-1- الإستراتيجية :** أوضحت العديد من الأدبيات أهمية إضفاء الطابع الاستراتيجي عند قيادة عملية إعادة الهيكلة، فبرنامج عملية إعادة الهيكلة يجب أن يرتبط بالرؤيا والأهداف الإستراتيجية للمنظمة، وقد عزي نسبة الإخفاق العالية في برامج عملية إعادة الهيكلة، إلى فشل العديد من المنظمات في دمج برنامج عملية إعادة الهيكلة في رؤيتهم وأهدافهم الاستراتيجية.

**4-2- التزام وقناعة الإدارة العليا:** يتوقف نجاح عملية إعادة الهيكلة على مدى التزام وقناعة الإدارة العليا في المنظمة بضرورة الحاجة لتبنى برنامج لعملية إعادة الهيكلة، من أجل تحسين الوضع التنافسي للمنظمة، هذه القناعة يجب أن تترجم في شكل دعم ومؤازرة فاعلة من خلال توضيح الرؤية ، وإيصالها لجميع الموظفين في المنظمة.

**4-3- تكنولوجيا المعلومات:** يعتبر استخدام تكنولوجيا المعلومات كأداة لبناء عمليات جديدة بدلاً من الاعتماد على العمليات القائمة على النظام القديم لتكنولوجيا المعلومات الموضوع الغالب على أدبيات إعادة الهيكلة.

**4-5- الاتصال:** يعتبر اتصال أحد العناصر الأساسية العناصر المساعدة لتنفيذ عملية إعادة الهيكلة وتبني التغييرات المصاحبة له. تحتاج المنظمة لعملية الاتصال خلال تنفيذ المراحل المختلفة لعملية إعادة الهيكلة ولمختلف المستويات الإدارية. وتشكل قناعة الموظفين في المراحل الأولية لتنفيذ عملية إعادة الهيكلة أساساً لتقبل الموظفين للتغيرات المترتبة على عملية التنفيذ، ويعتمد ذلك بصورة جوهرية على قدرة الإدارة في تبني قنوات الاتصال الفعال والمستمر مع أصحاب المصالح داخل المنظمة وخارجها.

**4-6- الاستعداد للتغيير:** أحد التحديات الأساسية التي تواجهها منظمات القطاع العام عند تطبيق عملية إعادة الهيكلة، يرتبط بعملية الاستعداد للتغيير. وينظر لعملية الاستعداد لتقبل وتبني التغيير كعنصر حاسم لنجاح تطبيق عملية إعادة الهيكلة، ويتضمن الاستعداد للتغيير والرغبة في عدم البقاء على الوضع الحالي، وإدخال تغييرات في القيم والممارسات والبناء التنظيمي.

<sup>89</sup> زياد ال الشيخ، خطوات إعادة الهيكلة، على الرابط التالي : <https://www.alriyadh.com> تم الاطلاع بتاريخ: 2021/02/09.

<sup>90</sup> محمد بن فياض محمد العازمي، أثر إعادة الهيكلة على الفاعلية التنظيمية في الإدارات التابعة للوزارات السعودية في منطقة الجوف،

مذكرة ماجستير في الإدارة العامة، جامعة مؤتة، السعودية، 2001، ص 35.

## أسئلة الفصل السادس

1/ عرف المصطلحات التالية:

الاندماج، الاستحواذ، إعادة الهيكلة، الاندماج العكسي، الاندماج المختلط.

2/ ما هو الفرق الموجود بين:

- الاندماج والاستحواذ.

- الاندماج الأفقي والاندماج الرأسي.

3/ ما هي الأهداف المتوخاة من وراء القيام بعملية الاندماج والاستحواذ، إعادة الهيكلة ؟

4/ ماهي الآثار المترتبة عن عمليات الاندماج والاستحواذ؟

5/ أذكر عوامل نجاح عملية إعادة الهيكلة وماهي أهم الخطوات المتبعة للقيام بها؟

6/ أكمل الفراغ بالإجابة المناسبة:

-..... يكون عند إنضمام شركتين تعمل كل منهما في مراحل مختلفة من انتاج نفس السلعة.

- ..... يحدث مثل هذا الاندماج عندما تكون الشركتان المندمجتان تعملان في نفس النوع من أنواع

الصناعة بشكل عام ولكن لا تكون بينهما علاقة مشتري / عميل أو مورد متبادلة.

- يقصد ب..... إتخاذ مجموعه من الإجراءات المنهجية المخططة التي تسعى إلى التدخل من أجل

إعادة تصويب الهياكل الفكرية والتنظيمية والبشرية والمالية والفنية والتسويقية للمنظمة بما يؤدي إلى تحسين

الأداء كميًا ونوعيًا.

- إذا كان المقابل المدفوع لمالكي الأسهم الشركة مال (وليس حصة) إعتبرت العملية ..... وليس .....، أما

إذا كان المقابل حصة فهو ..... وليس.....

## الفصل السابع: الهندسة المالية الإسلامية

تشهد الهندسة المالية الإسلامية في الوقت الحاضر حاجة ملحة للتطوير والإبداع في المؤسسات المالية الإسلامية، فالصناعة المالية الإسلامية كونها صناعة ناشئة بالمقارنة بنظيرتها التقليدية تعد في أمس الحاجة إلى عمليات التطوير والابتكار لمنتجات مالية إسلامية أصيلة تحافظ على هوية الصناعة وتجنبها مساوئ التقليد حتى وإن كان في إطار شرعي، وهذا كله في الأخير سيساهم في تحقيق نمو مستدام للصناعة ككل وبنعكس حتما على استدامة المؤسسات المالية الإسلامية.

### أولاً: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد، وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم الحثيث للتخلص من كل ما هو ربوي و استبداله بما يوافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية والانتهاة وكذلك استلهام المستجدات الأخرى التي قد يفرزها العصر .

**1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية:** يقصد بالهندسة المالية الإسلامية " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجبات الشرع الحنيف ."

ويلاحظ من هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية المشار إليه سابقاً، إلا أنهما يختلفان في كون الهندسة المالية الإسلامية تخضع لأحكام الشريعة الإسلامية على عكس الهندسة المالية التقليدية.

كما أن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية سيوفر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية مزايا أهمها<sup>91</sup>:

**أ- توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية:** فالهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توفر القدرة على إيجاد المنتجات البديلة للمنتجات المالية التقليدية في بيئة تقتصر إلى محفزات الإبداع، بالإضافة إلى ندرة الأفراد المبدعين، والحاجة إلى ثقافة المؤسسات المالية الإسلامية وتفهمها للإبداع، ومدى اهتمامها بعمليات البحوث والتطوير، ومدى إلمام المبدعين المختصين بالمفاهيم الشرعية التي من شأنها تعزيز الإبداع الأصيل.. وغيرها، فهي إذن- بيئة متكاملة يجب

<sup>91</sup> عبد السلام زايد، الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، العدد38، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر،

بسكرة، 2008، ص ص 17، 18.

النظر إليها من خلال كل مكوناتها دون إغفال أهمية أي منها، ويكفي هنا أن نشير إلى أن التقارير السنوية لأكثر من 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي، لم تحمل أي إشارة تفيد أن هناك مخصصات تنفقها تلك المؤسسات على البحوث والتطوير، في الوقت الذي أنفقت فيه تسعة بنوك أوروبية ما يربو على مليار دولار على عمليات البحث والتطوير.

**ب- تجنب التقليد لمنتجات المصارف التقليدية:** فالتقليد هو البديل الوحيد للإبداع في غياب الهندسة المالية الإسلامية وعجز المؤسسات المالية عن ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية تنافس نظيراتها التقليدية، ولكن في المقابل يجب عدم تحميل المؤسسات المالية الإسلامية ما لا تحتمل... فهي تعمل وفقاً للشريعة ولكن ضمن نظم اقتصادية تقليدية، وهو أمر يفرض عدداً من التحديات أمام استخدام بعض المنتجات المالية الإسلامية الأصلية، ويجبر تلك المؤسسات على استخدام بعض المنتجات التقليدية بعد تأطيرها بإطار شرعي، كما أن مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية التي من المفترض فيها أن تتحمل جزءاً من أعباء البحوث والتطوير لم تقم بواجبها حتى الآن على أتم وجه.

**2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية:** تهدف الهندسة المالية الإسلامية كما التقليدية إلى خلق منتجات جديدة أو تحسين المنتجات القائمة، غير أن الهندسة المالية الإسلامية تتفرد بخصيتين يمكن اعتبارهما من القيود التي تضبط عمليات الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية، ندرجها فيما يلي<sup>92</sup>:

**2-1- المصادقية الشرعية:** هي الأساس في كونها إسلامية، وتعني أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان. وعليه ينبغي أن نفرق ابتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية. بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك.

**2-2- 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.

<sup>92</sup> سامي سويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، السعودية،

## ثانيا: محددات الهندسة المالية الإسلامية والفرق بينها وبين الهندسة المالية التقليدية

تحتاج السوق المالية الإسلامية إلى مؤسسات مالية متطورة تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية التميز في تقديم منتجاتها المالية، وتحقق لها التفوق والأسبقية على المؤسسات المالية التقليدية-هذا من جهة-، ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات المالية في هذه الأسواق، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.

**1- محددات الهندسة المالية الإسلامية:** تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكننا اعتبار المنتجات التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي- ذات طبيعة إسلامية إلا إذا كانت تخضع للمحددات الثلاث التالية<sup>93</sup>:

**1-1- المحدد الأول:** الإلتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل، وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والمشاركات، وهذا الشرط يعتبر ضروريا ولكن غير كاف، بمعنى أن الإلتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلا في مجال التطبيق.

**1-2- المحدد الثاني:** أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية-التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية- إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل التأكيد، مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباحا.

**1-3- المحدد الثالث:** ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

**2- الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية:** بالرغم من اشتراك المدرستين في الحاجة للابتكار في وجود قيود تنظيمية، لكن الابتكار في الهندسة المالية الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الهندسة التقليدية ويمكن التماس السبب في الجوانب الآتية:

**الجانب الأول:** أن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية، فحافز التدين عميق لدى المسلمين، ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة. بينما

<sup>93</sup> نفس المرجع، ص 19.

نجد الهندسة التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية، وعليه فبمجرد بروز فرصة للربح كاف في الالتفاف عليها وبالتالي لا بد من الانضباط بالنظم الإسلامية.

**الجانب الثاني:** أن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً وإحكاماً وتناسقاً من الأنظمة البشرية ويترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أسير من المحافظة على الأنظمة الوضعية نظراً لتطرق الخلل والتناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافاً للأحكام والقواعد الشرعية.

**الجانب الثالث:** أن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام بها يحقق هذه المصالح بما يجعل متعاملين أكثر رضا وقناعة بها، هذا في الوقت الذي تتسبب فيه الهندسة المالية التقليدية في حدوث الانهيارات في البورصات وإفلاس الشركات ففي الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية، وبين مصالح جماعات الضغط والمصالح العامة، وتبعاً لذلك ينشأ التنافر بين مصلحة المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

### ثالثاً: مبادئ وأهمية الهندسة المالية الإسلامية

سننتظر إلى المبادئ التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية والأهمية التي تحظى بها على الصعيد الإقتصادي.

#### 1- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية: وتتمثل في المبادئ التالية:

**1-1- مبدأ التوازن:** أي التوازن ما بين المصالح الشخصية والمصالح الاجتماعية، وفيما يتعلق بالمنافسة والتعاون وتحقيق الربح والأعمال الخيرية، فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات ووضعت الكل في الإطار المناسب.

**1-2- مبدأ التكامل:** أي التكامل بين المصالح الشخصية والإعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية.

**1-3- مبدأ الحل:** إن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي بشرط أن يبتعد عن دائرة الحرام، وترجع أصول المبادلات المالية المحظورة إلى الربا و الغرر.

**1-4- مبدأ المناسبة:** أي تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث القصد ملائماً للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية (العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني).

**1-5- حرية التعاقد:** يقصد بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع، وحرمتها كأن

يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرمته الشريعة الإسلامية، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بهال ازم، والعاقد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منه.

**1-6- التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:** تقوم الهندسة المالية الإسلامية أيضا على أساس آخر وهو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، فالابتكار في الهندسة المالية ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، لذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، فإذا كان مجموع بيعتين يساوي بيعة واحدة من نوع آخر، فلا معنى للجوء إلى البيعتين سوى الالتفاف على الأنظمة التي تمنع تلك البيعة الواحدة أو تقيدها<sup>94</sup>.

**2- أهمية الهندسة المالية الإسلامية:** تكمن أهمية الهندسة المالية الإسلامية في توفير التكاليف نتيجة لما يتحقق من وفورات مالية كبيرة، حيث أن ابتكار منتجات مالية إسلامية جديدة يدعم استقطاب الأموال، وبالتالي يزيد من القدرة التمويلية للمؤسسة المالية الإسلامية، خصوصا إذا تأكد أصحاب الأموال من أن المعاملات المالية خالية مما يخالف الشريعة الإسلامية، وهذا يدعم فكرة جذب المدخرات وبالتالي المساهمة في الاستثمار، كما تظهر أهمية الهندسة المالية الإسلامية من جوانب عدة كما يأتي<sup>95</sup>:

- تقوم بتوزيع المخاطر نظرا لتنوع أشكال الاستثمارات وأجالها، ويمكن اعتبار صناديق الاستثمار واحدة من بين الأدوات التي تساهم في توزيع المخاطر المالية؛ بسبب تعدد منافذ الاستثمار فيها سواء قصير أو متوسط أو طويل الأجل، وبالتالي تحقيق رغبات مختلف المستثمرين؛
- القيام بالأبحاث والتنبؤات السوقية؛
- الإفصاح الدوري لدعم شفافية السوق ومعرفة حاجات المستثمرين؛
- إمداد الجهات المعنية بالبيانات المطلوبة، وبالتالي تنشيط المناخ الاستثماري؛
- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء.

<sup>94</sup> مختار بونقاب، اميرة بن مخلوف، طواهر عبد الجليل، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية غير المصرفية، المجلد 1، العدد الثاني، مجلة افاق للبحوث و الدراسات، المركز الجامعي اليزي، 2018، ص112.

<sup>95</sup> أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012/2011، ص90.

## رابعاً: أدوات الهندسة المالية الإسلامية

باعتبار البنوك الإسلامية مؤسسات مالية تجسد خصوصية الاقتصاد الإسلامي، فقد عملت على ابتكار منتجات وأدوات مالية في إطار ما إصطلح عليه على تسميته بالصناعة المالية الإسلامية التي أنتجت مجموعة من الأدوات والصيغ التمويلية والاستثمارية الخاصة بها والخاضعة لضوابط المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي.

**1- صيغ التمويل الإسلامي:** تتعدد صيغ التمويل الإسلامي بما يتوافق مع طبيعة المشروع من جهة، ورغبات واحتياجات المتعاملين من جهة أخرى، ويمكن تقسيمها على النحو التالي<sup>96</sup>:

### 1-1- صيغ التمويل القائمة على الملكية: يندرج ضمنها كل من:

**1-1-1- التمويل بالمضاربة:** المضاربة إتفاق بين طرفين بحي يقدم أحدهما المال والآخر الجهد في استثمار ذلك المال فيسمى الأول رب المال والثاني رب العمل. على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، أما الخسارة فتكون على صاحب المال وحده، ولا يتحمل عامل المضاربة شيء منها مقابل ضياع جهده وعمله ما دام ذلك لم يكن عن تقصير أو إهمال.

**1-1-2- التمويل بالمشاركة:** المشاركة اتفاق بين طرفين أو أكثر على القيام بنشاط استثماري، و يكون رأس المال والربح مشتركا. فالتمويل بالمشاركة يعني إصدار وثائق متساوية القيمة لاستخدام حصيلتها في إنشاء، مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشراكة، وذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار.

**1-1-3- المزارعة:** هي نوع من الشراكة الزراعية لاستثمار الأرض يتعاقد عليها مالك الأرض والعامل أو المزارع على أن تكون الأرض والبذور من المالك والعمل من المزارع والمحصول بنسبة يتفقان عليها، أي أنها معاملة على الأرض بحصة من نمائها.

**1-1-4- المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.

### 1-2- صيغ التمويل القائمة على المديونية: تتمثل في الآتي:

**1-2-1- المرابحة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

**1-2-2- الاستصناع:** هو عقد يلتزم من خلاله البنك بتحقيق منشآت لصالح عميله مقابل علاوة تدخل فيها تكلفة المنشأة مضافا إليها هامش الربح، ويكلف البنك مقاولا لتنفيذ الأشغال، ويمكن تحويلها إلى سندات

<sup>96</sup> خولة عزاز، سعيدة ممو، صيغ التمويل الإسلامي كألية لدعم ربحية البنوك الإسلامية: دراسة حالة بنك قطر الإسلامي مع الإشارة إلى تجربة بنك البركة الجزائري، العدد السادس، مجلة الأفق للدراسات الاقتصادية، جامعة العربي تبسي، تبسة، 2019، ص ص 31، 32.



ذات استحقاقات متتالية، وقد بدأ هذا النوع من المعاملات يظهر في السوق المالي الإسلامي تدريجياً خاصة في استثمارات البنوك الإسلامية طويلة الأجل خاصة في استثمارات البنوك الإسلامية الخليجية.

**1-2-3- الإجارة:** تضمن الإجارة شراء استخدام الأصل لمدة زمنية طويلة نسبياً دون تملكه. فهي عقد يراد به تملك منفعة مشروعة لمدة متفق عليها مقابل عوض مشروع ومعلوم، وتحقق للبنك من فوائد تتمثل في:

- تساعد على حل مشكلة امتصاص المدخرات والودائع لهذه البنوك؛

- تحسين مركز السيولة للمستأجر وعدم إرهاقه بالديون مما يسمح له بتوسيع نشاطه واستقلالته المالية؛

- تدر لإجارة عائد مقبول للمؤجر لأمواله المستثمرة، وليس عائداً افتراضياً (سعر الفائدة).

**1-2-3- السلم:** عقد السلم يقوم على مبادلة عضوين أولهما حاضر هو الثمن و الآخر مؤجل وهو المسلم فيه والغرض منه تمويل شراء سلع يتم استعمالها في المستقبل، فهو عقد بيع يعجل فيه الثمن ويؤجل فيه المبيع، فهو بذلك بيع آجل بعاجل، وهو عكس البيع بثمن مؤجل.

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

فيما يلي سنتناول الحكم الشرعي والتكليف الفقهي للمشتقات المالية في إطار الهندسة المالية الإسلامية<sup>97</sup>:

**2-1- عقود الخيارات وتكييفها الفقهي:** تم تكييف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي:

**2-1-1- خيار الشرط:** حيث يدخل الشخص في العقد اللازم لأحد صيغ البيع أو الإجارة أو الاستصناع، ويشترط حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة، الأمر الذي يتيح له فرصة التحوط في الحصول على سلعة يأمل في الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح، لأن ذلك يسقط الخيار جزءاً من ثمن السلعة، يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه.

**2-1-2- 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 حقا للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ، ويختلف بيع العربون عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الاستفادة من فروق أسعار الأصل المالي، بل من أجل شراء أصل في حد ذاته والانتفاع به على الرغم من أنه إذا أثبت له أن الأصل أمضى الشراء، وإلا فإنه يخسر العربون.

**2-2- عقود المستقبلية في إطار عقد الاستصناع:** تعتبر المستقبلية من بين العقود التي يتم فيها تسليم

البديلين في وقت الحق، ولقد إتفق الفقهاء على عدم جواز التعامل بالمستقبلية وذلك لأسباب الآتية:

- يعتبر تأجيل تسليم الثمن والمثل من بيع الدين بالدين المجمع تحريمه؛

<sup>97</sup> عبد القادر حيرش، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2016/2017، ص ص 109، 110.

- تشمل العقود المستقبلية على الربا المتفق على تحريمه، وهذا في حالة العقود على الذهب والفضة التي يشترط فيها التقابض، وإلا وقع المتعاقدان في ربا النسيئة؛

- تنتهي هذه العقود بالتسويات النقدية، ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطا في العقد، من باب القمار معناه إذا كانت التسوية غير مشروطة، الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر. وقد 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 لأجل معينة كما اشترط أن تكون السلعة موصوفة وصفا دقيقا كما ونوعا على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة.

**2-3- العقود الآجلة في إطار السلم:** إذا كانت السلع طيبة مباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقد السلم الجائزة شرعا، حيث أن هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه التسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإن العقود الآجلة تختلف عن عقد السلم في عدة أمور:

- المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه؛

- إن رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات، لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه، لأن البديلين فيه مؤجلان؛

- أنه لا غرض للبائع والمشتري في العقود الآجلة والمستقبليات بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

**3- التوريق الاسلامي (التصكيك):** التصكيك عموما عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها على المستثمرين. اما التعريف الذي قرره المجمع الفقه الاسلامي هو إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا. وكذلك التعريف عند هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فهو وثائق متساوية القيمة تمثل 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<sup>98</sup>.

**3-1- الفرق بين التوريق التقليدي والتورق الاسلامي:** يمكن تلخيص أهم الفروقات بين التوريق التقليدي والتورق الاسلامي في الجدول التالي:

<sup>98</sup> عبد العزيز اختر زيتي، الصكوك الإسلامية (التوريق)، وتطبيقاتها المعاصرة و تداولها، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الامارات، 2009، ص6.

## الجدول رقم (08): أهم الفروقات بين التوريق التقليدي والتورق الاسلامي

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

المصدر: فضيلة بوطورة، نوفل سمايلي، محمد حسن رشم، التورق الاسلامي كبديل شرعي لأحد منتجات الهندسة المالية التقليدية (التورق التقليدي)، المجلد 11، العدد 1، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019، ص 248.

### 3-2- الحكم الشرعي للتوريق: نبين فيما يأتي الحكم الشرعي للتوريق<sup>99</sup>:

**3-2-1- توريق الدين النقدي:** اتفق الفقهاء على عدم جواز توريق الدين، وعدم جواز تداوله في السوق الثانوية، سواء أبيع بنقد معجل من جنسه، حيث يكون من قبيل حسم الكمبيالات وينطوي على ربا الفضل والنساء، أم بيع بنقد معجل من غير جنسه، لاشتماله على ربا النساء لسريان أحكام الصرف عليه. ولا يجوز توريق دين المرابحة المؤجل وتداوله في السوق الثانوية، أو عن طريق البيع المباشر بنقد معجل أقل منه، إذ يعد ذلك من الربا.

**3-2-2- توريق الدين السلعي:** اتفق الفقهاء على جواز توريق الدين السلعي. وبالنسبة إلى صكوك المضاربة يميز بين الحالات الثلاث الآتية:

أ- إذا كانت موجودات وعاء المضاربة سلعا عينية: اتفق الفقهاء على جواز بيع صكوكها بنقود معجلة أقل من قيمتها السوقية أو أكثر أو مساوية

ب- إذا كانت موجودات وعاء المضاربة ديون مرابحات مؤجلة فقط: لا يجوز توريق هذه الديون، ولا يجوز بيع صكوكها بنقود معجلة أقل من مقدار الديون المؤخرة.

ج- إذا كانت موجودات وعاء المضاربة خليطا من سلع عينية (ونحوها من المنافع) وديون مرابحات: إذا كانت قيمة الأعيان (ونحوها من المنافع) أكثر من مقدار الدين يسري حكم الحالة الأولى، وإذا كانت هذه القيمة أقل من مقدار الدين يسري حكم الحالة الثانية.

جاء في المعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الاستثمار ما يأتي: (المعيار الشرعي رقم (17)):

<sup>99</sup> منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والاسلامي (دراسة مقارنة)، المجلد 29، العدد الاول، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، 2013، ص 231.

- يجوز تداول صكوك الاستصناع أو استردادها إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع موازٍ أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع، فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون.

- لا يجوز تداول صكوك السلم؛

- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول؛

- يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك، وبدء النشاط في الأعيان والمنافع؛

- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي)، فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدء صلاح الزرع أو الثمر.

**4- الصكوك الإسلامية:** تمكنت الصكوك الإسلامية من جذب عدد كبير من المستثمرين من مختلف دول العالم، إذ أصبحت الصكوك موازية للسندات، وهي متاحة للجميع أفراداً وشركات وحكومات ولم تقتصر على العالم الإسلامي بل انتشرت في الدول الأوروبية وآسيا والولايات المتحدة الأمريكية.

**4-1- تعريف الصكوك الإسلامية:** الصكوك الإسلامية (أو الصكوك اختصاراً) هي أوراق مالية متساوية القيمة، ومحددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق عقد شرعي، بعد تحصيل قيمتها وقفل باب الاكتتاب، وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله، وتخول مالكيها منافع، وتحملهم مسؤوليات بمقدار ملكيتهم.

وتختلف الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية بأنها استبدلت دفعات السندات الثابتة (coupon) بدفعات تستند إلى أداء الأصول الحقيقية، وهي عبارة عن أسلوب استثماري يتم من خلاله تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول، بحيث يقوم المستثمر بشراء الصك الذي يقابل بقيمته ملكية في منافع أو أعيان تدر دخلاً.

## 4-2- خصائص الصكوك المالية الإسلامية: يمكن تلخيص مجمل خصائص الصكوك المالية

الإسلامية في النقاط التالية<sup>100</sup>:

- الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة؛
  - تكون قابلة للتداول في البورصة في إطار الضوابط الشرعية؛
  - تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح؛
  - تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية الموجودات المخصصة للاستثمار؛
  - الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك؛
  - الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
  - استناد الصك على عقد شرعي يوطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك.
- 4-3- أنواع الصكوك الإسلامية: تنقسم الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة التي تربط بين الأطراف المختلفة لهذا الصك، ويمكن توضيح أنواع الصكوك فيما يلي:

4-3-1- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود المشاركة: يمكن تعريف العقود القائمة على عقود المشاركة بأنها عقود مستقاة من صيغ التمويل القائمة على المشاركة بين أطراف العقد في التمويل وفق مبدأ الغنم بالغرم، والخراج بالضمان، ونجد:

4-3-1-1- صكوك المضاربة: هي وثائق مضاربة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارته، وصكوك المضاربة هي عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم مال من رب المال ليتاجر فيه الآخر الذي ليس برب العمل، ويمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين اثنين فأكثر، وإن الفرق بين صكوك المضاربة وصكوك المشاركة هو أن في صكوك المشاركة يسهم كل طرف بالمال وبالخدمة. وفي صكوك المضاربة يتحمل رب المال الخسارة وحده، ولكن إذا كان تلف المال بسبب تقريط من العامل أو تعد منه فإنه يتحمل الخسارة.

4-3-1-2- صكوك المشاركة: وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، وتصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار.

لصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى. والمصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغمها، كما تتحدد آجال

<sup>100</sup> فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحث مقدمة لمنندى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2008، ص ص17، 18.

صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، ويستحق حملة الصكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهماتهم.

**4-3-1-3- صكوك المساقاة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تصدر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمار حسب الاتفاق.

**4-3-1-4- صكوك المزارعة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد .

**4-3-1-5- صكوك المغارسة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الأرض والغرس .

**4-3-2- الصكوك القائمة على البيوع:** وهي الصكوك الناتجة عن تمويل المشروع وفق أسلوب البيوع القائمة على الدين وتكون هذه الصكوك مصدرة بحسب الحاجة إلى رأسمال مكتتب فيه والذي يمثل فيه الصك حصة معينة منه. ونجد من بين هذه الصكوك:

**4-3-2-1- صكوك السلم:** تطرح لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد، لشراء سلعة منه، تسلم بعد مدة، ويكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلع وبيعها، فتصفى الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي إضافة إلى الربح من بيعه للسلع، وهذه الصكوك لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه من ناحية، ولأنها تمثل دينا من ناحية أخرى .

**4-3-2-2- صكوك الاستصناع:** تقوم صكوك الاستصناع على تمويل المشروعات الكبيرة وبخاصة إنشاءات البنية التحتية أو الصناعات التي تتطلب أصولا ثابتة كبيرة. فلو أرادت شركة بناء مصفاة للبتترول تمويل بصكوك الاستصناع فإنها تستطيع إصدار الصكوك، حيث تتضمن نشرة الإصدار توكيلا للشركة المصدرة بالقيام بالإنشاءات نيابة عن حملة الصكوك. وترتبط هذه الصكوك بوعدهم ملزم من الشركة المصدرة بشراء هذه المصفاة، بجميع إنشاءاتها التي مولتها الصكوك على مدى 10 سنوات قادمة مثلا، وببيع 9% سنويا. إذن فهي صكوك تمثل إنشاءات حقيقية قيد البناء أو بعد أن يكتمل بناؤها ولكنها مرتبطة بوعدهم ملزم يتضمن ربحا ثابتا محدد. وهي قابلة للتداول لأنها تمثل إنشاءات حقيقية على الرغم من العائد الثابت الذي ترتبط به أيضا .

**4-3-2-3- صكوك المرابحة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة وتصبح السلعة المملوكة لحملة الصكوك.

المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة المرابحة، والمكاتبون هم المشترون للسلعة، وحصيلة للاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك السلعة ويستحقون ثمن بيعها. يمكن أن تصدر هذه الصكوك مؤسسة وسيطة تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة مرابحة، ثم بيعها في الأسواق، ويتمثل العائد منها في الفارق بين سعر الشراء والبيع، فقد يستحق ربحا أو يحقق خسارة.

4-3-3- إضافة إلى الأنواع السابقة نجد أيضا، الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإيجار:

4-3-3-1- صكوك الإجارة: هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة في الذمة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، كما عرفت بأنها: "أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تخول مالكيها حقوقا وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته".

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

ومن التعريفات السابقة نستنتج ما يلي :

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

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

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

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

### خامسا: تحديات الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها

بالرغم من ضرورة تطوير الصناعة المالية الإسلامية بالاعتماد على الهندسة المالية الإسلامية إلا أنها تواجه مجموعة من الصعوبات والتحديات تتمثل فيما يلي<sup>101</sup>:

- الخلاف الفقهي وعدم التوافق الشرعي نتيجة غياب هيئة تعمل على توحيد مصادر الفتوى؛

- ندرة الموارد البشرية ذات الخبرة في الصيرفة الإسلامية التي لديها دراية في المعاملات المالية وفق الشريعة الإسلامية؛

- مدى اهتمام المؤسسات المالية الإسلامية بالإبداع والابتكار؛

- جهل العملاء بمبادئ وآلية عمل التمويل الإسلامي؛

- استفحال ظاهرة العولمة المالية وما أفرزته ' من ابتكارات' مالية، تجد المؤسسات المالية بصفة خاصة نفسها مرغمة على مواكبة هذه التطورات بالسعي للاستجابة للطلبات الدقيقة للزبائن بتحسين خدماتها وتنوع منتجاتها.

<sup>101</sup> سعاد يوسفوي، عبد السلام مخلوفي، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية، المجلد3، العدد الأول، مجلة

بشائر اقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، 2017، ص129.

إن التطور الذي تشهده الصناعة المالية من أن شأنه يضاعف من متطلبات الإبداع المالي حتى وإن تميز المحيط العام بنوع من الاستقرار النسبي من حين لآخر. ولذلك فالمؤسسات المالية الإسلامية مطالبة بإيجاد بدائل شرعية للمنتجات المالية التي لا تنسجم مع الضوابط الشرعية.



## أسئلة الفصل السابع

1/ عرف المصطلحات التالية:

الهندسة المالية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، بيع العربون، خيار الشرط.

2/ ضع كل صك من الصكوك التالية في الخانة المناسبة له:

صكوك المرابحة- صكوك- المضاربة - صكوك الاستصناع - صكوك المغارسة- صكوك الاجارة - صكوك  
المزارعة- صكوك المزارعة - صكوك المساقاة - صكوك السلم - صكوك المشاركة.

الصكوك القائمة على عقود الاجارة	الصكوك القائمة على البيع	الصكوك القائمة على عقود المشاركة

3/ اذكر مبادئ الهندسة المالية الإسلامية وأهم خصائصها؟

4./ اذكر الفروقات الموجودة بين التوريق التقليدي والتوريق الاسلامي؟

5/ ماهي أهم التحديات التي تواجهها الهندسة المالية الاسلامي؟

6/ املئ الفراغات بالإجابة المناسبة:

- تمثل ..... حصة شائعة في ملكية الموجودات المخصصة للاستثمار.

- الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع وفق.....

- من بين أنواع الصكوك نجد الصكوك الإسلامية القائمة على .....، الصكوك القائمة على ..... والصكوك القائمة على .....

- صكوك ..... تطرح لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد، لشراء سلعة منه، تسلم بعد مدة، ويكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلع وبيعها.

\_ تقوم صكوك ..... على تمويل المشروعات الكبيرة وبخاصة إنشاءات البنية التحتية أو الصناعات التي تتطلب أصولا ثابتة كبيرة.

## قائمة المراجع

### 1- الكتب:

#### 1-1- الكتب باللغة العربية:

- الربيعي حاكم وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، الجزء الثاني، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- الهندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في ادارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002.
- بن ابراهيم الغالي، محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات)، الطبعة الاولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر، 2019.
- سيد عبد القادر حسنين فاطمة، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والتوزيع، مصر، 2017.
- فوزي هاشم، الهندسة المالية بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية نحو سوق مالي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- قندوز عبد الكريم، الخيارات، المستقبلية والمشتقات المالية الأخرى، دار النشر E- kutub Ltd، لندن، إنجلترا، 2017.
- موسوي ضياء مجيد، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.

#### 1-2 - الكتب باللغة الأجنبية:

- Bertrand Jaquillat, Bruno Solnik, **Christophe Pérignon, Marché financiers Gestion de portefeuille**, et des risques, 6eme édition, DUNOD, Paris, 2014, P8.
- Eric Chardoillet, Marc Salvat, **L'essentiel des marchés financiers**, édition groupe EYROLLES, Paris, 2010.
- Marek Capinski , Tomas Zastawniak, **Mathematics for Finance: An Introduction to Financial Engineering**, Springer Undergraduate Mathematics Series, United kingdom, 2003.
- Mahesh Kumar Sarva, **Financial Derivative**, lovely Professional University, Punjab, India, 2008
- Robert W.Kolb, James A.Overdahl, **Financial Derivatives**, Third Edition, Wiley Finance, Canada, 2003.
- Yuh- Dauh Lyuu , **Financial Engineering and computation**, Cambridge University Press, United Kingdom, 2004.

## 2- الأطروحات والرسائل الجامعية:

### 1-2- أطروحات الدكتوراه:

- السويسي هوارى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- نعيمة برودي، الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2005/2004.
- بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010/2009.
- بلقصور روقية، مدى إمكانية مواكبة الهندسة المالية الإسلامية للإبداعات المالية العالمية بتطبيق بالتطبيق على البنوك الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2018/2017.
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، قسم علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
- معتوق جمال، ادارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية - دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2016.

### 2-2- مذكرات الماجستير:

- العازمي محمد بن فياض محمد، أثر إعادة الهيكلة على الفاعلية التنظيمية في الإدارات التابعة للوزارات السعودية في منطقة الجوف، مذكرة ماجستير في الادارة العامة، جامعة مؤتة، السعودية، 2001.
- بن سعد وسيلة، تقييم مؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2016/2015.
- بوطوك عمار، دور التوريق في نشاط البنك حالة بنك التنمية الريفية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008/2007.
- لعمش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012/2011.

### 3 - المجلات والإصدارات الجامعية:

#### 3-1-1-3 - المجلات:

#### 3-1-1-3 أ- باللغة العربية:

- البز كلثوم، التشخيص المالي ودوره في تحديد الخيار الاستراتيجي للمؤسسة، العدد 20، مجلة معارف، جامعة البويرة، البويرة، 2016.
- ابراهيم سامي مصطفى عبده، الاستحواد والاندماج وحماية المنافسة، بحث مقدم، جامعة عين الشمس، مصر، 2019/2018.
- السيد حسين نادية ابو العزم، أنواع الأسهم وأحكام التعامل بها، مجلة البحوث القانونية والإقتصادية، المجلد الثاني، العدد 01، جامعة المنصورة، مصر، 2012.
- العدوي محمد شكري الجميل، الشراء بالهامش في الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية مقارنة، المجلد الثاني، العدد 34، حولية كلية الدراسات الاسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، مصر، 2018.
- بباس منيرة ، التوريق بين الواقع العملي والتكيف الشرعي - دراسة حالة ماليزيا، المجلد الرابع، العدد الأول، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، جامعة ام البواقي، الجزائر، 2017.
- بزاز حليلة، المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)، المجلد 1، العدد 1، مجلة الشريعة الاقتصادية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية، قسنطينة، 2012.
- بن ثابت علال، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، المجلد الخامس، العدد 1، دراسات - العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، 2014.
- بن هلال الشيخ أحمد، البيع على المكشوف وتطبيقاته في تداول الأسهم في السوق السعودية دراسة فقهية تأصيلية، المجلد الثامن والعشرون، العدد 13، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، السعودية، 2020.
- بن يمينة كمال، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات - دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، المجلد الرابع، العدد 02، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017.
- بوزرب خير الدين محمود، خوالد أبو بكر الشريف، التوريق المصرفي ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، العدد الواحد والخمسون، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، 2017.

- بوشارب ناصر، حسناوي بلبال، الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبديل الاسلامي، المجلد 3، العدد3، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دارية، أدرار، 2015.
- بوشري عبد الغني، منصورى حاج موسى، صناعة التوريق كألية لتسيير المخاطر المالي مع الاشارة الى تجربة الجزائر- تجربة الجزائر، العدد الرابع، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، الجزائر، 2014.
- بوطورة فضيلة، سمايلي نوفل ، محمد حسن رشم، التورق الاسلامي كبديل شرعي لأحد منتجات الهندسة المالية التقليدية(التورق التقليدي)، المجلد11، العدد1، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019،
- بوكساني رشيد، واقع الاسواق المالية في الدول الناشئة واثر العولمة المالية عليها، المجلد 17، العدد 01، مجلة حوليات جامعة الجزائر، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2007.
- بولحية صالح، مستقبل التوريق على ضوء الاصلاحات التنظيمية والضبط، المجلد 1، العدد 45، مجلة العلوم الانسانية، جامعة الأخوة منتوري، قسنطينة، 2016.
- بونقاب مختار، أميرة بن مخلوف، طواهر عبد الجليل، دور الهندسة المالية الاسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الاسلامية غير المصرفية، المجلد1، العدد الثاني، مجلة أفاق للبحوث والدراسات، المركز الجامعي اليزي، 2018.
- تجاني وافية، دور التشخيص الاستراتيجي في نجاح برنامج تأهيل المؤسسة، المجلد السابع، العدد02، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2017.
- خوني رايح، ابتسام ساعد، الصكوك الاسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي، العدد السادس، مجلة الاقتصاد الصناعي مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014.
- دوش انعام عبد الزهرة، التحوط باستخدام العقود الآجلة - دراسة تطبيقية في شركات التامين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، العدد30، مجلة كلية الاسلامية للجامعة، العراق، 2014.
- رابحي رانية كوثر، بومزايد ابراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، المجلد السادس، العدد 10، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2018.
- زايدي عبد السلام، الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الاسلامية، العدد38، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.

- سعودي عبد الصمد، بن لخضر مسعودة، أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية (دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار الفرصة)، العدد2، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2017.
- سميرة حسبية، اصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لاجتناب أزمات مالية مستقبلية، العدد33، مجلة العلوم الاسلامية والانسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية، قسنطينة، 2014.
- شاوش وردة، اعادة هيكلة الموارد البشرية مع التركيز على التجربة الجزائرية، المجلد الثامن، العدد 06، مجلة دراسات، جامعة قسنطينة 2- عبد الحميد مهري، الجزائر، 2017.
- شريف حسان طاهر، تقروت محمد، انساعد رضوان، دور نظام التداول الالكتروني في تفعيل أداء الاسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق خرطوم للأوراق المالية)، المجلد 15، العدد 20، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة شلف، الجزائر، 2019.
- عباس فؤاد عباس حسن، أثر تداول عقود المبادلات في أسواق المشتقات المالية للفترة من: 2000-2016، المجلد9، العدد28، مجلة اماراباك، الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، 2018.
- عبد الحفيظي أحمد، عادل سليمان، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، العدد 02، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عشور الجلفة، الجزائر، 2014.
- عبد اللطيف أركان، ايمان عبد الله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المجلد الأول، العدد22، مجلة العلوم الاسلامية، جامعة تكريت، العراق، 2014.
- عزاز خولة، ممو سعيدة، صيغ التمويل الاسلامي كألية لدعم ربحية البنوك الاسلامية: دراسة حالة بنك قطر الاسلامي مع الاشارة الى تجربة بنك البركة الجزائري، العدد السادس، مجلة الافاق للدراسات الاقتصادية، جامعة العربي تبسي، تبسة، 2019
- عزمي وصفي عوض، أهمية الاندماج والاستحواذ كتوجه حديث لتعزيز الأداء المالي والتنافسي للمصارف المحلية الفلسطينية - دراسة حالة بنك فلسطين والبنك الوطني، المجلد 12، العدد 01، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019.
- عيساوي سهام، حوحو فطوم، تداول المشتقات المالية في أسواق المالية الناشئة، العدد4، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، جامعة محمد بوضياف، 2017.

- قالون جيلالي، عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين - مقاربة نظرية، المجلد الثاني، العدد3، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دارية، أدرار، 2014.
- قايدى خميسي، لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطوير استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق - حالة الدول الصناعية، العدد6، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2015.
- قرية معمر، التشخيص الاستراتيجي كمدخل لاتخاذ القرارات الاستراتيجية، المجلد الثامن، العدد الأول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 02، 2017.
- قرية معمر، التشخيص الاستراتيجي كمدخل لتقييم الأداء، المجلد الثاني، العدد02، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة عمار ثلجي، الاغواط، 2011.
- قرية معمر، دور التشخيص الاقتصادي والمالي في ابراز نقاط القوة والضعف في المؤسسة الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 01، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي، جامعة الاغواط، الاغواط ، 2013.
- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الاسلامية، مجلد 20، العدد2، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي، السعودية، 2007.
- مقدم عبد الاله، قдал زين الدين، تطور حجم المشتقات المالية في العالم في الفترة بين 2005 و 2017، المجلد5، العدد10، مجلة المالية والاسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2019.
- وكال نور الدين، الحاج خليفة، التشخيص المالي كأداة لرسم الاستراتيجية المالية للمؤسسة، العدد 01، مجلة الافاق للدراسات الاقتصادية، جامعة العربي تبسي، تبسة، 2016.
- يوسفوي سعاد، مخلوفي عبد السلام، دور الهندسة المالية الاسلامية في ابتكار منتجات مالية اسلامية، المجلد3، العدد الاول، مجلة بشائر اقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، 2017.

### 3-1-ب- باللغة الاجنبية:

- Neta Baporikar, **Understanding Financial Engineering**, MBA Review, Australia, 2009.
- Zerfa Zahia, **LA NOTATION DES OBLIGATIONS: OUTIL D'EVALUATION DU RISQUE DE DEFAULT SUR LE MARCHE FINANCIER**, Volume 10, Numéro 1, Revue d'économie et de statistique appliquée, Ecole nationale supérieure en statistique et en économie appliquée, Algérie, 2013.

### 3-2- المطبوعات الجامعية:

- بديدة حورية، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، مطبوعة جامعية، جامعة الوادي، الجزائر، 2022/2021.
- بومود ايمان، محاضرات في مادة تقييم المؤسسات- الطرق المحاسبية لتقييم المؤسسة، مطبوعة جامعية، جامعة عنابة، الجزائر، 2021/2020.
- بن صوشة تامر، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2018/2017.
- بن يوسف خلف الله، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، مطبوعة جامعية، المركز الجامعي افلو، الاغواط، 2017/2016.
- حيرش عبد القادر، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2017/2016.
- موسوس مغنية، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، جامعة شلف، 2022 /2021.

### 4- الملتقيات والمؤتمرات:

- اختر زيتي عبد العزيز، الصكوك الاسلامية (التوريق)، وتطبيقاتها المعاصرة و تداولها، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الامارات، 2009.
- شعابنية سعاد، بيبي وليد، الاندماج والاستحواذ كأحد أهم أنواع التحالفات الاستراتيجية في العالم وموقع دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا منها، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الانطلاقة الاقتصادية في دول منطقة الشرق الاوسط، يومي 10-11 أبريل، المركز الجامعي نور البشير، البيض، 2018.
- قندوز عبد الكريم أحمد، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الاسلامي، جامعة الكويت، الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
- مشعل فتحية اسماعيل محمد، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة رؤية فقهية، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، يومي 1 و2 أبريل، 2009.
- مهيدات محمود فهد، المضاربة الوهمية " السوقية " ودورها في الأزمة المالية - عقود الخيارات، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد اسلامي، جامعة العلوم الاسلامية، الأردن، يومي 1-2 ديسمبر، 2010.



## 5-التقارير، النشرات والندوات:

- سويلم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الاسلامي، مركز البحث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، السعودية، 2004.
- فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2008
- موسى عبد العظيم، الاندماج والاستحواذ: الاضطراب المالي العالمي والفرص الجديدة، بحوث استثمار، شركة الراجحي للخدمات المالية، السعودية، 2008.

## 6- مواقع الانترنت:

- ال الشيخ زياد، خطوات إعادة الهيكلة، على الرابط التالي : [/https://www.alriyadh.com](https://www.alriyadh.com)
- نجيب عبد الغني ابراهيم، مفهوم وأهداف عملية إعادة الهيكلة، على الرابط التالي: <https://kenanaonline.com/users/PLAdminist/posts/1017115>