



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة باجي مختار - عنابة
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR – ANNABA

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
Faculté des Sciences Economiques et Sciences de Gestion
ميدان التكوين في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية

محاضرات ودروس في الهندسة المالية

مقياس: الهندسة المالية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

المستوى: سنة أولى ماستر

د. لكحل نبيلة

جامعة باجي مختار - عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

السنة الجامعية: 2020/2019

التقديم:

تتماز الأسواق المالية بأهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية المعاصرة لكل دولة، حيث تقوم بتوفير مصادر التمويل الضرورية للمشروعات المختلفة وتنشيط الدورة الاقتصادية للدولة من حيث الاستثمار وتوفير السيولة، وقد ظهرت أدوات جديدة للاستثمار غير الأدوات التقليدية السائدة وأغلب هذه الأدوات جاءت استجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين لحماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات.

لذا تعد الهندسة المالية عملية تطويرية انطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط الأسواق المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المؤسسات الاستثمارية بصورة عامة. كما أن ظهور الهندسة المالية و أدواتها أعطى وسوف يعطى مجالات ابتكار متعددة و متطورة في المستقبل المنظور والبعيد، وأن الغرض الأساس لها هو التحوط وتقليل المخاطر، إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الماضية ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالها مستمرة و بصورة متزايدة النمو حتى الآن.

وتهدف هذه المطبوعة حول دروس في الهندسة المالية الموجهة لطلبة السنة الأولى نقدي وبنكي، بالاعتماد على منهجية مبسطة، من شأنها أن تساعد على اكتساب المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهندسة المالية، وأتحكم في أدواتها التي تمكنهم بتصميم، تطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة.

وقد راعينا في إعداد هذه المطبوعة البيداغوجية الدليل المقترح من طرف نيابة العمادة للدراسات العليا والبحث العلمي، حيث يتوافق محتواها مع البرنامج الوزاري المعتمد لمقياس الهندسة المالية الموجهة للطلبة سنة أولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي و بنكي. ينقسم محتوى هذه المطبوعة إلى أربع فصول كما يلي :

- الفصل الأول: تعريف مفصل للابتكار المالي، الهندسة المالية ونظرة عامة عن التحليل المالي.
- الفصل الثاني: دراسة وتحليل الميزانية، طرق التمويل وطرق اختيار الاستثمارات.
- الفصل الثالث: المشتقات المالية ودراسة النماذج لمنتجات مالية تقليدية.
- الفصل الرابع: الهندسة المالية الإسلامية، دراسة النماذج لمنتجات مالية إسلامية مطورة بالهندسة المالية الإسلامية.

و في الأخير نرجو أن تكون قد وفقنا و أسهمنا من خلال هذه المطبوعة في تزويد مكتبتنا وطلبتنا الأعزاء بمراجع مفيد للجميع.

الفهرس

2	التقديم
3	الفهرس
9	مقدمة
10	الفصل الأول: ماهية الهندسة المالية
10	المطلب الأول: الابتكار المالي
10	1- مفهوم الابتكار المالي
11	2- تطور الابتكار المالي
12	المطلب الثاني: الهندسة المالية
12	1- تعريف الهندسة العملية
13	2- أسس الهندسة المالية
13	2-1- الأساس العام للهندسة المالية
13	2-2- الأسس الخاصة للهندسة المالية
16	3- فلسفة الهندسة المالية وإستراتيجيتها
16	3-1- فلسفة الهندسة المالية
16	المطلب الثالث: نظرة عامة عن التحليل للمالي
17	1- تعريف التحليل المالي
18	2- أهداف التحليل المالي
19	3- مصادر معلومات التحليل المالي
19	3-1- المعلومات المحاسبية
19	3-2- المصادر الأخرى للمعلومات
20	4- مراحل التشخيص
20	5- مستخدموا التحليل المالي
21	6- أدوات التحليل المالي
22	6-1- تحليل الميزانية
22	6-2- تحليل جدول حسابات النتائج
22	6-3- تحليل النسب

22	4-6- تحليل المردودية
23	6-5- تحليل التدفقات المالية
24	الفصل الثاني: أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية
24	المطلب الأول: دراسة وتحليل الميزانية
24	1- دراسة وتحليل الميزانية
24	2- تعريف الميزانية
24	1-1- ترتيب عناصر الميزانية
24	2-1- ترتيب عناصر الأصول
24	2-2- ترتيب عناصر الخصوم
25	3- بناء الميزانية
26	4- إعداد الميزانية المالية المختصرة
26	5- التحليل بواسطة مؤشرات التوازن المالي
26	5-1- رأس المال العامل (الصافي أو الدائم) FR
26	5-1-1- حساب رأس المال العامل
27	المطلب الثاني: طرق التمويل وطرق اختيار الاستثمارات
27	1- مفهوم التمويل وأهميته
28	2- مفهوم الاستثمار ومكوناته
30	2-1- الاستثمارات المحلية
30	2-2- الاستثمارات الخارجية
30	2-3- الاستثمارات الحقيقية أو المادية
30	2-4- الاستثمارات المالية
31	3- أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية
31	3-1- الأسهم
31	3-1-1- الأسهم العادية
33	3-1-2- الأسهم الممتازة
35	3-2- السندات
35	3-2-1- من حيث الجهة المصدرة
36	3-2-2- من حيث فترة الاستحقاق

36	3-2-3- من حيث العائد
36	3-3- سوق السندات الدولية
38	3-4- السندات المتداولة
38	3-4-1- السندات العامة
40	3-4-2- السندات الصادرة عن القطاع الخاص
42	4- سوق الإصدارات الدولية الأسهم
46	5- الوسائل لتحوط من المخاطر في هذه الأسواق المالية الدولية
48	الفصل الثالث: منتجات الهندسة المالية (المشتقات المالية)
48	المطلب الأول: المشتقات المالية
48	1-1- أساسيات حول المشتقات المالية
48	1-1-1- التطور التاريخي للمشتقات المالية
49	1-1-2- تعريفات المشتقات المالية
50	1-2- خصائص عقود المشتقات
51	1-3- حجم المشتقات المالية
52	1-4- إستخدامات المشتقات المالية والمتعاملون بها
52	1-4-1- إستخدامات المشتقات المالية
55	1-4-2- المتعاملون في المشتقات المالية
56	1-5- متطلبات نجاح السوق للمشتقات المالية
56	1-6- تقييم المشتقات المالية
58	1-6-1- فوائد التعامل بالمشتقات المالية
58	1-6-1- المخاطر التعامل بالمشتقات المالية
62	المطلب الثاني: عقود الخيار
62	1- أنواع عقود الخيار
62	2- ماهية عقود الخيار
62	3- تعريف عقود الخيارات
63	4- عرض تاريخي لعقود الخيار (الاختيار)
63	4-1- التطور التاريخي لعقود الخيار
64	4-2- تعريف عقود الخيارات المالية

66	4-3- عناصر عقد الخيار ومفهوم العلاوة
66	4-4- خصائص عقود الخيار
67	4-5- أنواع عقود الخيار
68	4-6- عقود الخيار المزدوجة
69	4-7- تصنيف عقود الخيار
78	المطلب الثالث: عقود المبادلة
78	1- ما هي عقود المبادلات
78	2- تعريف عقود المبادلات
79	3- أسباب استخدام عقود المبادلات
80	4- خصائص عقود المبادلات
80	5- أنواع عقود المبادلات
81	5-1- عقود مبادلات أسعار الفائدة
82	5-2- مبادلات العملة
84	6- مبادلة أسعار الفائدة
84	6-1- ماهية مبادلة أسعار الفائدة
86	6-2- عقود مبادلة أسعار الفائدة
87	6-3- مواءمة الأصول والخصوم (Maching Assets)
87	7- أهمية مبادلة أسعار الفائدة
87	7-1- أركان العقد
89	7-2- آلية عمل مبادلات أسعار الفائدة
91	8- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة
91	9- مميزات عقود المبادلة
93	المطلب الرابع: العقود المستقبلية
93	1- تعريف العقود المستقبلية وتاريخ نشأتها
94	2- عناصر العقود المستقبلية وخصائصها
97	3- خصائص العقود المستقبلية
99	4- كيفية سداد قيمة الصفقات في البورصات (أسواق رأس المال المنظمة)
99	5- وظائف أسواق المستقبلية والمتعاملون فيها

99	5-1- وظائف الأسواق المستقبلية
100	5-2- المتعاملون في أسواق المستقبلية
101	6- أنواع العقود المستقبلية
102	المطلب الخامس: العقود الآجلة
102	1- ماهي العقود الآجلة
102	2- التطور التاريخي للعقود الآجلة
103	3- تعريف العقود الآجلة وأنواعها
103	3-1- تعريف العقود الآجلة
104	3-2- أنواع العقود الآجلة
105	4- خصائص العقود الآجلة، إيجابياتها وسلبياتها
106	المطلب السادس: دراسة نماذج لمنتجات مالية تقليدية
115	الفصل الرابع: الهندسة المالية الإسلامية
115	المطلب الأول: الهندسة المالية الإسلامية
115	1- الحاجة إلى الهندسة المالية الإسلامية
116	2- أهمية الهندسة المالية الإسلامية
117	3- تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير العمل المصرفي
119	3-1 المنتجات التمويلية
121	3-2 المنتجات المالية المشتقة
124	3-3 المنتجات المالية المركبة
125	المطلب الثاني: التحديات
125	1- تحديات الصناعة المالية الإسلامية
125	2- آثار الهندسة المالية الإسلامية على العمل المصرفي
127	3- واقع المصارف الإسلامية مع منتجات الهندسة المالية الإسلامية
131	4- تقييم الدور الذي قامت به الهندسة المالية الإسلامية في تطوير العمل المصرفي
135	5- دراسة نماذج لمنتجات مالية إسلامية مطورة بفعل الهندسة المالية الإسلامية
143	خاتمة
144	قائمة المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول
21	جدول 01 مستخدمو التحليل المالي
25	جدول 02 الميزانية المالية
26	جدول 03 الميزانية المالية المختصرة
27	جدول 04 العوامل التي تغير رأس المال العامل
46	جدول 05 تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف
76	جدول 06 المقارنة بين خيار الشراء و خيار البيع
92	جدول 07 مزايا و عيوب عقود المبادلة
109	جدول 08 المقارنة بين خصائص العقدين الأجل و المستقبلي
130	جدول 09 نسبة التعامل بصيغ التمويل الإسلامي

قائمة الأشكال

الصفحة	الأشكال
15	شكل 01 ابتكار الهندسة المالية و تداولها في الأسواق
43	شكل 02 الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية
68	شكل 03 عقود الخيارات من حيث النوع
83	شكل 04 أشهر أنواع عقود المبادلات
96	شكل 05 الأرباح و الخسائر في العقود المستقبلية
103	شكل 06 يوضح كيفية التعامل بالعقود الآجلة

مقدمة:

يسود الاعتقاد و نحن في القرن الواحد و العشرون، أن الهندسة المالية **l'Ingénierie financière** يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسة.

إضافة إلى ذلك، فالهندسة المالية لا يقتصر دورها فقط على تخفيض تكاليف الأنشطة المنفذة، بل تذهب إلى أبعد من ذلك، فهي تطور و تبتكر منتجات مالية جديدة، و تقدم خدمات و حلول مبدعة للمشكلات التي تواجه مؤسسات ، بل و أنها ظهرت لأول مرة للوجود، لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المؤسسات (في منتصف الثمانينات)، و تحسين الأداء و زيادة الربحية.

لقد ساهمت عمليات الهندسة المالية وما تضمنته من ابتكار مالي في تقديم العديد من الأدوات المالية المبتكرة ومنها المشتقات المالية. وتشير الهندسة المالية إلى عمليات تصميم، تطوير، و تقديم أدوات مالية جديدة وأساليب تعامل مستحدثة، بالإضافة إلى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل في مجال التمويل وهنا تجدر الإشارة إلى أن الخلق والإبداع الذي تحققه الهندسة المالية، لا يقتصر على المنتجات الجديدة التي تقدمها، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطويع أدوات أفكار قديمة لخدمة أهداف المؤسسة، فالهندسة المالية وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، لذلك وجب علينا معرفة ما معنى عملية الابتكار المالي ومختلف مراحل تطورها التي غيرت مسارات علم المالية.

الفصل الأول: ماهية الهندسة المالية

المطلب الأول: الابتكار المالي

تمهيد:

تلعب الهندسة المالية دورا بارزا في الأسواق المالية حيث أنها غطت ثلاثة مجالات رئيسية وهي: ابتكار أوراق مالية جديدة (المشتقات المالية)، استحداث أنظمة وعمليات مالية جديدة من شأنها تخفيض تكاليف المعاملات و أساليب مبتكرة للاستخدام الكفء للموارد المالية تم إيجاد سبل لحل المشكلات التي تواجه المؤسسات.

1- مفهوم الابتكار المالي:

لفهم المشتقات والهندسة المالية يجب أولا فهم عملية الابتكار المالي، الذي كان له الفضل الكبير في تحول النظام المالي العالمي. فالصناعة المالية مثلها كممثل الصناعات الأخرى يجب العمل على بيع منتجاتها لكسب الأرباح، فشركة مواد التنظيف مثلا يجب عليها أن تدرك بان هناك حاجة لمنظف ومنقي للنسيج في السوق وعليها أن تطور المنتج ملائمة الحاجة، وبنفس الطريقة لتزيد المؤسسات المالية من أرباحها عليها أن تطور منتجاتها والمنتجات أخرى جديدة لإشباع حاجات الزبائن، وبكلمة أخرى هو الإبداع الذي يكون مفيدا للاقتصاد ويقود إلى بقاءه ورفاهيته. وبذلك نستطيع التعبير عنها بأنها: "أي تغيير في المجال المالي والذي يحفز المؤسسات المالية على الإبداع الذي يكون ذو ربحية عالية".¹

وإذا ما تحدثنا عن الابتكار المالي فليس بوسعنا أن نتجاهل واحدا من أبرز الاقتصاديين الذي ساهموا في إثراء علم الاقتصاد، ويقترن باسمه مصطلح الابتكار وهو الاقتصادي الأمريكي النمساوي جوزيف شومبيتر "صاحب نظري التنمية الاقتصادية والذي دعا إلى الابتكار.

والابتكار عند شومبيتر يقصد به:

- أن يجلب إلى السوق منتج جديد متميز عن غيره، وله وزنه في الأهمية.

ولقد ساد الاعتقاد خلال العقود الأخيرة أن بإمكانية تكنولوجيا المعلومات تغيير أسلوب عمل المنشآت. لذلك يرى **Robin Finshman** صاحب مؤلف الخبرة والابتكار "أن التكنولوجيا كالهواء الذي نفسه، ولها تأثيرها على هيكل وأداء المنشآت. ولطالما كانت شركات التأمين والبنوك المستخدمين الرئيسيين لتكنولوجيا المعلومات بل ولصناعة الحاسبات ذاتها وتحديث هذه الإبداعات المالية للبحث عن طرق جديدة لتحقيق الأرباح و تقليل المخاطر، فالإبداع المالي قد يتضمن تغيرات في الآلات المالية (الات الدفع الالكتروني..) أو المؤسسات (البنوك..) أو ممارسات في الأسواق والتداول الإلكتروني..)، أو في المنتجات المالية (المشتقات المالية...)

¹Frederic Mishkin, The Economics of money, Banking, and financial markets, (Addison Wesley, Boston 2007, P232

ويخفض الإبداع المالي من كلفة صفقة تحويل الأموال بين الأرصدة وبذلك تدنية أعباء الخدمات.² كما أن عملية الإبداع المالي مثلها مثل أي إبداع في مكان آخر، فهي عملية مستمرة لمحاربة التميز.

2- تطور الابتكار المالي:

هناك عدد من النظريات حول أسباب وجود ونشوء الابتكار المالية لكن يمكن تلخيصها في أنها استجابة لقيود معينة تعوق عن تحقيق الأهداف الاقتصادية، كالربح والسيولة وتقليل المخاطرة. هذه القيود قد تكون قانونية، مثل منع عقود أو تعاملات معينة قانونياً، أو قيود تقنية مثل صعوبة نقل منتجات معينة، أو تحويل مواد إلى أخرى، أو قيود اجتماعية، مثل تفضيل نوع معين من المنتجات المالية على أخرى. ويعد السبب الرئيسي لظهور الابتكارات المالية منطلق الحاجة أم الاختراع، والحاجة لتجاوز هذه القيود لتحقيق الأهداف الاقتصادية هي التي تقع المتعاملين للابتكار والاختراع، كما هو شأن النشاط البشري في سائر أوجه الحياة الإنسانية ومن وجهة نظر ميرتون ميلير أن الفترة من منتصف الستينيات إلى غاية منتصف الثمانينات كانت فترة فريدة من نوعها فقد شهدت العديد من الابتكارات المالية أكثر من أي فترة. قد طورت الأسواق المالية

العديد من المنتجات المالية الجديدة لنقل المخاطر و تجارة تبادل الأموال، ويرى بان الابتكار المالي في القوة الدافعة للنظام المالي العالمي لرفع مستوى الكفاءة الاقتصادية من خلال اقتسام المخاطر وتخفيض تكاليف الخدمات والمعلومات. ومن بين هذه الابتكارات التي ظهرت خلال هذه الفترة الأورودولار وسندات أوروباوند، وابتكار بطاقات الائتمان خلال الستينيات وهو الأمر الذي بعث الحياة في البنوك التجارية للبقاء.

ومع ذلك فإن عمليات الابتكار التي ترجع إلى العصور القديمة ناول أشكال الابتكار المالي في الصور البدنية هو عملية القروض الأحادية من شخص لآخر، وهناك أدلة على أن القروض استخدمت في الحضارات القديمة ولها تطور طبيعي لاقتسام المخاطر، وفي روما القديمة تطورت الأعمال المصرفية إلى مدى بعيد، فقد عرفت قبول الوداع وإقراض النقود. وظهر الصيارفة لم تكن من المسال الظنية التي تحتاج إلى إقامة الدليل على صحتها فمن الثابت من الوثائق التاريخية للعصور الوسطى أن الكنات كانت تدخر مكنز من النقود المعدنية والحلي والذهب والفضة، وكان يجري إقراضها للأمرء والحكام الذين كانوا في حاجة إلى النقود إما للقيام بالحروب أو للتخفيف من آثار المجاعات. أما الأداتان الماليتان مهمتان وهما الأسهم والسندات تكلاهما اقترن ظهورها بظهور شركة المساهمة وتقم الفن الإنتاجي وتم تطويرها في القرن السادس عشر، فأول شركة مساهمة كانت روسية وتم تأسيسها عام 1953. و أدي التوسع الكبير في الأسهم وبذلك توسع سوق الطرح العام الأولى بعد الحرب العالمية الثانية إلى القدرة على تمويل التصنيع على نطاق واسع. فظهرت أسواق جديدة في العديد من مجالات كالطيران والسيارات والترفيه، والمطاط الصناعي والنفط مما جعل الولايات المتحدة تنفع بتمرها الاقتصادي نحو الاستثمارات الرأسمالية الضخمة ومع بداية الثمانينات كافحت الشركات للتعامل مع ثبات سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف. لا وجد المصنعون أن التقلبات في سعر الصرف يمكن أن تمحو مزايا الأسعار بسبب عدم وجود آليات للتحوط، ويمكن لهذا الوضع أن يكون سببا في إفلاس الشركات فجاءت العقود المشتقة لسعر الفائدة.³

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1981 ص 79.

³ سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 87

لتوفير قدرة على الدفع أو للحصول على مبلغ من نسل بفائدة معينة، وذلك لمحت لها القدرة على التحوط من أخطار تقلبات سعر الصرف، وتعتبر السوق المشتقة بمعدل الفائدة الآن الأكبر في العالم. ولخلق أدوات مالية طويلة الأجل ذات معدل ثابت، ظهرت سندات الشركات ذات العائد المالي وذلك لتمويل نمو الشركات والصناعات الناشئة. وكانت هذه السندات مفيدة بشكل خاص للشركات التي عانت من صدمات التغير في سعر الفائدة خلال السبعينات، وعدم قدرة البنوك على إقراضها. ونتيجة للتدفقات النقدية الكبيرة باعتبارها شركات ذات إمكانيات مستقبلية عالية حيث تحولت أسماء بارزة مثل (McCaw, Celluar) إلى السوق ذات العائد المالي لتمويل نموها.⁴ (Cabevision, Barnes & Noble....)

المطلب الثاني: الهندسة المالية

ظهرت في السنوات الماضية مفهوم جديد في عالم المال بجانبه العلمي والأكاديمي وهو ما يطلق عليه الهندسة المالية **Financial Engineering**، وظهرت استجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر التي تواجهها مختلف المؤسسات والهيئات، فهي عبارة عن حلول إبداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف وأسعار السلع لم يعد موثما لظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات.

وشبهت الهندسة المالية بالهندسة المعمارية والمهندس المالية بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلال استعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية وإمكانية تصميم وبناء التشكيلات المختلفة باستعمال الأدوات المالية الجديدة. ويقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال استراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية. وقدراهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة أخرى، من أجل تحديد إستراتيجية الهندسة المالية من وجهة نظر المتعاملين

1- تعريف الهندسة المالية:

يطوق مصطلح الهندسة المالية على العديد من التقنيات المطبقة والتي تعتمد على البحث والتطوير، ويرتكز اهتمامها على ابتكار الأدوات المالية الجديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة ويجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر. الهندسة المالية **Financial Engineering**: مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً من حيث المصطلح والتخصص، ومعظم 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 حيث يعرف بعض الباحثين الهندسة المالية بأنها: "التصميم، والتنفيذ، لأدوات واليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل، ويشير بذلك إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة وهي:

⁴Yuh-Dauh Lyuu, Financial Engineering and Computation: Principles Mathematics Algorithms (United Kingdom Cambridge University Press, USA, 200-4), p2.

- ابتكار أدوات مالية جديدة، مثل بطاقات الائتمان.

- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية للمشاريع.

والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية،⁵ ولذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات المساندة تحقيقه.

وعرفها **Don M Chance** بأنها عملية خلق منتجات مالية جديدة وتعتبر الابتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر.⁶

أما **Smith** فد عرفها بأنها بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم.⁷

أما من وجهة نظر الأسواق المالية في مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، ويأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات... الخ، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين لفهم الأفضل.

2-أسس الهندسة المالية:

تتميز الهندسة المالية أنها تخضع لمجموعة من الأسس يمكن إبرازها على النحو التالي:

2-1- الأساس العام للهندسة المالية:

مفاده أنه لا ينبغي أن يكون الفكر الإنساني مقيدا محدود معينة أو أفكار ثابتة، و لكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات و ذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم و ما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، و لذلك فإن مجال عمل الفكر الإنسان هو الإبداع وابتكار بدائل هجينة فيما بينهما أو اشتقاق أدوات و وسائل جديدة منهما.

2-2- الأسس الخاصة للهندسة المالية:

بالإضافة إلى الأساس العام الذي تقوم عليه الهندسة المالية، هناك مجموعة من الأسس الخاصة و التي نذكر منها :

- 1- يجب أن يكون الربح حقيقيا و بعيدا عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات و تضخم في الأسعار و ممارسات مالية غير عادية.
- 2- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطا وسيطا بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل و يغطي المخاطر و عناصر التكلفة.
- 3- وجود مؤسسات مالية (البنوك و مؤسسات التأمين و صناديق الاستثمار في النظام الاقتصادي).

⁵ سامي سويلم، صناعة الهندسة المالية نضرات في المنهج الإسلامي،، بيت المشورة للتدريب، الكويت، 2004، ص5

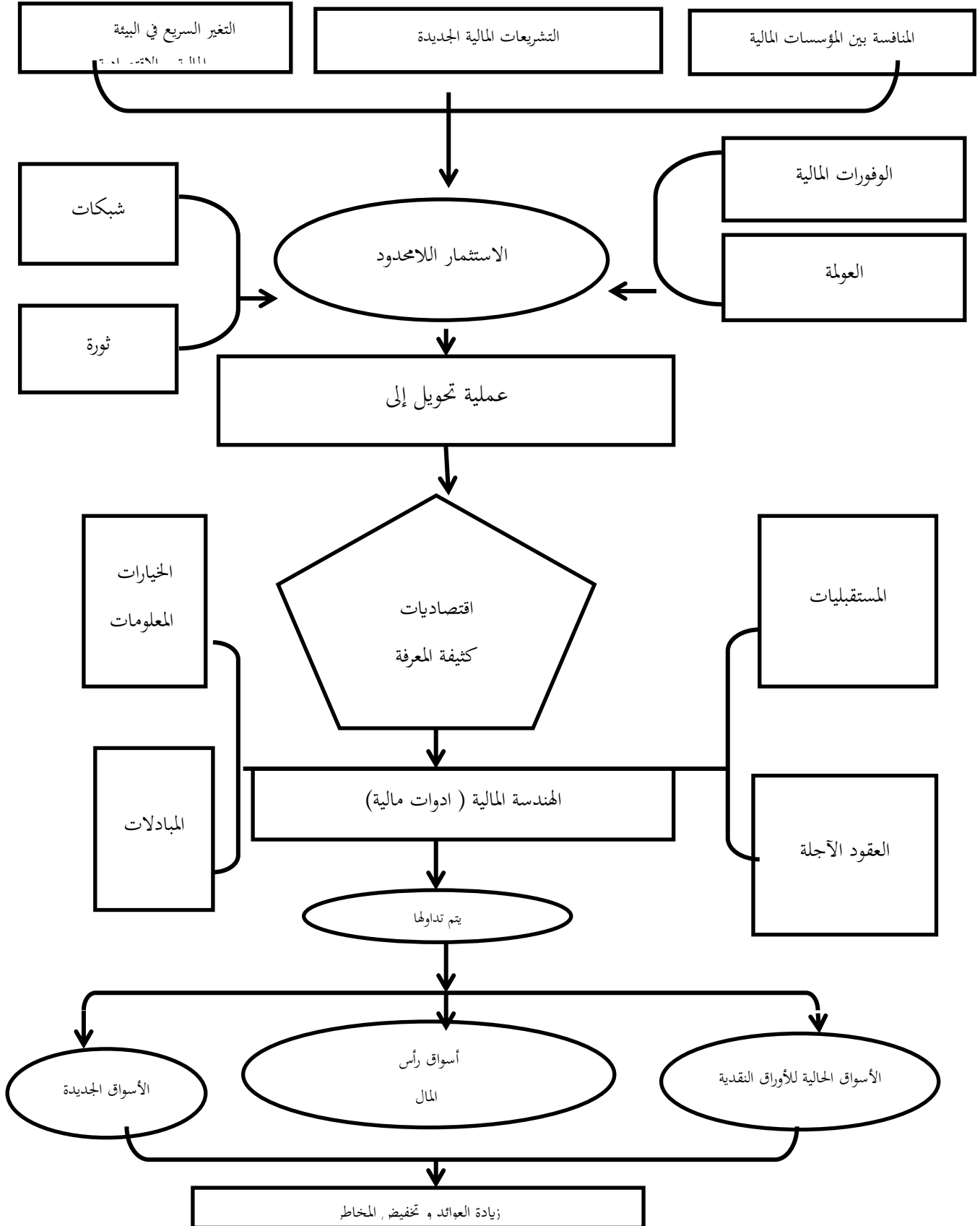
⁶ Don M.Chance, Robert Brooks An introduction to Derivatives Seventh Thomas higher education Canada 2006,P4

⁷ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص93

- 4- وجود أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج، إذا من الضروري أن تحقق توازن في السوق النقدي المقابل التوازن في السوق الحقيقي (السلي) وكذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل الموارد الدولة.
- 5- يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحملة بما يحقق التوازن والاستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة للتمويل واستخداماته الاقتصادية.
- 6- الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع، وترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقرار التمويل (المصدر).
- الاستثمار (الاستخدام)، يظهر ذلك واضحاً في دراسات جدوى المشروعات، وفي دراسة التصفية والاندماج أو الانفصال.⁸
- 7- يجب قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي من حيث العائد والمخاطرة والتكلفة في الأجلين القصير والطويل (أي تغير النتائج بدلالة الزمن) وسواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية، اجتماعية أو سياسية.
- 8- تتطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية بها، فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح، وتحقيق الأرباح عن طريق التخصيص الدقيق لعوامل الإنتاج من أموال وقوة عاملة وموارد في تنظيم معين.
- 9- تهدف سياسات الاستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل.
- 10- يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات، مثل قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل، تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول لضمان الربحية، حل المشكلات المالية وتحليل النشاط المالي.

⁸ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، 1998، ص 20-21

الشكل (01) ابتكار الهندسة المالية و تداولها في الأسواق



3- فلسفة الهندسة المالية و إستراتيجيتها:

تسعى الهندسة المالية لإيجاد الأدوات المالية التي تسهم في تحقيق الأهداف المالية للمؤسسات والمستثمرين مستندة في ذلك لفلسفة واستراتيجيات معينة نوضحها على النحو التالي:

3-1- فلسفة الهندسة المالية:

تركز فلسفة الهندسة المالية على التحليل و القرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) و التبادل و التوافق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، و محاولة تغيير الأدوات المالية و تعديلها لتجنب المخاطر و زيادة العائد (تبدل أسهم بأسهم أو سندات بسندات أو أسهم بسندات أو عملة بأخرى حسب تقلبات و ديناميكيات الأسواق المالية)، و يتم ذلك بغرض تحقيق أعلى قيمة للمشروع في تاريخ محدد. إذ تركز الهندسة المالية على:

- إدارة عناصر المركز المالي.

- إدارة المنتجات المالية الجديدة.

وذلك بهدف الوصول إلى أعلى قيمة للمؤسسة بالتركيز على الاستثمارات المادية والمالية وأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.⁹

المطلب الثالث :نظرة عامة عن التحليل المالي

تمهيد:

يعتبر التحليل المالي بمفهومه الحديث وليد لظروف أزمة الكساد سنة 1929، وهي الفترة التي عرفت بأزمة الكساد الكبير التي بدأت بالولايات المتحدة الأمريكية وامتدت إلى باقي دول العالم، كان تأثير الأزمة مدمرا للاقتصاد العالمي، ولقد أدت تلك الظروف إلى الكشف عن بعض التجاوزات من غش وخداع مارسها بعض إدارات الشركات بالولايات المتحدة الأمريكية، الأمر الذي أضر بالمساهمين والمقرضين على حد سواء، هذا ما أدى بالمشروع إلى التدخل، وفرض نشر المعلومات المالية للشركات، مما سمح بظهور وظيفة جديدة للإدارة المالية في تلك الفترة، وهي وظيفة التحليل المالي، منذ تلك الفترة اكتسب التحليل المالي مزيدا من الأهمية لدى الكثير من مستعمليه خاصة البنوك التجارية، ذلك لما يقدمه لهم من أدوات تفيد في تشخيص الحالة المالية للشركات واستخلاص المعلومات المالية ذات الدلالة الهامة التي تساعد في اتخاذ القرارات المالية.

⁹فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 233

إن التحليل المالي هو عبارة عن الدراسة المنهجية لنشاط الشركة وأدائها وهيكلها المالي من خلال المعلومات المالية والاقتصادية التي قد تتعلق بالماضي أو الحاضر أو المستقبل، هدفه الرئيسي هو إنشاء تشخيص مالي للشركة من أجل تحليل نقاط ضعفها وقوتها، تقييم المخاطر، والتخطيط لمستقبلها، وضع خطط عمل ومعرفة قيمتها، فهو يتيح بذلك تحسين عملية إدارة الشركة.

يعتبر التحليل المالي من أدوات الإدارة المالية، وهو من الركائز الأساسية التي يعتمد عليها المسير المالي في رسم الإستراتيجية المالية للشركة من خلال وضع البرامج والخطط المالية، ولقد تعاضمت أهميته مع التطور الحاصل في الأسواق المالية التي تفرض النشر والإفصاح عن المعلومات المالية، أين نجد المستثمرين الماليين أيضا يبحثون عن المعلومات المالية الدقيقة حول الوضع المالي لمختلف الشركات قصد اتخاذ قرارات بشأن حياة أو بيع أو الاحتفاظ بأسهمها، كما اهتمت بالتحليل المالي مختلف المؤسسات المالية خاصة البنوك في تعاملها مع الشركات، حيث يمكن من خلال أدوات تقييم ملائمتها وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه دائنيها.

كما يعمل التحليل المالي على تبسيط قراءة الكشوفات المالية للشركات، من خلال إعادة ترجمتها في شكل نسب ومؤشرات تفيد في استخلاص المعلومات المالية ذات الدلالة التي تسهم في اتخاذ القرارات المالية. إضافة إلى ذلك، يكتسي التحليل المالي أهمية بالغة من خلال أدواته التي تساعد إدارة الشركة في اتخاذ القرارات المالية المناسبة، ولا تقتصر أهميته على إدارة الشركة فحسب، بل تتعدى إلى كل أصحاب المصلحة (المساهمين، المدينون، المستثمرين، الموظفون...) لما لهم من مصالح تتطلب الحصول على معلومات دقيقة عن السلامة المالية للشركة ومركزها المالي، وهو الأمر الذي يمكن الوصول إليه من خلال مختلف الأساليب المستخدمة في التحليل المالي، الذي يقدم مجموعة من أدوات التحليل المناسبة التي تمكن المحللين الماليين من التعامل ومعالجة المعلومات المالية المتاحة حول الشركة، ومدى ترابطها، والأهمية النسبية لكل بند من بنودها.¹⁰

1- تعريف التحليل المالي:

- هناك مجموعة من التعاريف المختلفة التي تناوّلها مجال التحليل المالي يمكن ذكر البعض منها كما يلي:
- التحليل المالي عبارة عن معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرارات وتقييم أداء المؤسسات في الماضي والحاضر، والتوقع ما ستكون عليه في المستقبل.
 - يعرف التحليل المالي أيضا بأنه مجموعة من الطرق التي تمكننا من تقدير الوضعية المالية الماضية والحالية، تساعدنا في اتخاذ قرارات التسيير المناسبة وتقييم المؤسسة.
 - يعرف أيضا بأنه عبارة عن تشخيصا شاملا وتقييما للحالة المالية لفترة زمنية ماضية معينة من نشاط المؤسسة، والوقوف على نقاط القوة والضعف للمؤسسة باستعمال أدوات ووسائل تتناسب مع طبيعة الأهداف المراد تحقيقها.

¹⁰ إيلياس بن ساسي ويوسف القريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص 22.

- يمكن تعريف التحليل المالي أيضا على أنه مجموعة من الأساليب التحليلية التي تستغل المعلومات المالية والاقتصادية لتقييم الشركة ككل والحكم على أدائها، ووضعها المالي والمخاطر التي تتعرض لها، وقد تتعلق المعلومات التي تتم معالجتها بالماضي، الحاضر أو المستقبل.
- يعتبر التحليل المالي مهمة من مهام التسيير المالي، ويعتبر الركيزة الأساسية التي يركز عليها المسير المالي في وضع البرامج والخطط المالية والمستقبلية، يركز التحليل المالي على توظيف وسائل خاصة انطلاقا من الكشوفات المحاسبية الشاملة والمعلومات الخاصة حتى الخزينة لإعداد تشخيص مالي.
- الغرض من التحليل المالي هو القيام بالتشخيص المالي للشركة وتحديد نقاط قوتها وضعفها، وذلك من أجل الحكم على أدائها ومركزها المالي، بهدف ضمان استمرارية نشاطها.
- التحليل المالي هو دراسة نشاط الشركة، مردوديتها، هيكلها المالي، إما في الماضي والحاضر من خلال دراسة البيانات التاريخية والحالية، وإما في المستقبل من خلال التوقعات.

2- أهداف التحليل المالي:

- إن التشخيص المالي يجعل من الممكن الحكم على نقاط قوة وضعف الشركة على المستوى المالي، وذلك من خلال مختلف الأساليب المستخدمة في التحليل المالي الذي يقدم مجموعة من الأدوات التحليلية التي تسمح بتحقيق الأهداف الأساسية التالية:
- تقييم ملاءة الشركة (خاصة بالنسبة للدائنين)؛
- قياس أداء الشركة (خاصة بالنسبة للمستثمرين)؛
- نمو الشركة من خلال تحليل أفاق التنمية؛
- المخاطر (خاصة مخاطر الفشل)؛
- تقديم نتائج، نسب ومؤشرات هامة حول الشركة؛
- إعطاء معلومات عن تطور النشاط، عن تطور الهيكل المالي، والأداء المحقق؛
- تفسير المعلومات باستخدام التشخيص المالي.
- يساعد التحليل المالي في إجراء مقارنات بين الماضي والحاضر والمستقبل للشركة، وكذلك مع الشركات الأخرى التي تنشط في نفس المجال الصناعي.¹¹

¹¹ إلياس بن ساسي ويوسف القريشي، المرجع السابق، ص 24-25.

- يساعد التحليل المالي في صنع القرارات، يسهم أيضا في تحسين إدارة الشركة، والإجابة على الأسئلة:

- ✓ ماهي قيمة الشركة؟
- ✓ ماهي قدرة الشركة في خلق الثروة؟
- ✓ هل الشركة ذات ربحية؟
- ✓ هل الهيكل المالي للشركة متوازن؟
- ✓ هل استراتيجية الشركة تتكيف مع احتياجاتها ومواردها؟
- ✓ هل الشركة منافسة؟
- ✓ ما هي نقاط قوة وضعف الشركة وإمكاناتها؟
- ✓ ما هي المخاطر التي تواجهها الشركة؟

3- مصادر معلومات التحليل المالي:

3-1- المعلومات المحاسبية:

تشمل المعلومات المحاسبية ما يلي:

- **الحسابات السنوية:** يستند التحليل المالي في المقام الأول عن المعلومات المحاسبية، وعلى وجه الخصوص الحسابات السنوية والتي تتضمن:

- ✓ **الميزانية:** تشمل على موارد التمويل المتاحة للشركة في تاريخ معين (الخصوم) واستخدامات هذه الموارد (الأصول).
- ✓ **جدول حسابات النتائج:** يشمل على إيرادات وتكاليف الشركة لفترة معينة وتحديد النتيجة.
- ✓ **الملحق:** يشمل على معلومات إضافية مفيدة في فهم الميزانية وجدول حسابات النتائج.

- تطور المعلومات المحاسبية: وهي التطورات التي تخص النظام المحاسبي المعمول به، حيث نجد في الجزائر نظام المحاسبة المالية **SCF** الذي بدأ العمل به ابتداء من جانفي 2010.¹²

3-2- المصادر الأخرى للمعلومات:

يمكن أن تلخص المصادر الأخرى للمعلومات فيما يلي:

- **تقرير الإدارة:** الهدف منه تقديم معلومات هامة إلى الشركاء.
- **تقرير مفتش الحسابات:** يشمل التقرير على رأيه حول البيانات المالية، بالإضافة إلى ذلك الفحوصات والمعلومات المحاسبية.

¹²إلياس بن ساسي ويوسف القريشي، المرجع السابق، ص 25.

- وثائق المعلومات المحاسبية والتوقعات: تشمل هذه الوثائق وضعية أصول الشركة، جدول التدفقات النقدية، مخطط التمويل المتوقع، جدول النتائج المتوقع.
- مصادر مختلفة أخرى للمعلومات: يمكن للمحلل المالي جمع معلومات مالية واقتصادية مفيدة للتشخيص المالي من خلال الصحف الاقتصادية، البيانات الإحصائية الممكن الوصول إليها التي تفيد في التشخيص المالي.

4- مراحل التشخيص المالي:

- يمر التشخيص المالي بثلاثة مراحل هي كالآتي:
- الرصد: يتمثل في تحديد نطاق التحليل، وجمع المعلومات اللازمة.
- الاستغلال: عبارة عن حساب المؤشرات الاقتصادية والمالية ذات الدلالة، متابعة تطور هذه المؤشرات وفقا للمعايير.
- التحليل: تحديد نقاط الضعف والقوة، الإمكانيات المتاحة، الكشف عن الصعوبات، تقديم المشورة واقتراح خطط العمل، اتخاذ قرارات فيما يتعلق بالسياسة المالية للشركة.

5- مستخدمو التحليل المالي:

تختلف أهداف استخدامات التحليل المالي حسب الجهة المستفيدة، يمكن تلخيص ذلك في الجدول التالي:

جدول 1 مستخدمو التحليل المالي

مستخدمو التحليل المالي	الأهداف
المديرين	— الحكم على السياسات المختلفة — توجيه القرارات الإدارية — ضمان ربحية الشركة
الشركاء	— زيادة ربحية رأس المال — زيادة قيمة الشركة — الحد من المخاطر
الموظفين وممثليهم	— ضمان نمو الشركة — تقاسم الثروة الناجمة عن الشركة، التغيرات في نفقات الموظفين
المقرضين (المؤسسات المالية، الموردون)	— الحد من المخاطر — تقييم استدامة الشركة وملاءتها
المستثمرون	— زيادة قيمة الشركة — ضمان استدامة الشركة — زيادة ربحية رأس المال
المنافسون	— معرفة نقاط القوة والضعف للشركة — زيادة القدرة التنافسية

المصدر: بلعادي عمار، التحليل المالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2019/2018، ص 10.

6- أدوات التحليل المالي

يعمل التحليل المالي على تحديد ومعرفة جوانب القوة والضعف في الحياة المالية للمؤسسة، وذلك ضمانا لتحسين الوضع في المستقبل، ضمان التسيير بشكل فعال، ويتم ذلك من خلال استخدام مجموعة من الأدوات المتكاملة فيما بينها والتي تظهر من خلال ما يلي:

1-6 تحليل الميزانية:

يهدف هذا التحليل إلى ضمان تمويل الاحتياجات المالية دون التأثير على قيود التوازن المالي والمردودية والملاءة المالية... إلخ، وذلك اعتماداً على المنظور المالي المرتكز على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق، أو المنظور الوظيفي للمؤسسة والفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل.

يرتكز تحليل الميزانية على نقطتين رئيسيتين هما:

- التحليل الوظيفي للميزانية
- تحليل التوازن بين رأس المال العامل، احتياج رأس المال العامل، الخزينة.

2-6 تحليل جدول حسابات النتائج:

يهتم هذا التحليل بكيفية تحقيق المؤسسة للنتائج، والحكم على مدى قدرة النشاط على تحقيق الربحية، وذلك باستخدام الأرصدة الوسيطة للتسيير (SIG)، وهي أرصدة توضح المراحل التي تتشكل من خلالها النتيجة (ربح أو خسارة)، ومن خلالها يمكن تحديد الأسباب التي أدت إلى النتيجة المحققة، ومن ثم يمكن تصور الحلول أو الإجراءات التي إما تبقى على الوضع أو تحسنه حسب كل حالة.

يرتكز تحليل جدول حسابات النتائج على نقطتين رئيسيتين هما:

7 الأرصدة الوسيطة للتسيير les soldes intermédiaire de gestion (SIG)

8 قدرة التمويل الذاتي la capacité d'autofinancement de l'entreprise (CAF)

3-6 تحليل النسب:

لأجل متابعة الوضع المالي للشركة، ومراجعة الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول التدفقات النقدية، يجب أن يستكمل ذلك من خلال تقدير العلاقة القائمة بين مجموعة من عناصر الحسابات المختلفة، يدخل هذا الإجراء ضمن ما يسمى بطريقة النسب.

4-6 تحليل المردودية:

هي وسيلة تمكن المحلل المالي من مقارنة النتائج المحققة مع الوسائل التي ساهمت في تحقيقها، وتعتبر المؤشر الأكثر موضوعية في تقييم الأداء، ويمكن من خلالها اتخاذ قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وغيرها.

يرتكز تحليل المردودية على تقييم مردودية الاستغلال، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية.

5-6 تحليل التدفقات المالية:

تعتبر جداول التدفقات المالية أداة ديناميكية تسمح بتحليل التوازن المالي ودراسة حركة التدفقات المالية والوقوف على أسباب العجز أو الفائض في الخزينة، وتحديد الدورة المسؤولة عن العجز والتي لها دور في اتخاذ بعض القرارات الاستراتيجية المتبناة من طرف المؤسسة.¹³

يرتكز تحليل جداول التدفقات المالية على نوعان من الجداول هي:

- جدول التمويل يتم من خلاله دراسة الاستخدامات والموارد، وتحليل تطور رأس المال العامل الصافي الإجمالي؛
- جدول تدفقات الخزينة وهو يحلل بأكثر دقة تغير الخزينة.

¹³ بلعادي عمار، التحليل المالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2018/2019، ص 11.

الفصل الثاني: أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية

المطلب الأول: دراسة وتحليل الميزانية

1- تعريف الميزانية: هي عبارة عن كشف يعبر عن عملية الجرد في تاريخ معين، عادة ما يكون في نهاية السنة (N/12/31)، هذا الكشف يلخص فيه جميع الموارد المتاحة للشركة، وكيف تم استخدامها، حيث يمثل مجموع الموارد المتاحة جانب الخصوم من الميزانية، أما مجموع الاستخدامات لتلك الموارد فيمثل جانب الأصول من الميزانية، تسمح الميزانية بمعرفة الوضع المالي للشركة وتحديد النتيجة الصافية للدورة سواء كانت ربح أو خسارة عن طريق حساب الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الخصوم.

2- ترتيب عناصر الميزانية: ترتب عناصر الميزانية وفق مبدئين هما: مبدأ السيولة، مبدأ الاستحقاق، يمكن توضيح كيفية ترتيب عناصر الميزانية كما يلي:

1-2- ترتيب عناصر الأصول: تصنف الأصول حسب درجة السيولة تصاعدياً من أعلى الميزانية نحو الأسفل، أي من الأقل سيولة (مثل الأراضي) إلى الأكثر سيولة (مثل الخزينة).

2-2- ترتيب عناصر الخصوم: تصنف الخصوم حسب درجة استحقاقها المتزايدة من أعلى الميزانية نحو الأسفل، أي من الأقل استحقاقاً (مثل الأموال الخاصة) إلى الأكثر استحقاقاً (مثل القروض قصيرة الأجل).

لتسهيل عملية الترتيب حسب المعيارين السابقين، نعتمد على معيار السنة الواحدة.

إن العمل بمبدأ السيولة والاستحقاق قد يرد عليه بعض التحفظات، فحسب معيار السيولة نجد بعض الاستثمارات سهلة للبيع أي أكثر قابلية للتحويل إلى سيولة، بينما نجد بعض عناصر المخزون أقل قابلية للتحويل إلى سيولة، كمخزون الأمان (المخزون الأدنى الذي يضمن للمؤسسة الاستمرار في نشاطها بشكل عادي دون توقف)، وحسب مبدأ الاستحقاق قد نجد الاعتمادات البنكية الجارية أكثر استقراراً من العناصر الأخرى.

3- بناء الميزانية: عند إعداد الميزانية تحسب جميع العناصر بقيم صافية، وبقيمتها السوقية لا بقيمتها التاريخية، وتعالج القيمة الزائدة أو الناقصة (الفرق في القيمة) في الأموال الخاصة، يمكن تقديم الميزانية المالية من خلال الشكل التالي:

جدول 02 الميزانية المالية

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	رؤوس الأموال الخاصة رأس المال الصادر (رأسمال الشركة) العلاوات المرتبطة برأسمال الشركة فارق إعادة التقييم الاحتياطات رأس المال المكتتب غير المستعان به نتيجة السنة المالية (نتيجة صافية)		الأصول غير الجارية (أصول ثابتة) التثبيتات المعنوية فارق الاقتناء التثبيتات العينية أراضي مباني تثبيتات مادية أخرى تثبيتات ممنوح امتيازها التثبيتات المالية سندات موضوعة موضع معادلة مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها سندات أخرى مثبتة قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
	مجموع رؤوس الأموال الخاصة		
	الخصوم غير الجارية (د.ط.أ.) قروض وديون مالية ضرائب مؤجلة ديون أخرى غير جارية مؤونات الأعباء		
	مجموع الخصوم غير الجارية		
	الخصوم الجارية (د.ق.أ.) موردون وحسابات ملحقة ضرائب ديون أخرى خزينة سالية		مجموع الأصول غير الجارية
	مجموع الخصوم الجارية		الأصول الجارية (أصول متداولة) مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ حسابات دائنة واستخدمات مماثلة الزبائن المدينون الآخرون حسابات دائنة أخرى واستخدمات مماثلة الموجودات وما شابهها الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية الأخرى الخزينة
			مجموع الأصول الجارية
	مجموع الخصوم		مجموع أصول

المصدر: بلعادي عمار، مرجع سبق ذكره، ص 12.

4- إعداد الميزانية المالية المختصرة:

تعد هذه الميزانية اختصاراً للميزانية المالية المفصلة، وبين الشكل التالي مثال عن الميزانية المختصرة:

جدول 03 الميزانية المالية المختصرة

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
أصول غير جارية (الأصول الثابتة) الاستثمارات المعنوية، المادية والمالية عناصر الأصول الثابتة لأكثر من سنة أصول جارية (الأصول المتداولة) المخزونات حقوق المؤسسة لدى الغير المتاحات (الصندوق، البنك)		الأموال الدائمة الأموال الخاصة الديون المتوسطة والطويلة الاستحقاقات المؤجلة لأكثر من سنة الديون قصيرة الأجل المورد وملحقاته الاعتمادات البنكية الجارية	
مجموع الأصول		مجموع الخصوم	

المصدر: بلعادي عمار، مرجع سبق ذكره، ص 13.

5- التحليل بواسطة مؤشرات التوازن المالي:

تسمح مؤشرات التوازن المالي بتقييم ملاءة الشركة، والخطر المالي المتعلق بنشاطها الاستغلالي، حيث نجد أن هناك عدة مؤشرات يستند إليها المحلل المالي تساعد في معرفة مدى التوازن المالي للشركة من أهمها: رأس المال العامل (FR)، احتياج رأس المال العامل (BFR)، الخزينة (TR)، تستخرج هذه المؤشرات بناءً على البيانات المستخرجة من الميزانية للشركة.

4-1- رأس المال العامل (الصافي أو الدائم) FR:

يعتبر رأس المال العامل من المؤشرات الأساسية التي تستعين بها المؤسسة في إبراز توازنها المالي في الأجل الطويل، وهناك من يطلق عليه هامش أمان المؤسسة، ويظهر رأس المال العامل مقدار ما تحتاط به المؤسسة للظروف الطارئة التي قد تواجهها والمتمثلة في تباطؤ وجمود بعض العناصر عن الحركة من الأصول المتداولة كتوقف حركة بعض المخزونات أو تعسر تحصيل بعض الحقوق، فتكون المؤسسة قد هيأت لذلك أموالاً دائمة لتغطيتها، وبالتالي تكون قد أجرت ملاءمة بين سيولة الأصول واستحقاقات الخصوم.

حساب رأس المال العامل:

يمكن حساب رأس المال العامل بإحدى العلاقتين التاليتين:

- في الأجل الطويل أو منظور أعلى الميزانية:

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

• في الأجل القصير أو من منظور أسفل الميزانية:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل

رغم تفضي استخدام مؤشر رأس المال العامل الدائم كأحد مؤشرات التوازن في الأجل الطويل، إلا أن هذا المؤشر قد يتغير في الأجل القصير بالزيادة أو بالنقصان نتيجة لتغير أحد أول كل المتغيرات المكونة له، ومن أهم العوامل التي تغير في رأس المال العامل:¹⁴

جدول 04 العوامل التي تغير في رأس المال العامل

العوامل التي تغير في رأس المال العامل بالزيادة	العوامل التي تغير في رأس المال العامل بالنقصان
زيادة الأموال الخاصة	نقصان قيمة الأموال الخاصة
زيادة القروض طويلة الأجل	تسديد القروض طويلة الأجل
التنازل عن بعض الأصول الإنتاجية	اقتناء أصول إنتاجية

المصدر: عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، الأردن، 2008، ص 55.

المطلب الثاني: طرق التمويل وطرق اختيار الاستثمارات:

1- مفهوم التمويل وأهميته:

أ. تعريف التمويل:

اختلفت الآراء حول تعريف التمويل فالبعض يعرف التمويل بوصف أعمال المدير المالي والبعض الآخر يركز على الجانب النقدي لوظيفة التمويل حيث يمكن تعريف التمويل كمايلي:

التمويل هو كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها للحصول على النقدية واستثمارها في عمليات مختلفة لكي تساعد على تعظيم قيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا .

ويعرف التمويل أيضا هو تلك الوظيفة الإدارية في أي شركة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياطات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة بما يساعد على تحقيق أهدافها، وتحقيق التوازن بين الرغبة المتعارضة للفتات المؤشرة في نجاح و استمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والدولة والمستهلكين.

¹⁴غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2003، ص 66.

وقد عرف ذلك بأنه مختلف الأنشطة التي تتضمن مختلف الأعمال التي تقوم بها المؤسسات والأفراد للحصول على النقدية اللازمة للوفاء بالتزامات المستحقة للغير في مواعيد استحقاقها ومن خلال هذه التعاريف نستنتج أن الغاية من التمويل هو تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأعوان الاقتصادية من مؤسسات وعائلات وحكومة¹⁵.

ب. أهمية التمويل:

تتبين أهمية التمويل في تحويل الموارد المالية الفائضة من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزاً ما لي ولها فرص الاستثمارية تمويل غير مباشر للوسطاء الماليين شركات الأعمال والأفراد الذين لا يتوفر لديهم فائض من المال ولديهم فرص الأفراد والشركات الذين لديهم فائض من الأموال وليس لديهم فرص استثمارية. بحيث أن كل من التمويل المباشر ويعني به العلاقة المباشرة بين المدخر والمستثمر والتمويل غير المباشر ، ويعني بها طريقة من طرق التمويل الخارجي يتم من خلال وجود الوسطاء الماليين سواء كانت مالية أو غير مالية خدماته إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وبكلفة أقل. أما بالنسبة لوحدات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية. وتتمثل أهمية التمويل بالنسبة للوحدات الاقتصادية في الآتي:

- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة؛
- زيادة وتعظيم العائد الذي يحصل عليه المساهمين أصحاب فائض وذلك من خلال العمل على توجيه الموارد المالية نحو
- مجالات التي تزيد من الأرباح؛
- يعمل التمويل بتوفير المبالغ النقدية الأزمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي¹⁶.

أ. تعريف الاستثمار:

بما أن للاستثمار علاقة وثيقة بالادخار فالادخار هو أساس الاستثمار وبما أن هذا الأخير يتوقف على الاستهلاك فللاستثمار علاقة ايضاً بالاستهلاك وهذه المتغيرات هي أساس علم الاقتصاد ومنه نقول ان مفهوم الاستثمار يستمد من اصول علم الاقتصاد. ومنه يمكن تعريفه هو تضحية بقيم) مبالغ (حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم اكبر غير مؤكدة في المستقبل. كما يقصد بالاستثمار " التخلي عن أمواله يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلاً تعوضه عن القيمة الحالية. وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفير عائد معقول مقابل تحمل المخاطر المتعلقة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات. " ومن خلال هذين التعريفين يمكن استخراج العناصر الأساسية التي تصاحب عملية الاستثمار وهي¹⁷:

-توقع الحصول على قيم اكبر مستقبلاً مما يعني انتظار عائد من الاستثمار.

¹⁵ احزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوارث، الأردن، 2001، ص 110.

¹⁶ الحناوي محمد صالح وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 115.

¹⁷ المرجع نفسه، ص 115.

-العائد المنتظر وهو ليس مؤكد حيث تصاحبه درجة من عدم التأكد التي تشير إلى المخاطرة وهذا العنصر له أهمية خاصة في عملية الاستثمار حيث يعتبر أساس التفرقة بين مفهوم الاستثمار ومفهوم الادخار فالادخار وان كان خطوة أساسية نحو الاستثمار الا انه لا يعمل درجة عدم التأكد.

-التضحية بقيم حالية أو مبالغ في الوقت الحالي.
ويبين الاقتصاديين معيار القيمة الزمنية للنقود كونه يمثل بعدا شموليا لمفهوم الاستثمار وكذلك مدى توفر نظام كفو للمعلومات قابل للتعديل بهدف تصحيح القرارات. إن هذه الاعتبارات تحكمها مجموعة من المبادئ واجب مراعاتها من قبل مدير الاستثمار عند اختيار مجال وإدارة الاستثمار وأهم هذه المبادئ هي:

مبدأ الاختيار:

يعني أن المستثمر الرشيد يبحث عن فرص متعددة لتوفير مرونة أكبر للاختيار المناسب للفرصة الاستثمارية.

مبدأ المقارنة:

يعني أن المفاضلة بين البدائل المختارة ومجالها المناسب هو جوهر مبدأ المقارنة وتأخذ المقارنة صور متعددة الأكثر استخداما هو التحليل المالي إما بشكل نسب مالية أو متوسطات للأسعار أو معدلات العوائد، هذا المبدأ يعتمد بشكل كبير على درجة تفضل المستثمر للعائد والمخاطرة .

مبدأ الملائمة:

يعتبر منحى التفضيل الأساس لتطبيق هذا المبدأ وشكل هذا المنحى يتحدد بدخل المستثمر عمره وظيفته ومركزه الاجتماعي يشترط ه ذا المبدأ تحقيق الملائمة بين الإمكانيات المالية والثقافية للمستثمر.

مبدأ توزيع الأخطار:

يسعى المستثمر إلى تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال توزيع موارده بين أنواع مختارة من الاستثمارات سواء على أساس المال أو أدوات الاستثمار. إن مبدأ توزيع الأخطار يعرف بأدبيات الاستثمار بالحفظية.

ب.مجالات الاستثمار:

إن مفهوم الاستثمار يشمل عدد كبير من الأنشطة فقد يتمثل الاستثمار مثلا في شهادات الإيداع، صناديق الاستثمار، الأسهم، المبادي، الأراضي، العقارات... الخ، سواء كانت داخل أو خارج الوطن ومن هنا نستنتج أن مجال الاستثمار واسع فالمقصود هو نوع وطبيعة النشاط الذي توجه له الموال المستثمرة. ويمكن تقسيم مجالات الاستثمار على أساس عدة معايير كالتالي:

✓ الاستثمارات المحلية.

✓ الاستثمارات الخارجية.

✓ الاستثمارات الحقيقية والمادية.

✓ الاستثمارات المالية.

2-1- الاستثمارات المحلية :

وتمثل الاستثمارات المحلية في الفرص الاستثمارية المتواجدة في السوق المحلي أي جميع الأموال المستثمرة داخل الدولة سواء كانت من قبل مؤسسات أو أفراد المهم أنها تكون داخل حدود الدولة وذلك باختلاف أدوات الاستثمار المستخدمة وتحقيق الاستثمارات المحلية عائدا اجتماعيا يتمثل في القيمة المضافة للناتج القومي.

2-2- الاستثمارات الخارجية :

تعني الفرص الاستثمارية المتواجدة في السوق الأجنبي أي جميع الأموال المستثمرة خارج الدولة وقد تكون مباشرة أو غير مباشرة. إن الاستثمارات الخارجية توفر للمستثمر القدرة على اختيار الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع كما يمكن للمستثمر أن يوزع أخطار الاستثمار نظرا لتعدد أدوات الاستثمار المتاحة وكذا وجود الأسواق المنتظمة والمخصصة للتعامل بمختلف أدوات الاستثمار كأسواق لأوراق المالية، أسواق الذهب... الخ

2-3- الاستثمارات الحقيقية أو المادية :

ويقصد بالاستثمار المادي أو الحقيقي استخدام أي أصول التي لها كيان مادي ولها علاقة بالطبيعة والبيئة فالأصل المادي أو الحقيقي هو كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته وينشأ عن استخدامه منفعة اقتصادية إضافية عكس أصول المالية مثل أسهم والسندات ليس لهما كيان مادي فهما عبارة عن وثيقة تمثل السهم والسند في حد ذاته فتستنبط قيمتها من قيمة الأصول الحقيقية الموجودة بالمؤسسة. ومنه أن الاستثمارات الحقيقية تتميز بنوع من الأمان مقارنة مع الاستثمارات الأخرى ولكن يبقى دائما عنصر المخاطرة موجود ولكن بأقل من الاستثمارات في الأصول المالية.¹⁸

2-4- الاستثمارات المالية :

هو كل حق ينشأ عن المعاملات المالية بين الأشخاص ويسمى هذا الحق بالأصل المالي الذي يتم تداوله في السوق المالي لكن هذه الأصول المالية لا تعطي كاملها حق حيازة أصل الحقيقي وإنما المطالبة به ويتمثل للاستثمارات الحقيقية. فان الاستثمارات المالية لا تنشأ عنها أي منفعة اقتصادية أو زيادة في الناتج القومي رغم الارتفاع الذي تعرفه أسعار الأوراق المالية وعليه فان عملية الاستثمار هي عملية متكاملة لها أبعاد سامية ورؤية مستقبلية تحمل في طياتها كل المتغيرات والمستجدات وتتطلب اكتساب المهارات والخبرات الفاعلة بمرور الوقت والإحاطة بكل ما هو جديد ويبقى الاستثمار دائما هو الطريق الأكثر ضمانا وسلامة لتنمية المال.¹⁹

3- أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية:

¹⁸ الحناوي محمد صالح وآخرون، مرجع سابق، 116.

¹⁹ المرجع نفسه، ص 117.

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت العمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال. وتمثل الزرقة صك يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا:

- حملة السهم العادية والأسهم الممتازة؛
- لممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس في حقهم المطالبة به طالما أن المنشأة مستمرة؛
- كذلك فعن حملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة. ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحه أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.²⁰

3-1- الأسهم:

وتعتبر من أهم أنواع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتنقسم إلى أسهم عادية وأخرى ممتازة:

3-1-1- الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه صك يخول لصاحبه الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة على المشاع بقدر حصته المدونة كقيمة إسمية في الصك ذاته أو قيمة التصفية عند انتهاء الشركة ونصفيتها.²¹ وتتم الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل: في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العالم عليها في أسواق رأس المال وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية لرأسمال الشركة، وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في السوق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى الطلب والعرض، وبالتالي فغن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأسمال الشركة، بل إنها مجرد عملية التداول بين البائعين ونقل حقوق الملكية من شخص إلى آخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من السواق الأولية والأسواق الثانوية.²²

أ حقوق المساهمين العاديين:

الحق في الأرباح الموزعة: فعالبا ما يفضل المساهمين توزيع الأرباح على أساس منتظم، لأن الأرباح يتضمن في محتواها على معلومات وهي إشارة مهمة للسوق، وللشركة التي تنتهج سياسة توزيع أرباح مستقرة سيكون موضع تقدير كبير من قبل السوق، وأي تعديل في سياسية توزيع الأرباح سنعكس هذا على أسعار الأسهم، فإن عدم توزيع الأرباح من قبل الشركة، حتى لو كان ما يبرزه مشاريع استثمارية مربحة للغاية، كثيرا ما ينظر إليها من قبل السوق على أنها إشارة إلى انخفاض الأرباح في المستقبل (لأن قيمة الأسهم في السوق يتحدد باستخدام خصم التدفقات النقدية للأرباح المتوقعة). والمساهمين لهم نفور من المخاطرة فهم يفضلون الأرباح على أساس منتظم، على الأرباح المؤجلة في المستقبل؛

²⁰ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 53.

²¹ - السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والوراق المالية، دار الأمين، مصر، ص 2006، ص 57.

²² - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة، دار الحامد، عمان، الأردن، ص 88-89.

- **حق التصويت:** فالمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة، لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم، ويتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل سهم صوت، يعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جدا ككيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل؛²³
- **حق الأولوية في الاكتتاب:** إن أصحاب الأسهم العادية يملكون حق الأولوية في السهم الجديدة التي ي جري عرضها للاكتتاب العام. وغالب ذلك بالنسبة إليهم من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يملكونه سابقا من أسهم.
- **حق بيع الأسهم:** يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يملكونه في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فغن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛²⁴
- **حق الحضور الجمعيات العامة:** قد تكون جمعيات عادية أو طارئة. للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا. وتنعقد الجمعيات العادية كل سنة وذلك للصادقة على الحسابات الختامية للشركة، ومناقشة قضية توزيع الأرباح وبذلك يمكن للمساهمين المشاركة في تسيير شركتهم، بينما الجمعيات الطارئة تجتمع متى اقتضى الأمر، خاصة عند إجراء تعديا على القانون الأساسي للشركة، رفع رأسمالها، إلخ...
- **حق الاطلاع على وثائق الشركة:** للمساهمين العاديين الحق في الاطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا، خاصة وثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين، وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم طلب ذلك عن طريق المحكمة؛
- **حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية:** تصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها تسديد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى ينقسم فيما بين المساهمين العاديين. كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملة السهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوء الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة، لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.²⁵

أ. قيم الأسهم العادية:

وتظهر قيم السهم العادية في عدة حالات أهمها:

²³ - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في لبورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومة للطبع، الجزائر، 2002، ص 16-18.

²⁴ - هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص 94.

²⁵ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 19-22.

— القيمة الإسمية: وهو المبلغ المكتوب على وجه صك السهم، والذي أصدر به أول مرة، إذ أن الصك الذي يثبت حصته الشريك في رأس المال يجب أن يكون مطابقا للمبلغ الذي يساهم به الشريك حقيقة رأس المال، ويحتسب رأس المال الشركة طبقا للقيمة الإسمية لمجموع الأسهم؛

— القيمة السوقية: وهي القيمة التي تحدد للسهم في سوق رأس المال بحسب العرض والطلب، والقيمة السوقية للسهم هي قيمة عرضة للتقلبات، وتدور دائما بين الارتفاع والانخفاض تبعا لمدى سلامة المركز المالي للشركة، ونجاح مشروعها، ومدى ما تدره من أرباح.²⁶

— القيمة الحسابية أو القيمة الدفترية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحتسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة...) ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد السهم العادية، وقد تبين في حالات عديدة أن القيمة الحسابية أو الدفترية منخفضة نسبيا وخاصة عندما يكون عدد المساهمين كبيرا جدا وعند احتسابها في مرحلة التصفية وذلك لأن أنقاض الأجهزة الرأسمالية والمخزونات المتبقية تجري تصفيتها بشكل عام بأسعار منخفضة.²⁷

3-1-2- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم.²⁸ كما يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق الهجينة حيث أنها تجمع في خصائصها بين السهم العادية والسندات، هي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية عند التصفية، وهي تشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين لاحتياطات لإعادة هذه السهم الممتازة، وأيضا تدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفي الضريبة.²⁹ يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري، وكذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات، فليس لهم حق المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.³⁰

²⁶ - عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات المتحدة العربية، أيام 6، 7، 8 مارس 2007، ص 35.

²⁷ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 96.

²⁸ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 99.

²⁹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

³⁰ - منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ص 28.

أ. خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- يحدد العائد بنسبة معينة من قيمة الأداء ومن الأرباح المتحققة.
- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية.³¹
- لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات وفي أموال التصفية، الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياساً للمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، فمن المتوقع أن تكون تكلفة التمويل المرتبطة بها أقل من الأسهم العادية، إذا أن معدل العائد المطلوب في حالة السهم العادية يكون أعلى منه في حالة السهم الممتازة.³²
- تضمن الشركة حقوق أصحاب هذه الأسهم بموجوداتها الاستثمارية، علماً بأن هذه الضمانة لا يتم توفيرها لأصحاب الأسهم العادية، لذا فالأسهم الممتازة أقل ضماناً من السندات وأكثر ضماناً من الأسهم العادية.
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.³³
- هناك مجموعة من الحقوق الأخرى التي تتميز بها السهم الممتازة بشكل خاص، أهمها:³⁴

³¹ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 101.

³² - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص 18.

³³ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 100-101.

³⁴ - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص 18.

ب. حق تراكم العوائد: بمعنى أنه في حلة عدم تسديد التوزيعات الدورية فغنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، وقد ينص في عقود التأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح.

ت. حق تحويل الأسهم الممتازة: وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبياً مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها. وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقاً مثلاً حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة. إن هناك التزاماً هاماً تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلاً بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار، بعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

3-2-السندات:

عبارة عن صك يثبت أن مالك السند قد قام بإقراض الجهة مصدرة السند مبلغاً معيناً من المال، مقابل الحصول على دخل ثابت، حيث تتعهد الجهة التي أصدرت السند بأن يدفع لحامل السند فائدة يسمى كوبون محدد مسبقاً طوال مدة السند وأن يرد القيمة الاسمية للسند الأصل عند حلول أجلها أو حين تصبح مستحقة.

ويوجد فرق جوهري بين الاستثمار في السند والسهم حيث أن الاستثمار في السهم يعني أن إشتريت نصيب في ملكية الشركة أي أنك تتحمل أي من الخسائر أو المكاسب التي تحققها الشركة خلال السنة المالية، بينما الاستثمار في السندات يعني أنك قمت بإقتراض الجهة المصدرة للسند بمعدل فائدة متفق عليه، ولا تتحمل أي من الخسائر أو المكاسب التي تحققها الجهة المصدرة إلا في حالة تعثرها في سداد أصل القرض أو الفوائد.³⁵

وتنقسم السندات من حيث الجهة المصدرة ومن حيث جهة الإستحقاق ومن حيث العائد وهي تنقسم:

3-2-1-من حيث الجهة المصدرة:

يوجد نوعان من السندات

أ. السندات الحكومية:

هي السندات التي يتم إصدارها من جهات حكومية مثل سندات التنمية الحكومية السعودي يتم إصدارها من خلال مؤسسة النقد العربي السعودي، وهي قابلة للتداول وتصدر مقومة بالريال السعودي وبحد أدنى مليون ريال وبمدة استحقاق تتراوح بسن سنتين إلى عشر سنوات؛

³⁵ - منير الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 50.

ب. سندات شركات:

سندات تقوم الشركات بإصدارها، ويرتفع معدل مخاطرة سندات الشركات عن سندات الحكومية لأنها لا تتمتع بحماية الحكومة. وتتوقف قدرة الشركات على إعادة سداد أموال حملة السندات على أنشطة الشركة المصدرة للسند ووضعها المالي.

3-2-2- من حيث فترة الاستحقاق:

يوجد 3 أنواع من السندات

- أ. سندات قصيرة الأجل، يقصد بها فترة استحقاق قيمة السند أقل من 3 سنوات؛
- ب. سندات متوسطة الأجل، يقصد بها فترة استحقاق قيمة السند من 3 إلى 10 سنوات؛
- ت. سندات طويلة الأجل، يقصد بها فترة استحقاق قيمة السند أكثر من 10 سنوات.

3-2-3- من حيث العائد:

يوجد 3 أنواع من السندات:

- أ. سندات ذات عائد ثابت: هي سندات يدفع عليها مبلغ سنوي ثابت إلى حاملها إلى مالا نهاية، كما أنها تتسم بعدم وجود فترة معينة لاستحقاقها إلا إذا قام مُصدرها بشرائه مجدداً.
- ب. سندات ذات عائد متغير: هي سندات ذات عائد يتغير كل فترة زمنية، يحدد لها سعر فائدة مبدئي لمدة 6 شهور، ثم يتم تعديلها على حسب معدلات الفائدة الموجودة في السوق، كما أن لها فترة زمنية محددة.
- ت. سندات صفيرية الكوبون: هي سندات لا تدر عائداً في مقابل طرحها بأسعار منخفضة عن قيمتها الاسمية، وعند استحقاق السند يتم دفع القيمة الاسمية الكاملة للسند ويعتبر العائد من هذا السند هو الفرق بين سعر السند وبين القيمة الاسمية³⁶.

3-3- سوق السندات الدولية:

لما كانت الفوارق غير واضحة تماماً، وعلى الدوام، بين اليورو سندات والإصدارات الدولية، فقد تم دمج هذين النموذجين من الأوراق المالية الدولية ضمن ما يعرف بالسندات الدولية.

- أ. سوق اليورو-سندات: اليورو سند هو ورقة مالية تستفيد من وضع ضريبي مميزة، وتصدر باليورو عملة، بواسطة مجموعة دولية (syndicat International) من المصارف، وتوظف خارج البلد الذي استخدمت عملته في تحرير القرض أن وجود مجموعة (Syndicat) إصدار، فعيلاً دولية، يشكل نقطة انطلاق تسمح بنشر للأوراق المالية عبر العالم، لكي يكتب بها مستثمرون أجانب. إلى هذا الفارق الأساسي بين اليورو . سندات والسندات المحلية تضاف مجموعة من الفوارق الأخرى الهامة أيضاً، فاليورو . سند يتمتع بوضع ضريبي استثنائي . والميزة التي يستفيد منها هذا الأخير تتمثل في إعفائه من الاقتطاع الضريبي عند المنبع، من جانب البلد

³⁶ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 110.

المصدر. هذا النظام هو استثنائي نظراً لأنه في جميع بلدان العالم، وفيما يتعلق بالعديد من السندات المحلية، لا يسدد إلى المستثمر غير المقيم كامل الفوائد المتعاقد عليها، إذ أن جزءاً من هذه الأخيرة يقطع عند المنبع، من قبل الأجهزة الضريبية المختصة. والوضع الضريبي الخاص هو شرط ضروري لوجود اليورو سندات. فعقود الإصدار تتضمن بنداً مبطلاً مفاده أن كل تغير محتمل في الوضع الضريبي للأوراق المالية يمكن أن يؤدي إلى التسديد الفوري للقرض من قبل المصدر.³⁷

وعلى عكس ما يمكن أن يتصوره الفكر السليم فهناك عنصران ينتظر أن يلعبا دوراً في تعريف اليورو- سند لكنهما، في الواقع، عديماً الأهمية؛ ويقصد بذلك عملة تحرير القرض والطابع العلني للإصدار:

- عملة تحرير القرض هي غير مهمة، ويمكن أن تكون عملة بلد المقترض أو أية عملة أخرى، لكن شريطة أن تكون يورو عملة أي بتعبير آخر محملة متوفرة ومتداولة خارج بلدها المنشأ.

- الطابع العلني للإصدار ليس إلزامياً لتمييز اليورو - سند. والتسعير العلني للأوراق المالية في إحدى بورصات القيم هو مألوف (شائع)، غير أنه لا يلعب أي دور في تعريف اليورو - سند. فالورقة المالية المصدرة في إطار توظيف خاص، والمتضمنة للعناصر المشار إليها في التعريف الوارد أعلاه خلال طيلة فترة وجودها، ولحين تسديدها، بخاصية (ميزة) اليورو سند.

ب. **أسواق الإصدارات الأجنبية:** يقتضي عدم المزج بين أسواق الإصدارات الأجنبية وأسواق اليورو سندات. فالإصدارات

الأجنبية هي كناية عن إصدارات يقوم بها "غير مقيم" بواسطة مجموعة من المصارف (Syndicat) على أن تحرر، عادة، بعملة البلد الذي حصل فيه الإصدار، وتوظف كذلك بشكل أساسي في البلد المذكور.

ويجب على من يلجأ إلى هذا النموذج من الإصدارات أن يتقيد بالإجراءات المتبعة في بلد الإصدار، خاضعاً في الآن عينه للنظم القانونية المطبقة. وتشترك السندات الأجنبية مع اليورو - سندات في الإعفاء من الاقتطاع الضريبي عند المنبع، وفي حال عدم وجود هذا الإعفاء يفترض أن يحصل المكتتبين على معدل مردودية أعلى من ذلك الذي تحققه باقي السندات المحلية. وهذا ما يجذب الكثير من انتباه لصيغة الإصدار الأجنبي

لكن ينبغي طرح السؤال التالي: هل هناك تداخل بين اليورو - سندات والسندات الأجنبية؟ أن التعريفات المعطاة لغاية الآن لا تجلي الغموض الحاصل. فالمكتتبون بإصدار أجنبي يمكن أن يكونوا، أحياناً، غير مقيمين. ونسبة الأوراق المالية، الموظفة خارج بلد الإصدار، يمكن أن تصل إلى حدود الـ 30%، لا بل وقد تتجاوز هذه النسبة أحياناً. كما أن عملة تحرير القرض لم تعد معياراً مطلقاً. فهناك إصدارات أجنبية تحصل في الولايات المتحدة الأميركية واليابان: رغم كونها محرة باليورو (أو ECU سابقاً)؛ وإذا ما تم حدوث هذه الإصدارات، المدعوة، رغم ذلك أجنبية فإنها تصبح متمتعة بخصائص مالية قريبة جداً من خصائص اليورو سندات.

أن الفوارق الأكثر جلاءً، تبرز بشكل أساسي، في الإجراءات الشكلية للإصدار، أي فقط في بداية عمر السند. ومصطلح السندات الدولية يشمل المتناسك، المؤلف من اليورو سندات والإصدارات الأجنبية.³⁸

³⁷ - المرجع نفسه، ص 110.

³⁸ - حاكم محسن، الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار البازوري، الأردن، 2010، ص 160.

3-4-السندات المتداولة:

الثلاث من السندات، المشار إليها أعلاه، تشتمل على العديد من النماذج المختلفة. وإذا كانت السندات العامة تتوزع بين سندات دولة وأوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، بالإضافة إلى العديد من السندات الأخرى، فإن السندات الصادرة عن القطاع الخاص تتوزع بين سندات مصرفية وسندات صناعية وسندات صناعية قابلة للتحويل.

3-4-1-السندات العامة (Obligations Publiques)

هذه السندات تتضمن سندات الدولة طويلة الأجل، والأوراق المالية العامة (الحكومية) القصيرة الأجل والسندات الصادرة عن البلديات. وإلى هذه النماذج الثلاثة، تضاف أيضا السندات المضمونة من قبل الدولة.

أ. سندات الدولة طويلة الأجل:

لم تقم الدولة اليابانية بإصدار سندات طويلة الأجل إلا بعد العام 1966، وجميع هذه السندات كان قد أمتصها السوق. أما إصدارها فقد حصل عبر عقود للاكتتاب، ولتفويض عرض سندات جديدة، طرفها البنك المركزي الياباني، بصفته وكيلًا للحكومة فيما يتعلق بالدين العام، من جهة، وهيئة الاكتتاب الممثلة لمجموعة من المصارف (Syndicat de souscription)، من جهة ثانية، هذه الهيئة، أي "Syndicat"، تتألف من:

- المصارف المتمركزة في المدن والأرياف (المناطق).

- مصارف الإقراض الطويل الأجل.

- مصاريف إدارة الذمة المالية.

- مصاريف الإقراض التعاضدي والادخار.

- البنك المركزي للتعاونيات وشركات التأمين على الحياة.

- بيوت الأسهم.

تأخذ "Syndicat" على عاتقها العرض العلني للسندات، وتقبل بالاحتفاظ بالجزء غير المباع منها. ولا يستطيع الأفراد شراء سندات دولة طويلة الأجل إلا بواسطة بيوت الأوراق المالية الأعضاء في

الـ Syndicat . غالبية سندات الدولة طويلة الأجل (بنسبة 85%) هي لمدة عشر سنوات وترفق بقسائم. اعتبارا من كانون الثاني 1977، أصدرت أيضا سندات دولة لمدة ثلاث سنوات، وبداءا من حزيران 1978، أصدرت كذلك سندات دولة لمدة خمس سنوات. مجموع سندات الدولة هذه يمثل حوالي 70% من إجمالي حجم سوق السندات³⁹

³⁹ - New york stock exchange, Glossary of terms and acronyms; p13.

ب. الأوراق المالية العامة (الحكومية) القصيرة الأجل:

بدأت الحكومة اليابانية، منذ العام 1886، بإصدار سندات قصيرة الأجل. حالياً تصدر ثلاثة أنواع من هذه السندات: سندات الخزينة، سندات التمويل وسندات صندوق القطع.

• سندات الخزينة **Bon de trésor**

إصدار هذه السندات يتحدد على ضوء الحساب العام للخزينة الذي لا يكون متوازناً على الدوام. تبدأ السنة المالية، في اليابان، من أول نيسان وتنتهي في 31 آذار من العام التالي. عادة، في أشهر نيسان وتشرين الثاني وكانون الأول يتجاوز مجموع الالتزامات إجمالي الواردات؛ لذلك، فإن الإصدارات تبلغ خلال هذه الثلاثة أشهر، حدها الأقصى. في المقابل، يجب أن تسدد السندات المصدرة خلال نفس السنة الضريبية.

• سندات التمويل **Bon ravitaillement**

هذه السندات تصدر لحساب خاص بضبط التمويل. ففي فترة ما بعد الحرب، تم ضبط ودعم زراعة الأرز الذي يعتبر غذاء أساسياً للسكان. فالمحصول الذي يشتري من قبل الحكومة يعاد بيعه وبواسطتها أيضاً، إلى المستهلكين، بسعر أدنى، ومع أن الدخل المتأني من هذه المبيعات قدر يحافظ إلى حد ما، على استقرار الأسعار، فإن التسديدات ليست دائماً على نفس الحال من الاستقرار؛ لذلك فإن هذه السندات تصدر بكميات هامة خلال أشهر تموز وأيلول وكانون الأول

• سندات صندوق القطع **(Bon Fonds de change)**

تصدر هذه السندات لتغطية أوجه العجز المؤقت، في الحساب الخاص بالصرف، التي تنشأ عن المشتريات الصافية للعملاء الأجنبية. الإجراءات المتعلقة بإصدار جميع هذه السندات العامة (الحكومية) القصيرة الأجل هي التالية: كل أسبوع، تقرر الحكومة الحجم الملائم على أساس المبلغ الذي يتطلبه الحساب المصدر. يتكون الطلب من المبلغ الجديد المطلوب مضاف إليه التحويل أو التسديد للسندات المصدرة سابقاً.

تحويل كامل التفاصيل إلى مصرف اليابان المركزي (نموذج السند المبلغ، معدل الحسم (الفائدة)، تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق) كل يوم جمعة، وهذا الأخير يقوم بنشرها (الإعلان عنها) في جميع فروعها (مكاتبه) الموزعة على امتداد الأراضي اليابانية. الاستحقاق يكون عادة لستين يوماً، كما أن القيمة الاسمية للسند تتراوح ما بين مليون و500 مليون بن. يحدد المصرف المركزي المكتتبين الذين تدرج ضمنهم المصارف، جمعيات الإقراض، شركات التأمين، باقي المؤسسات المالية، الوسطاء، بيوت الأوراق المالية الأربعة الكبرى (**yamaichi ، Daiwa ، Nikko ، Nomuro**) كذلك، يمكن لأجهزة أخرى كالحسابات الخاصة للحكومة (**Comptes spéciaux du gouvernement**) والاتحادات العامة (**Corporations publiques**) أن

تقوم بالاكنتاب مباشرة لدى المصرف المركزي، في حين أن الشركات الخاصة والأفراد يستطيعون فقط شراء سنداتهم من إحدى بيوت الأوراق المالية الأربعة المذكورة أعلاه.⁴⁰

ت. السندات البلدية (Bons municipaux):

للسلطات المحلية (المقاطعات، المدن، القرى الخ، ...) الحق بإصدار سندات طويلة الأجل. تباع هذه السندات للجمهور بواسطة بيوت الأوراق المالية وبواسطة البنوك أيضا اعتبارا من العام 1983. أن جزءا هاما من هذه السندات يوظف مباشرة لدى المؤسسات المالية والأجهزة الأخرى التي ترتبط بعلاقات وثيقة مع المصدر (البنوك المحلية مثلا (Les Banques régionales.⁴¹

ث. السندات المضمونة من قبل الدولة Obligations garanties par l'Etat

تصدر هذه السندات من قبل أجهزة متصلة بالدولة كالاتحادات العامة Corporations publiques وبعض الشركات والمؤسسات التي تنشأ بقوانين محددة مثل Japan Airline . تقوم الحكومة بضمان تسديد أصل الدين ودفع الفوائد هذا لا يعني بالضرورة أن جميع إصدارات هذه المؤسسات، المشار إليها مضمونة من قبل الدولة). والجزء غير المباع من هذه السندات تكتب به معا المصارف وبيوت الأوراق المالية. يشار أخيرا إلى أن السندات البلدية والسندات المضمونة من قبل الدولة تشكل مجتمعة حوالي 20% من إجمالي السندات في السوق.⁴²

3-4-2- السندات الصادرة عن القطاع الخاص Obligations privées

تنوزع السندات الصادرة عن القطاع الخاص بين نموذجين أساسيين:⁴³

أ. السندات المصرفية:

توجد ست مؤسسات مالية لها الحق بإصدار هذه السندات (من ضمنها مصارف إقراض طويل بنك اليابان والسندات المصرفية هي بدورها على نوعين:

- السندات التي يكتب عادة بمعظمها من قبل المؤسسات المالية وزبائن المصدر مع أنها معروضة تقنيا على الجمهور.

⁴⁰ - حاكم محسن، الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 156.

⁴¹ - Lawrence D.Schall, introduction to financial management, new york, 1988, p694.

⁴² - Lawrence D.Schall, op cit, p 695.

⁴³ - محمد صبح، الابتكارات المالية، ط1، بدون دار نشر، 1998، ص95.

- السندات التي تخصص بالدرجة الأولى للمستثمرين الفرديين، الذين يشترونها بواسطة بيوت الأوراق المالية

ب. السندات الصناعية:

تقوم بإصدار هذه السندات الشركات التجارية والصناعية الخاصة وهي تتوزع بين أربع فئات: **AA**، **A**، **BB**، **B** تبعا لحجم أصول المصدر الصافية، المالية وكذلك معامل ربحه. هذا التصنيف يتقرر عند الإصدار، والمردود العائد للمستثمرين يتحدد بين 0.25% فوق أو دون معدل الفائدة المطبق على هذه الفئة.

ويمكن أن يحصل إصدار الأسهم الصناعية بأشكال عدة. الشكل الأكثر استخدام، هو نظام العقد (**Système de contrat**) يشار أخيرا إلى أن السندات الصناعية تمثل حوالي 6% من مجموع السندات في السوق.

ج. السندات الصناعية القابلة للتحويل إلى أسهم:

السندات الصناعية القابلة للتحويل إلى أسهم، التي أصدرت بين العام 1949 تاريخ إعادة افتتاح البورصة بعد الحرب) والعام 1965، كانت قليلة جدا، وجميعها كان قابلا للتحويل إلى أسهم بالقيمة الاسمية. بعد ذلك، أصدرت، أكثر فأكثر، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بسعر السوق. في العام 1982 أقدمت حوالي 500 شركة على إصدار سندات قابلة للتحويل بسعر السوق بما مجموعه 3000 مليار ين. أما استحقاق هذه السندات فهو عادة لعشر سنوات.

د. السندات الأجنبية بالين:

- كانت قد أصدرت هذه السندات للمرة الأولى في العام 1970، والمصدر الأهم كان البنك الدولي الذي تبعه البنك الآسيوي للتنمية. هذه الإصدارات، المسعرة بغالبيتها في بورصة طوكيو، كانت قد واجهت العديد من الصعوبات التي تعزى للأسباب التالية:⁴⁴
- يتمتع السوق المالي الياباني بميزة خاصة ففي حال كان عرض رؤوس الأموال أدنى من الطلب عليها، فإن الأولوية تعطى للقروض الداخلية. وقد حصل وأن أخرت، أو حتى سحبت، فعلا إصدارات أجنبية عدة بالين.
 - بنظر السلطات اليابانية، ينجم عن هذه الإصدارات تصدير للرأسمال الياباني. لذلك، فإن مستوى هذه الإصدارات يجب أن يتأثر بتقلبات الاحتياطيات بالعملة الصعبة.

⁴⁴ محمد صبح، المرجع السابق، ص 96.

4- سوق الإصدارات الدولية الأسهم:

أ. تعريف الأسهم الدولية:

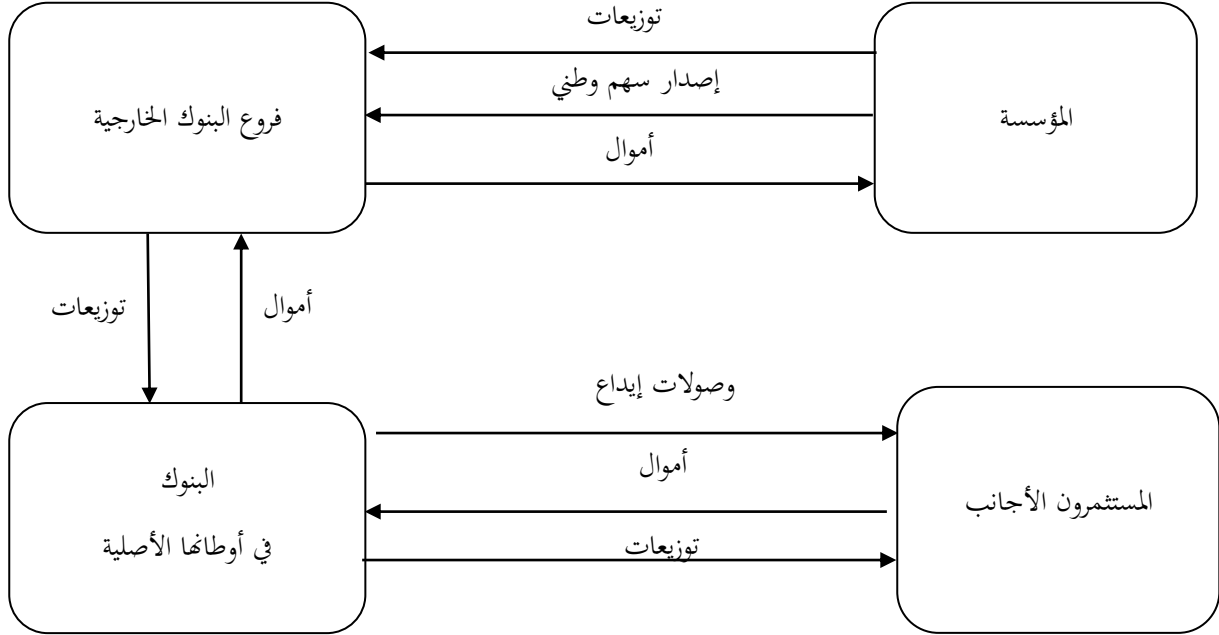
إن الأسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم جزء من الشركة المصدرة. يتم الإصدار من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها. أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة. تعرف الأسهم الدولية على أنها أوراق مالية تعرب بالنسبة لمالكها عن حق ملكية له من شركة أجنبية، على غرار الأسهم على المستوى الوطني تنقسم الأسهم الدولية إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة إلا أنها تختلف عن الوطنية في طبيعة المكتتبين فيها وإعفاؤها الجبائي فالمكتتبون مختلفو الجنسية كما يعتبر من الصعب على السلطات الجبائية فرض الضرائب على التوزيعات بسبب صعوبة الرقابة عليها ومعرفة طبيعتها

إن الإصدار الدولي للأسهم هو عبارة عن إصدار للأسهم المملوكة لعدد من المستثمرين في عدد من الدول المختلفة في الوقت نفسه. وربما يتم طرح الإصدار الدولي في الوقت نفسه كإصدار محلي أو على أنه إصدار عام في سوق محلية أخرى للأسهم.

تختلف طريقة إصدار الأسهم الدولية عن الأسهم الوطنية يتم إصدارها على المستوى الدولي بإحدى الطريقتين:

- **إصدار مباشر:** بحيث تقوم الشركة بتوفير أسهمها مباشرة ساحات مالية متعددة على المستوى الدولية لمن يكتب فيها ويكون ذلك عادة بالاستعانة بالاتحاد من البنوك المتواجدة في أوطان متعددة تضطر المؤسسات في مثل هذا الإصدار إلى التسجيل في بورصات عالية متعددة و الخضوع بالتالي إلى تشريعات وقوانين دول كثيرة وما يرتبط ذلك بتكاليف مرتفعة؛
- **إصدارات الأسهم بطريقة غير مباشرة:** يمكن أن يكون الإصدار غير مباشر حيث يكون الإصدار وطنيا ولكن بيع الأسهم للمكتتبين يكون في دول خارج الوطنية عبر الفروع الخاصة بالبنوك الأجنبية المتواجدة في الوطن عن طريق وصولات الإيداع الدولية. والشكل التالي يوضح هذه العملية:

الشكل رقم (02): الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية.



المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، درا هومة، الجزائر 2002.

ب. التعاملات في سوق الإصدارات الدولية للأسهم:

الإجراءات المتبعة في سوق الإصدارات الدولية للأسهم هي قريبة جدا من الإجراءات الخاصة باليورو . سندات. والفارق يتأتى أساسا من طبيعة الأصول المالية المصدرة. وكما هو الحال بالنسبة للسندات الدولية، فهناك مجموعة Syndicat مصرفية دولية تضمن التوظيف والنشر الدولي للأسهم الجديدة المصدرة من قبل مشروعات خاصة. هذا النموذج من العمليات، المرتبط غالبا بعمليات الخصخصة، يجري بالتوازي مع إصدارات للأسهم التقليدية الحاصلة في السوق المحلي. ما تجدر الإشارة إليه هو أن سوق الأسهم الدولية لم يشهد انطلاقا حقيقيا إلا مع بداية العقد السابق.

في سوق الإصدارات الدولية للأسهم: هل ينبغي استخدام مصطلح اليورو . أسهم أو مصطلح الأسهم الدولية؟ أن السوق الذي تتوجب الإحاطة به هو سوق الأسهم وأوراق المشاركة في رؤوس الأموال الذاتية الخاصة بالمشروع، الموزعة على أساس دولي، وفي الغالب بالتوازي أو مع حيازة، أو توظيف، أوراق مالية في السوق المحلي الذي يوجد فيه المصدر.

إن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (O.C.D.E) جزأت الأسهم الدولية، بمعناها الواسع، إلى مجموعتين: اليورو . أسهم وباقي الأسهم الدولية.

ومصطلح اليورو . أسهم يخصص للأسهم الجديدة التي توظف في سوق يختلف عن السوق المحلي للمصدر. أما باقي الأوراق المالية، التي أخذتها الO.C.D.E. بالاعتبار، فقد ارتبطت، بشكل أساسي، بالتوظيفات الخاصة والإصدارات الإضافية وبالتوظيفات المباشرة لدى الصناديق المشتركة الدولية.⁴⁵

إن الأسهم الدولية هي، أولا وقبل كل شيء، أوراق عادية للمشروعات. أما باقي الأوراق المالية الدولية فهي أوراق مميزة، أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو سندات مع حقوق شراء أسهم Warrants أو أيضا أوراق مشاركة شبيهة بالسهم. أن الإرادة بتنويع محفظات الأوراق المالية، والقدرة على إدارة مخاطر الصرف، كانت قد سهلت هذا النوع من العمليات التي على الرغم من ذلك، لا زالت مبالغها متواضعة نسبيا.

ت. سوق القروض المصرفية الدولية أو اليورو . قروض:

أن سوق القروض المصرفية الدولية، المعروف أيضا بسوق اليورو . قروض – (Euro-Credits) هو الإطار لقروض مالية، متوسطة وطويلة الأجل، غير مضمونة عادة، وممنوحة مباشرة من قبل مجموعة من المصارف الدولية المجتمعة في Syndicat هذه القروض هي، في الغالب محرة بالدولار. والنشاط المذكور هو نشاط وساطة بحث، حيث تتحمل البنوك بنفسها خطر عدم سداد محتمل من قبل المقترض. ويقتضي التمييز بين اليورو – قروض والقروض ذات الطبيعة التجارية التي يمكن أن يسديها المصرف، إلى مقترض أجنبي، في إطار عمليات التصدير.

لقد أسهمت اليورو . قروض، بفعالية، في إعادة تدوير الفوائض النقدية للبلدان المصدرة للبتترول في اقتصادات البلدان النامية التي وكانت قد عانت من الارتفاع الحاد لأسعار المنتجات البترولية. وهذه القروض، التي بلغ توزيعها مستويات قصوى في العام 1980، شكلت جزءا هاما من ديون البلدان التي يجب أو كان يجب عليها أن تلتزم بإجراءات إعادة مناقشة ديونها.

ويسبب عدم الاستقرار النسبي لليورو عملات، وعلى وجه خاص عدم استقرار القروض المحرة باليورو عملات، فإن المصارف رفضت الإقراض في ظل هذه الظروف، إلا بعد التعديل لنوعية معدلات القرض (أي استبدال معدل الفائدة الثابت خلال طيلة فترة القرض بمعدل فائدة متغير). بالنتيجة، اعتمدت المصارف المعدل المتغير، محملة المقترضين بكلفة تمويلها القصير الأجل وهذا المعدل هو معدل سوق اليورو عملات. واليورو، قروض تنتج فائدة، مصرح عنها على أنها المعدل المعروف على المصارف في السوق اليورو . نقدي، مضافا إليها هامش وساطة.⁴⁶

⁴⁵ حاكم محسن، الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 110.

⁴⁶ المرجع نفسه، ص 111.

ج. سوق إصدارات الأوراق المالية القصيرة الأجل:

هناك قاسم مشترك بين كافة الأسواق السابقة يتمثل بإتاحة التمويل، المتوسط والطويل الأجل عبر مجموعة مصرفية (**Syndicat bancaire**) هذا المفهوم للتمويل المتوسط والطويل الأجل هو في تطور دائم؛ وما ظهور وتطور أسواق اليورو - ورقة (**Euro-note**) واليورو ورقة تجارية إلا استمرارا مطلقا لأسواق اليورو - قروض.

إن تسهيلات إصدار اليورو - ورقة (**Euro-note**) يتركز في إصدار متجدد لأدوات نقدية قصيرة الأجل في إطار Syndicat ضمانات مصرفية متوسطة الأجل. وبإمكان المصدر اختيار المبلغ والمدة وعملة الأوراق التي سوف تعرض على المستثمرين الدوليين المعنيين بتوظيفات سيولات لعدة أيام أو على عدة سنوات (يورو - أوراق متوسطة الأجل) **EMTN**، (**Euro medium term notes**) هذه التسهيلات تستتبع التزاما من قبل المصارف بتأمين توظيف تلك الأدوات في السوق، عند كل سحب فبالنسبة للمقترض توفر اليورو - ورقة مصدر تمويل مستقر يركز على لجوء مؤمن إلى السوق اليورو - نقدي القصير الأجل. من خلال ما تقدم، الطابع المتحرك للسوق الدولي لرؤوس الأموال الذي يغطي نماذج متعددة من الأصول المالية والنقدية القابلة فيما بينها لاستبدال.⁴⁷

العاملان الأساسيان اللذان يوحدان بين هذه الأصول المتباينة هما: الدور المتعذر استبداله لمجموعة من المصارف الدولية عند الإصدار، ودوام رغبة المستثمر في المقارنة، على وجه مستمر بين أصول قابلة فيما بينها للاستبدال.

هذه الأدوات الجديدة، المتحدرة من السوق النقدي وليس، بالمعنى الضيق، من السوق المالي كان قد توسع استخدامها أول في الولايات المتحدة ومن ثم نقلت إلى باقي الأسواق الدولية. تسهم تلك على وجه فعال، بإلغاء التصنيف (الفصل) الآلي القديم الذي يحدد بوضوح القطاع النقدي حيث تحول الودائع الموجهة نحو المصارف إلى قروض مخصصة بشكل أساسي للمشروعات، والقطاع غير النقدي حيث يحصل التلاقي مباشرة بين المشروعات والمدخرين الذين يتبادلون الأوراق المالية الطويلة الأجل مقابل السيولات. في الواقع، أن هذه المنتجات المالية تغطي القطاعين المذكورين اللذين لم تعد الحدود أحيانا واضحة بينهما.⁴⁸

بعد هذا التعريف المفصل يصبح من السهولة بمكان إدراك كيفية نشأة اليورو - ورقة والغاية المتوخاة من إصدارها.

⁴⁷ ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت، 1997، ص 88.

⁴⁸ صبري عيد نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية، الأهرام الاقتصادي، مصر، 1998. ص 44.

إلى جانب اليورر . ورقة هناك **Facilités à options multiples** أو التسهيلات بخيارات متعددة" التي لاقت انتشارا مدهلا. هذه العمليات هي مشابهة للعمليات السابقة، لكنها تتضمن إمكانية استبدال إصدار الأوراق بعروض لقروض مصرفية قصيرة الأجل جدا، وبمعدلات قريبة جدا من تلك التي تطبق في عمليات الخزنة أكثر مما هي في عمليات الإقراض.⁴⁹

5-الوسائل لتحوط من المخاطر في هذه الأسواق المالية الدولية:

- هناك العديد من الوسائل التي يمكن اللجوء إليها للتقليل من الخطر الذي يتعرض له المقرضون بينها:
- أ. توفير ضمان الإصدار:** يمكن أن يستفيد القرض من كفالة ضامن ففي حالة عجز المصدر عن الدفع أو عدم الالتزام بنود عقد الإصدار يدفع المبلغ الأساسي والفوائد من قبل الضامن.
 - ب. ترتيب الإصدار:** تتغير درجة ترتيب الإصدارات ضمن خصوم المصدر، وذلك حسب مستوى المخاطر فكلما كانت من المراتب العليا كلما نقص الخطر الذي يتعرض له المقرض
 - ت. بنود عقد الإصدار:** تسمح بنود عقد الإصدار المعدة بدقة للمقرضين باختيار الإصدار المناسب من حيث درجة الخطر التي يمكن للمقرض تحملها كما توضح الإجراءات المتبعة في حالة العجز عن التسديد.
 - ث. التصنيف الائتماني:** حتى يستطيع المصدر الحصول على قرض من سوق السندات الدولية لا بد أن يتصف القرض بدرجة أقل من خطر القدرة على السداد، والذي يمكن تصنيفه انطلاقا من تحليل وضعية المقرض أو انطلاقا من تصنيفه من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني أشهره **standarMoody's&Poor's** إضافة إلى **fitch و coface** والتي تختص في تقييم الديون التجارية التي تستحق في أقل من 6 أشهر وقد تزايدت المنافسة في الآونة الأخيرة بين

جدول 05 تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف

موديز	ستاندرز أند بورز	فيتش	الخصائص
Aaa	AAA	AAA	أقصى درجة الأمان
Aa1	AA+	AA+	جودة عالية أو جيدة
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	AA+	AA+	متوسطة الجودة
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	

⁴⁹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار النشر منشأة المصارف، الإسكندرية، ص 255.

جودة أقل من المتوسط	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة	C	CCC+	Caa
		CCC	Ca
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD	D	
	DD		
	D		

Source : F Mishkin, Monnaie, banque et marché financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris2010, P146

الفصل الثالث: منتجات الهندسة المالية (المشتقات المالية)

المطلب الأول: المشتقات المالية

تمهيد:

في ظل الأنظمة الاقتصادية وتطور للمشتقات المالية التي شهدت نمواً سريعاً خلال العقود الماضية، مما ساعد على جذب أطراف عديدة للتعامل به ويأتي في مقدمتها المؤسسات التي استخدمت المشتقات المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظة الاستثمارية بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي، فالبنك التجاري قد يستخدمها لإدارة مخاطر محفظة قروضه، كما يمكن للبنك الاستثمار باستخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التي بتكبيدها عند الاكتتاب في الأوراق المالية ويستخدمها المستثمرون (مثل شركة التأمين، صناديق التحوط) للتخفيف من المخاطر المالية التي يتعرض لها. تتعدد هذه الأدوات غير أن هناك أربعة أنواع رئيسية والمتمثلة في العقود الأجل، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة.

1.1. أساسيات حول المشتقات المالية:

ينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى المشتقات المالية كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه إلى الآن، فما هي حقيقة هذه الأدوات؟ وكيف نشأت ولماذا؟ ومن يستخدمها؟ هذا ما سنتناوله بالتفصيل من خلال الصفحات التالية. قبل التعرض لتعريف المشتقات المالية سنتناول في بادئ الأمر التطور التاريخي لهذه العقود كالتالي:⁵⁰

1.1.1. التطور التاريخي للمشتقات المالية:

شهدت صناعة المشتقات المالية « **Industry Derivatires** » خلال السنوات الماضية نمواً كبيراً ومتسارعاً، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوع هذه الأدوات، بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات وتسيير الدراسات إلى أن ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان هم أول من استخدم المشتقات المالية (العقود الآجلة)، بشكل منظم إذ طوروا أسلوباً يسمح بموجبه بتداول إيصالات إنتاجهم من الأرز على وفق مواعيد مستقبلية، وكان التعامل في العقود الآجلة يتم في الأسواق غير النظامية لمساعدة السماسرة الذين كانوا يلعبون دور الوسيط بين المتعاملين، ولكن القرن -19- شهد الولادة الحقيقية لإستخدام العقود الآجلة بشكل منظم ومؤطر في شكل قائمة وكان ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية عام -1865- إذ تم فيه صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزاعي الحبوب والمشاركين والمستهلكين، وتشير الأدبيات أيضاً إلى التعامل بأدوات الهندسة المالية بصورة تجارية بدءاً في الولايات المتحدة عام -1973- عندما افتتح أول سوق للخيارات في

⁵⁰ أسعد رياض، الهندسة المالية الأكاديمية العربية للعلوم والمصرفية، عمان، الأردن، 2001، ص 72.

شيكافو وعمل ذلك السوق منذ افتتاحه على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق، ومن أهم هذه التعديلات شروط التعاقد التي تتضمن تنميط الكميات وتواريخ وقيمة الهوامش المبدئية، وكذلك دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش.

2.1.1. تعريفات المشتقات المالية:

فيما يلي أهم التعريفات التي أعطيت للمشتقات المالية:

يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات عقود الاختبار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات...⁵¹ من التعريفات التي تناولتها المؤسسات الدولية فيما يتعلق بالمشتقات المالية: المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. في حين عرفها صاحب كتاب "مقدمة المشتقات" بأنها أدوات تشق عائداها من أوراق مالية أخرى، بمعنى أن أدائها يتوقف على أصول أخرى

وقد خالف صاحب "أصول الإدارة المالية" التعريفات المتقدمة حيث عرف المشتقات بأنها: "أية ورقة مالية تشق قيمتها من ثمن أصل آخر يكون محلا للتعاقد" بينما عرفتها المجموعة الاستثمارية "النظم المحاسبية القومية" على أن المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول والمؤشرات محل التعاقد وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل: إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، والراجحة بين الأسعار وأخيرا المضاربة.⁵²

إذ يكشف التعريف عن مسألة في غاية الأهمية وهو أنه إذا ما كانت المشتقات المالية تستخدم في غدارة المخاطر أو التحوط ضد المخاطر، إلا أنها أداة تتسم بقدر كبير من المخاطرة، ولذلك فالتعاقدان، وهما طرفا العقد أحدهما في حقيقة الأمر بائع المخاطرة والآخر مشتري لها، وهو ما يعبر عنه البعض بوجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل المخاطرة وآخرون على استعداد لتحمل المخاطرة أملين في الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة.

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أنها في حقيقة الأمر ترمي إلى نفس الوعاء إذ أنها تشير كلها إلى أن المشتقات هي تلك العقود التي لا يجري تنفيذ أغلبها وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق الأسعار واتجاهاتها فالعقد لا يقتضي تملك ولا تسليم ولا تسلم، وإنما هي مراقبة من جانب الطرفين على فروق الأسعار واتجاهاتها.

⁵¹ - عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، دار جامعة الإسكندرية، 2001، ص5.

⁵² - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، 2005، ص58.

والجدير بالذكر أن أسواق المشتقات قد بدأ ظهورها بشكل ما منذ قرون إلا أن نموها كانت سريعا في الآونة الأخيرة إذ يجري حاليا استخدامها على نطاق واسع من قبل المستثمرين الذين يحترفون التعامل في هذه الأسواق ومن قبل الأفراد أيضا، ويرى المراقبون لأداء الأسواق المالية أن مشتقات الأسهم تعد بعد مضي ثلاثة عقود من وجودها بصورتها الحالية من أهم المنتجات المالية للتبادل التجاري.

2.1. خصائص عقود المشتقات:

تتسم عقود المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عما عداها من الأدوات المالية الأخرى وإذا كان التعرف على تلك الخصائص يعد أمرا بالغيا في الأهمية بالنسبة لكافة الأطراف المتعاملة في هذا النوع من الأدوات، فإنه يكتسب أهمية خاصة بالنسبة للمراجعين وهم بصدد مسؤولية مراجعة القوائم المالية للمنشآت المتعاملة في المشتقات، وفيما يلي استعراض لأبرز الخصائص:⁵³

أ. طبيعة العمليات خارج الميزانية:

جرى التطبيق العملي على إثبات الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات دخل الميزانية كأصول أو خصوم، ومن ثم يمكن التعرف على أرصدها المثبتة وتتبع أي تغيرات فيها بعكس الحال بالنسبة للأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة، إن لم يتماشى وطبيعة الأصول والخصوم خارج الميزانية ولا شك أن نتيجة لعدم إثبات الأرصدة والتغيرات فيهما فإن المجال يكون مفتوحا للتعرض لمخاطر الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

ب. التعقيد:

نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميم عقود المشتقات للوفاء بأغراض خاصة لمستخدمها النهائي لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأهداف الاقتصادية من جراء حيازتها أم لا؟ من ناحية أخرى، قد تتعرض المنشأة لمخاطر إساءة فهم شروط وآثار عقد مشتقات خاص مما يعرضها لنتائج وخيمة.

ت. السيولة:

بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية أو المقايضة، إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها أو المراكز المرتبطة بها.

⁵³ - هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأ المعارف الإسكندرية، مصر، 2003، ص 20.

ث. عدم وضوح القواعد المحاسبية:

حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار وإستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة على تأثيرات تلك الأنشطة بحيث يمكن ملاحظة وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الإستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

ج. المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات:

يترتب على التعامل في عقود المشتقات ضرورة الأخذ في الحسبان وجود عدة مخاطر يجب العمل على تجنبها أو تقليل آثارها بقدر المستطاع، ويمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات المالية:

المجموعة الأولى: تتمثل في المخاطر التي تتعرض لها الجهات المصدرة أو البائعة لعقود المشتقات المالية والمتمثلة في إمكانية تحمل مثل تلك الجهات لخسائر حادة نتيجة أن معظم عقود المشتقات ترتب الإلتزام المستقبلي على الجهة المصدرة لها سواء بالبيع أو بالشراء ومع حدوث أي تقلبات إقتصادية معاكسة قد تتحمل الجهة المصدرة خسائر كبيرة نتيجة هذا الإلتزام، هذا بالإضافة إلى الخسائر الناتجة عن تأثير المنافسة بين الجهات المصدرة لتلك الأدوات على السوق الذي تعمل فيه، وتكاد البنوك تكون هي جهة الإصدار.

3.1. حجم المشتقات المالية:

يتم تبادل المشتقات عموماً في نوعين من الأسواق المالية:

الأسواق المنظمة (**ORGANIZED EXCHANGES**) والأسواق المفتوحة (غير المنظمة) (**OVER-THE-COUNTER**)، والشكل التالي يبين القيمة الإجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات (**NATIONAL VALUE**)، ويظهر من الشكل التضاعف السريع لحجم أسواق المشتقات، حيث ارتفعت من أقل من 100 ترليون دولار سنة 1998 إلى أكثر من 330 ترليون دولار، أي أنها تضاعفت ثلاث مرات في أقل من 7 سنوات، وهذا النمو يتجاوز بمراحل. إن ما تثيره المشتقات المالية هو كيف يمكن إستخدامها فغى إدارة المخاطر (وهو دور الذي أنشئت من أجله أصلاً) في حين أن أكثر إستخداماتها في الواقع إنما يتم بالمضاربة؟ أوراق المنظمة وكذا الأسواق غير المنظمة (المفتوحة) خلال الفترة 1996-2006، إحصائيات بنك التسويات الدولي.

4.1. إستخدامات المشتقات المالية والمتعاملون بها:

1.4.1. إستخدامات المشتقات المالية:

أولاً- التغطية ضد المخاطر:

تمثل أهم الوظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية، ولتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر أخذ مركزاً طويلاً في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى الأسهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه، وقد تحققت المستثمر إذا انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومن ثم فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار، ونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيه، وذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (خمسون دولاراً، أي بذات السعر الذي اشترى به السهم)، وتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة ثلاثة دولارات، هنا يصبح المستثمر مالكا لحفظة تتكون من سهم وعقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل.

وعليه فإنه في ظل افتراض انخفاض سعر السهم إلى 30 دولار سوف تقتصر خسائر المستثمر أي مشتري العقد على قيمة المكافأة التي دفعها المحرر، كيف؟ في تاريخ التنفيذ والذي من المفترض أنه التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم يقوم المستثمر بتصفية 20 دولار، كما يقوم بتسوية مركز قصير، أي مركزه في سوق عقود الخيارات، وهي تسوية نقدية، فالمحرر ملتزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد -المستثمر- بسعر التنفيذ أي 50 دولار، وطالما أن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ هو 30 دولار، وهو ما يعادل الخسارة التي تعرض لها المستثمر في السوق الحاضر، ولما كانت المكافأة 3 دولارات التي يدفعها مشتري العقد للمحدد غير قابلة للرد سواء نفذ العقد أو لم ينفذه، فإن المكاسب الصافية للمركز القصير (عقد الخيار) تصبح 17 دولار بخسارة صافية على المركزين معا تساوي ثلاثة دولارات، أي ما يعادل قيمة المكافأة.⁵⁴

ثانياً- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

من أبرز عقود المشتقات كذلك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليها العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليها السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

ولتوضيح كيف تلعب المشتقات المالية هذا الدور، نفترض أننا اكتشفنا أن الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد يتوقع معها هبوط أسعار الأوراق المالية، هنا عليك أن تفاضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق، ومن المتوقع أنك ستفضل السوق

⁵⁴ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص22.

الذي يحقق لك أكبر عائد على الإستثمار، وهو بالطبع سوق المشتقات، طالما أنك سوف تحقق معدلا أكبر بفضل الرفع المالي الذي يتسم به التعامل، تدفعه عند التعاقد وهو مبلغ ضئيل مقارنة بقيمة الصفقة، هذا فضلا عن انخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها التعامل في تلك الأسواق.

وإذا ما اتفقنا على أفضلية التعامل في أسواق المشتقات نتيجة للمزايا التي أشرنا إليها، فإنه يصبح من المتوقع أن يترتب على زيادة عدد المتعاملين العارفين بالظروف الاقتصادية المستقبلية أن تزداد عقود المشتقات المبرمة لبيع السهم، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها مع الوقت، إلى أن تصل إلى المستوى الذي يعكس السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، وهكذا يتضح مفهوم السعر الاستكشافي الذي يلعبه سوق المشتقات، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

ثالثا- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

نفترض حالة حكومة دول خليجية تباع البترول بعقود مستقبلية، وقد أبرمت عقدا بسعر 25 دولار للبرميل تسلم في شهر نوفمبر (مركز قصير)، وكان المشتري هو شركة الخطوط الجوية العربية، والآن لم أن سعر البرميل قد انخفض في تاريخ التسليم إلى 20 دولار للبرميل، حينئذ ستقوم الحكومة ببيع البترول في السوق الحاضر لمن يرغب في الشراء أيا كان وذلك بسعر السوق أي 20 دولار للبرميل، ولكن ماذا عن العقد المستقبلي؟

سوف يترتب على تسويته تحقيق أرباح تعرض البائع (الحكومة الخليجية) عن الانخفاض في حصة بيع البترول نتيجة انخفاض أسعاره.

فرغم أن المشتري (شركة الخطوط الجوية العربية) سيقوم هو الآخر بتغطية احتياجاته من البترول في السوق الحاضر في تاريخ تسليم بسعر 20 دولار، فإنه لن ينسى التزامات العقد، فوفقا لقواعد المقاصة والتسوية في سوق العقود المستقبلية يصبح المشتري ملتزما بسداد الفرق بين السعر الذي التزم به العقد والسعر في السوق في تاريخ التسليم، وهو ما يعادل 05 دولار للبرميل، وهو سعر البرميل كما هو منصوص عليه في العقد، عشرون دولار حصلت عليها من بيع البترول في السوق الحاضر بالسعر الجاري، وخمسة دولارات حصلت عليها من تسوية العقد المستقبلي في سوق العقود المستقبلية.⁵⁵

رابعا- إتاحة استثمارية للمضاربين:

يدخل المضارب طرفا في العقد بغرض تحقيق الأرباح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل على أساس أن تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، أي مهمة من يسعى إلى تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، كما لا يدخل المضارب طرفا في العقد ضمان بيع الأصل بسعر يضمن له حصة محددة، مهما تغير سعر

⁵⁵ - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص24.

الأصل في السوق الحاضر، إذ أنها أيضا مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلا أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار.

خامسا- تسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد، ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، كما يسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة ونق كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

سادسا- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

ميزة أخرى لعقود المشتقات هي سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، نظرا لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة، فلو أن مستثمرا ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنوع، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقتا طويلا، كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات، يقابل ذلك بديل آخر يخلص المستثمر من تلك المشكلات وهو الإستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات، وليكن مؤشر "ستاند أند بور 500" s&p500 مثلا.

سابعا- ميزات أخرى:

يتحقق الكمال للسوق لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطر، وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو هو أمر يستحيل تحقيقه، فإنه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يحقق المستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أية ورقة مالية متداولة.

2.4.1 المتعاملون في المشتقات المالية:

الذين يستخدمون المشتقات المالية في عالمنا المعاصر هم بطبيعة الحال المنتجون والمستهلكون والمستثمرون والمصدرون، والمتحوطون والمضاربون، والمؤسسة المالية.⁵⁶

وقد اتجه بعض الكتاب الغربيين إلى تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى فئتين فقط:

1. **الفئة الأولى:** هي فئة المستخدمين النهائيين الذين يدخلون في هذه الأسواق بغرض التحوط، أو لتكوين المراكز المالية، أو بغرض المضاربة.

2. **الفئة الثانية:** هي فئة المتاجرين في الأوراق المالية وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص ويقومون بدور صانعي الأسواق، ويحققون هامشاً من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء ومن خلال قيامهم بهذا الدور يتم تلبية احتياجات الفئة الأولى ويتم خلق سوق مستثمرة تسودها المنافسة الكاملة وتتوفر للسوق السيولة.

وقد أمكن حصر مستخدمي المشتقات المالية فيما يلي:

- **تجار التجزئة:** يستخدم هؤلاء المشتقات وذلك بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.
- **صناديق المعاشات:** تستخدم هذه الصناديق المشتقات بقصد حماية العائد على الإستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.
- **بنوك الإستثمار:** تستعمل هذه البنوك المشتقات المالية بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تعود قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.
- **الشركات العقارية:** وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات، وتستخدم هذه الشركات المشتقات المالية للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل دين في ذمة الشركة.
- **الشركات:** تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات المالية بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار للفائض النقدي.
- **المصدرون والمستوردون:** يستخدم هؤلاء المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات.
- **المتحوطون:** يهتم المتحوطون بالإقلال من المخاطر التي يوجهها بالفعل، والغرض من التحوط هو جعل النتائج أكثر تأكيداً ولكنه لا يحسن النتائج بالضرورة.
- **المضاربون:** في حين أن المتحوطين يريدون أن يتفادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، فإن المضاربين يرغبون في اتخاذ مركز في السوق وهم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو على أن السعر سينخفض.

⁵⁶ - علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009، ص 85.

5.1. متطلبات نجاح السوق للمشتقات المالية:

لا شك أن وجود سوق مالية للأدوات المالية الأساسية يعتبر شرطا ضروريا لنجاح سوق للمشتقات المالية، ومع ذلك فإنه يوجد مجموعة من المتطلبات الأخرى الواجب توفرها لضمان سوق ناجحة للمشتقات المالية أهمها:

أ. وجود مناخ استثماري ملائم:

- سوق حر يتمتع بالإفصاح والشفافية والعدالة.
- سيولة مرتفعة.
- سوق نشط للإدارة المالية الأساسية المحددة.
- استقرار سوق صرف النقد الأجنبي.

ب. وجود البنية الأساسية لتنظيم وحماية السوق:

- قوانين وقواعد تحدد حقوق ومسؤوليات الأطراف المختلطة.
- جهة رقابية تعمل على تطبيق القوانين والقواعد من أجل حماية المستثمر.
- آليات ملزمة لتنفيذ القوانين.

ج. وجود تنظيم بالسوق يكفل الحماية والعدالة بين كافة الأطراف:

- وجود قواعد عضوية بالبورصة ونظم تسمح بسهولة التداول والرقابة اللحظية والرقابة على إدارة المخاطر.
- وجود جهة للمقاصة والتسوية تعمل على خفض مخاطر الائتمان.
- وجود إجراءات تتبع في حالات الخلاف أو عدم الوفاء بالالتزامات أو تنفيذ عملية غير قانونية.
- صياغة نماذج لعقود المشتقات بصورة تحد من التلاعب.

6.1. تقييم المشتقات المالية:

يمكن تقييم عقود المشتقات المالية من خلال إبراز فوائد التعامل بها، وكذلك التعرض لمخاطر إستخدامها بطريقة غير صحيحة كالتالي:

1.6.1. فوائد التعامل بالمشتقات المالية:

بالإضافة إلى الفوائد التي تحققها المشتقات للمتعاملين بها، فهي تتمتع بعدة مزايا، كما أنها من الممكن تحقيق مجموعة من المكاسب لكل من المؤسسات المالية والمستثمرين فيها.

أ. مزايا التعامل بالمشتقات المالية:

تتمتع المشتقات بعدة مزايا ما يشجع كثيرا من المضاربين على التعامل بها، بل يجعلها أكثر أدوات استخداما في عصرنا الحاضر فمن ناحية توفر المشتقات للمستثمر فيها عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش فرصا واسعة لحني الأرباح الضخمة وذلك بفعل التقلبات السريعة للأدوات الأصلية المشمولة بعقودها كما توفر له من الجانب آخر أداة للتحوط تتيح له حماية نفسه من أثر هذه التقلبات بمعنى أنه بالإمكان استخدام المشتقات المالية كأداة للمضاربة وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو للتغطية من المخاطر الاستثمارات والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف، تقلب أسعار الفائدة، أو تقلب أسعار الأصول للمحافظ الاستثمارية، سواء كانت هذه الأصول سلعا أو أوراقا مالية إذ تتيح للمستثمر فيها مجالا لنقل وتوزيع المخاطر وذلك إذا ما أحسن استخدامها في نطاق ما يعرف باستراتيجيات الأسعار.

ب. المكاسب التي تحققها المشتقات للمتعاملين بها:

إن تكوين وإدارة محافظ المشتقات، إذا أحسنت إدارة مخاطر هذه الأدوات الجديدة، يمكنها أن تحقق المكاسب التالية من المؤسسات المالية والمستثمرين.⁵⁷

- ✓ ابتداء طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي من خلالها يمكن عزل أو فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة فيها مستقل وبكفاءة أعلى.
- ✓ دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعا، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
- ✓ تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات خدمات وغيرها.
- ✓ قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة، بهدف تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.
- ✓ شراء المستثمرين لخيارات شراء السهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر أقل مستقبلا بالرغم من أن سعر الأسهم مرتفع.
- ✓ تقليل الكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها، إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

⁵⁷ - حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، المفاهيم-إدارة المخاطر، دار الجامعة الإسكندرية، مصر 2001، ص 87.

ج. فوائد المشتقات المالية:

إن هذه الأدوات يمكن أن تحقق العديد من الفوائد للمتعاملين بها إذا تم استعمالها بصورة صحيحة، ومن أبرز هذه الفوائد ما يلي:

- **إدارة المخاطر:** يمكن من خلال عقود المشتقات ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر من خلال عملية التحوط وفق استراتيجيات خاصة.
- **الاستثمار:** إذ يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرض الاستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول متعاملين في عمليات صناعة الأسواق وتكوين مراكز مالية.
- **الكلفة:** يمكن من خلال التعامل بأدوات الهندسة المالية تقليل تكاليف المعاملات التقليدية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية، كما يمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض.
- كما يمكن استعمالها في عمليات المرجحة للحصول على هيكل تكاليف مناسب بالنسبة للمتعاملين، وكذا إيجاد مصادر تمويل جديدة من خلال عمليات المبادلة والدخول في أسواق جديدة من خلال هذه الأدوات.
- **السيولة:** تتمتع أغلب أدوات الهندسة بسيولة علمية مما يمكن المتعاملين في هذه الأدوات من تحسين سيولتهم بصورة عامة، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغاؤها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق أو في أسواق أخرى، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز وإلغاؤها تبعا لحاجاته ورغباته.
- **الاقتصاد العام:** لقد أدى تعدد أنواع المشتقات المالية على إيجاد الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها، إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع والأوراق المالية التي تشكل مبالغا ضخمة وما يتحقق نتيجة لذلك من إيجاد فرص العمل الواسعة وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة بالرسوم والعمولات وغيرها.

2.6.1 مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

بعد التعرف على أهم فوائد المشتقات المالية فإن في المقابل قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية من حالات خسائر وإفلاس. وعلى الرغم من أن المشتقات المالية من أهم وأقوى أدوات إدارة المخاطر، إلا أنها هي بدورها تنطوي على مخاطر كبيرة، خاصة عندما لا يتم فهم طبيعتها وكذا كيفية عملها. ويمكننا تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو هذه الأدوات بشكل عام إلى:

• المخاطر السوقية:

تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار المشتقات المالية في السوق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بشكل كبير لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية، وتعد المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها، على الرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعباً ومعقداً لا سيما مع هذه الأدوات نظراً لتقلب أسعارها الكبير.

ويستطيع المتعاملون في الغالب التعامل مع هذه المخاطرة إما على أساس التعرض الصافي أو التعرض المتبقي وتضم محفظة المتعامل في الغالب العديد من المراكز التي يقابل بها المخاطرة مما يؤدي إلى تخفيض كبير في مجمل مخاطرة المحفظة. كما يترتب على المتعاملين في أثناء إدارته للمخاطرة السوقية أن يحدد بشكل دقيق المركز الصافي للمحفظة، وينظر المتعاملون عادة إلى المخاطرة الأساسية التي تتعرض لها محفظة المشتقات المالية ككل، وليس إلى العقود المنفردة التي تتألف منها المحفظة، إذ يتم تبويب تلك المخاطر إلى العناصر المسببة لها بهدف تقديرها كمياً وإدارتها.

ولأن المخاطر السوقية تتأثر بالعديد من العوامل بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن طريق التأثير في سعر الموجود الضمني فإن إمكانية تحديد العناصر المسببة لها تعد أمراً معقداً وصعباً. لذلك تبقى إمكانية التعرض لهذا النوع من المخاطرة كبيراً ومؤثراً بالنسبة للمتعاملين في هذه الأدوات.⁵⁸

• المخاطر الائتمانية:

وتسمى أيضاً مخاطرة نكول أو مخاطرة عدم الوفاء، والتي تشمل في الخسارة الناشئة عن نكول أحد طرفي العقد بالوفاء بالتزاماته، فالمتعاملين يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جداً عندما يفشل الطرف المقابل في الإيفاء بالتزاماته، وأصبح مديري المالية أكثر اهتماماً بهذا النوع من المخاطرة المصاحبة للمشتقات المالية، لا سيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، إذ لا توجد غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد، وغني عن البيان في أن المخاطرة الائتمانية كانت ومازالت من أهم الأسباب الرئيسة لفشل العديد من المنشآت المالية والمصرفية.

ويمكن مواجهة هذه المخاطر من خلال التوثيق الدقيق للمعاملات بما يخفف من هذه المخاطر ويوفر الترتيب القانوني لتنفيذ العقود، فضلاً عن إمكانية طلب الضمانات اللازمة للتنفيذ قبل التعاقد، كما يجب تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعاقد معها، إذ أن بعض المصارف لن تقوم بالتعاقد إلا مع الجهات التي تحوز على تقييم ممتاز ولجدارتها الائتمانية، كما يمكن تحديد بعض الشروط في العقد مثل أن يتم تنفيذ العقد شهرياً بدلاً من كل ثلاث أشهر وغيرها من الشروط، لا سيما بالنسبة للعقود المبادلات التي تعد أكثر المشتقات المالية عرضة للمخاطر الائتمانية.⁵⁹

⁵⁸ - علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص 90.

⁵⁹ - المرجع نفسه، ص 91.

• مخاطر التسوية:

وهي مخاطرة تنفيذ المعادلات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة، مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا للإمكانية تغيير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، ولا سيما في يوم التنفيذ ذاته، ويمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة، وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تنم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.

• المخاطرة التشغيلية والإدارية:

وهي تلك المخاطرة التي تتعلق بأخطاء الأفراد المتعاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها، إذ أن زيادة تعقيد المشتقات المالية يجعل من الصعب التأكيد على الإجراءات الواجب توفرها في هذه النظم وهي:⁶⁰

- ✓ تفهم الإدارة العليا المتعمق ومدى المعلومة المتوفرة لديها والخاصة بمعاملات الهندسة المالية.
- ✓ توثيق السياسات والإجراءات مع إدراج النشاطات المسموح بها ووضع الحدود والاستثناءات الخاصة بالمعاملات والرقابة على الائتمان والتقارير الإدارية والدورية.
- ✓ الإدارة المستقلة للمخاطر التي تقدم للإدارة النتائج المتحققة من نشاط المشتقات المالية ومدى استعمال الحدود المتاحة للتصرف.
- ✓ التدقيق الداخلي المستقل حول مدى الالتزام بسياسات وإجراءات المصرف أو المؤسسة المتعاملة بهذه العقود.
- ✓ إيجاد مكاتب متخصصة مجهزة بالتكنولوجيا والنظم لمعالجة تبييت المعاملات والتوثيق الدقيق للمدفوعات والمحاسبة عنها، فضلا عن متابعة جميع مراحل التعامل من بدء المعاملة حتى التسديد النهائي للقيمة.
- ✓ ضرورة توافر الكفاءات المتخصصة أو استشارة الخبراء المتخصصين في مجال المشتقات المالية.

• المخاطر القانونية:

وهي المخاطرة الناشئة عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول

⁶⁰ علي كنعان، المرجع السابق، ص 92

بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك إلزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر التي تخولهم التعاقد باسم المصرف أو الشركة، ومن ثم إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد.

● مخاطر السيولة:

وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة.

وعلى الرغم من وجود العديد من ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها مكن العوامل، مما يؤدي حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة.

كما وأن وجود مثل هذه الأدوات يسهم في وجود سوق تدخلها نوعان من المستثمرين هما: المضارب، المستثمر الراغب في تأمين نفسه ضد الخطر.

وينبغي الإشارة إلى طرائق إدارة مخاطر المشتقات المالية، حيث يرى بعض الباحثين في حقل المشتقات أن هناك بعض المسائل الهامة المرتبطة بكيفية إدارة مخاطر المشتقات، من بينها أن الأدوات المشتقة لا يتم تسعيرها حسب علاقتها بالأدوات المالية الأساسية المرتبطة بها، وإنما حسب آلية السوق الذي يتم فيه تداولها، وقد يؤدي ذلك أحياناً إلى جعل التعامل بمثل هذه الأدوات في غاية الصعوبة خاصة عندما تشتد تقلبات الأسعار ويزداد عنصر عامل التأكد أمام المتعاملين بها، أو أي ظروف أخرى تسود السوق.

مخاطر الإحلال:

هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته تجاه الغير مع تحملها خسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة.

المطلب الثاني: عقود الخيار:

1. أنواع عقود الخيار:

هناك أنواع في عقود الخيار لكن من أهم هذه الأنواع من العقود هي عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع، حيث تعطي عقود خيار البيع، حيث تعطي عقود خيار للشراء لحامله الحق في شراء عدد معين من الأصول الأساسية عن طريق دفع سعر تنفيذ محدد، أما خيارات البيع تعطي لحاملها الحق في بيع عدد معين من الأصول الأساسية وقد يكون الأصل الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات الأجنبية، أسعار الفائدة، الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والرهون العقارية ... وعندما يتم تضمين خيار، فيحق لحاملها أن يتداوله مثلها مثل الأصول الأساسية. كما ينقسم عقدا الخيار من حيث تاريخ التنفيذ إلى عقود خيار الأوروبية والأمريكية، ومن حيث التغطية هناك عقود خيار مغطاة وأخرى غير مغطاة.⁶¹

2. ماهية عقود الخيار:

يتفق الباحثون في قضايا المال والاستثمار، ويدرك المتعاملون والمتخصصون، إن الخيارات تعد من أفضل ما استطاع الفكر الاستثماري انجازه حتى الآن، وقد باتت، بما تنطوي عليه من تنوع وآليات، قادرة تماما على أي تصور أو سيناريو تكون عليه أسواق المال والاستثمار، أو يريد المتعاملون مواجهته، ولكن بشرط هو أن يكون المتعامل مدركا لما هو بصدد، مدركا لما تعنيه هذه الخيارات، ومدركا للكيفية التي يستطيع بها تحقيق أهدافه في أسواق الخيارات وبدون ذلك فإن حجم المخاطر يكون كبير، وأحيانا أكبر مما يمكن للمتعامل أن يتحمله، ولهذا نجد ان القوانين النافذة في شأن التعامل بالخيارات تلزم الوسطاء والسماسرة بشرح وتوضيح ما تتضمنه هذه السوق من فرص ومخاطرة كل من يتقدم لها بطلب للتعامل فيها.

3. تعريف عقود الخيارات:

بعض التعريفات لعقود الخيار لـ **Frederic Mishkin** بأنها العقود التي تعطي للمشتري خيار أو حق الشراء أو بيع الأصل المالي بسعر محدد ويسمى بسعر الممارسة، في غضون فترة محددة من الزمن، ويلتزم البائع (كما يسمى بالحرر) بالخيار لشراء أو بيع أداة مالية للمشتري إذا كان مالك الخيار يمارس حقه في البيع أو الشراء.⁶²

⁶¹ - أسعد رياض، الهندسة المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية، عمان، 2001، ص33.

⁶² - Frederic Mishkin, op.cit, p311.

4. عرض تاريخي لعقود الخيار (الاختيار):

4.1. التطور التاريخي لعقود الخيار:

يمكن تقسيم مراحل التطور التاريخي لعقود الخيارات إلى ثلاث مراحل وهي كما يلي:

✓ **المرحلة الأولى:** ترجع البداية الأولى للتعامل في عقود الاختيار إلى الدولة الإغريقية (550 سنة قبل الميلاد) وقد تنبأ طاليس بان بلاده ستشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً وهو المر الذي ترتب عليه إحراج السوق⁶³.

✓ **المرحلة الثانية، مرحلة التاريخ الحديث:** استعملت الخيارات في القرن السادس عشر في هولندا، حيث اتصفت تجارة بصيالات شجرة التوليب (التي يستخرج منها ألواح الخشب لصناعة خزانات الملابس..) بالمخاطرة المرتفعة فعندما كان يرسل أحد المزارعين شحنة من هذه الأشجار، فإنه يبرم في ذات الوقت عقد خيار مع مزارع آخر لشراء هذا النوع من الأشجار، بنفس الكمية والسعر⁶⁴. وعندما ارتفعت أسعار شجيرات وبصيالات هذه النباتات، ولم تتوقف عن الصعود، الأمر الذي أشعل حمى المضاربة عليها، فأنشئت سوقاً ثانوية نشطة لعقود الخيار لشراء شجيرات وبصيالات نبات التوليب في هولندا عام 1634. وفي أواخر القرن السابع عشر ومطلع القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات في إنجلترا، إلا أنه بنشوب الحرب، أصبحت عقود المشتقات غير مشروعة واستمر الأمر على هذا النحو قرابة مائة عام.

✓ **المرحلة الثالثة، مرحلة التاريخ المعاصر:** وبدأت عقود الخيار في الظهور في الولايات المتحدة الأمريكية قبل القرن الثامن عشر بقليل، وكان يطلق على عقود الخيار في ذلك الحين عقود الامتياز حيث تم بموجب هذه الاتفاقية إنشاء بورصة نيويورك. ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "راسيل ساج" المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للخيارات⁶⁵. وأصبح التعامل بالخيارات على نطاق واسع أواخر العشرينات من القرن العشرين في أمريكا ومنحصر فيما بين المتخصصين، وذلك أن الجمهور والمشرعين كانوا ينظرون للخيارات وسنوات عديدة بأنها أدوات استثمارية غير مؤمنة (خطرة). ومنذ العشرينات حتى عام 1973 انحصرت تجارة خيارات الأوراق المالية في عدد صغير من شركات الوساطة التي نظمت فيما بعد جمعية متعاملي وسماسرة خيارات، التي كانت وظيفتهم تسهيل التعامل بإيجاد كل من طرفي التعاقد والوساطة بينهما للوصول إلى اتفاق على فقرات العقد في الأسواق الموازية مقابل عمولات محددة⁶⁶. أما كيفية تنفيذ عملية الوساطة فكانت من خلال إعلان السمسار في الصحف المتخصصة، عن استعدادة لإبرام الصفقات، أي استعدادة لمساعدة الأطراف (مشتريين ومحررين) على التفاوض والوصول في النهاية إلى اتفاق بشأن تاريخ التنفيذ، سعر التنفيذ، ومقدار المكافأة،

⁶³ - www.ar.wikipedia.org/wiki/le

⁶⁴ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2012، ص 154 -

⁶⁵ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 146

⁶⁶ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 155.

بعبارة أخرى إتاحة الأسواق غير المنظمة إمكانية تفصيل العقود على احتياجات طرفيها، وإن كانت نتيجة الاتفاق مرهونة بالقوة التفاوضية للطرفين. غير أن تفصيل العقود بما يلائم ظروف طرفيها جعلها شخصية، قد لا تناسب غيرهم من المستثمرين، الأمر الذي أصاب تلك العقود بضعف في السيولة، حيث كان من الصعب إعادة بيعها دون التنازل عن جزء - قد يكون كبير - من القيمة التي سبق أن اشترى بها العقد، بل وقد يستحيل أحيانا وجود كشتري العقد⁶⁷.

كما أنه بالرغم من أن التعامل في سوق الخيارات كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة إلا أنها لم تجد في البداية إقبالا بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب أو النقائص في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن مغطاة، وكانت غير قابلة للتحويل وكانت تقتضي التسليم الفعلي، وأنها تفتقر إلى الضمان كما كانت تفتقد لصالح السوق⁶⁸.

وهي أفريل من عام 1973 أنشأ في مدينة شيكاغو أول سوق منظم للتعامل في عقود الخيارات، أطلق عليها بورصة شيكاغو لتداول الخيارات، ففي البداية ركزت تعاملها في أسهم 16 شركة، ونتيجة للنجاح الفائق الذي حققته، أصبحت تتعامل في أسهم مئات الشركات⁶⁹. وخلال هذه المدة أيضا تضافرت جهود الباحثين في وضع نظريات الخيارات الحديثة وجوهرها نموذج بلاك وشولز، لتسعير الخيارات، وعلى أثر النجاح الباهر الذي انعكس بعدد العقود المتداولة وكمية التداول، افتتح بعد وقت قصير أربع أسواق في أمريكا تمارس التداول المنظم الخيارات وفي 1978 افتتح سوق لندن لتداول الخيارات والذي اندمج عام 1982 مع سوق لندن لتداول الخيارات والذي اندمج عام 1982 مع سوق لندن لتداول المستقبلات ليصبح سوق لندن الدولي لتبادل المستقبلات المالية. وقد توالى بعدها عمليات افتتاح أسواق الخيارات في عقد التسعينات بسرعة كبيرة غير معهودة فاقت كل التوقعات وذلك في كل من سويسرا، ألمانيا، كندا، أستراليا، فرنسا، الدانمارك، إيرلندا، هولندا، إيطاليا، بلجيكا، نيوزلندا، المكسيك، النرويج، والأرجنتين وغيرها الكثير⁷⁰.

2.4. تعريف عقود الخيارات المالية:

عقد الخيار أو الاختيار: "عقد بعوض على حق مجرد، يخول صاحبه بيع شيء محدد أو شراؤه بسعر معين طيلة (طوال) مدة معينة (معلومة) أو في تاريخ محدد، إما مباشرة من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين"⁷¹.

أو هو: "عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك لشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، ي سمى بعلاوة الصفقة الشرطية"⁷². وتعرف علاوة الصفقة الشرطية (أو ثمن عقد الخيار) على أنه: "تعويض متفق عليه يدفع

67 - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات -، الجزء الثالث، منشأة المعارف، مصر، 2007، ص 56.

68 - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 147.

69 - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص 57.

70 - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 155-156.

71 - وهيبه الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص 502.

72 - عبد العزيز هيكال فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 1981، ص 175.

للبائع بائع عقد الخيار" فيل البورصة من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه حق شراء (إن كان خيار شراء) أو حق بيع (إن كان خيار بيع) أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة وهذا المبلغ غير مرجع سواء نفذ المشتري حقه، أو لم ينفذ⁷³.

أو هو عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول "البائع" أن يعطي للطرف الثاني "المشتري" الحق -وليس الالتزام- لشراء أو لبيع أوراق مالية معينة، بسعر معين وتدخل معين، يدفع المشتري "دافع ثمن الخيار" ثمنا مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبضه البائع قابض ثمن الخيار مقابل تعهده والتزامه.

وتوجد في البورصة جهة ثالثة تضمن وفاء الطرفين بتعهداتهم، وهي غرفة المقاصة وبيوت السمسرة، حيث تتم هذه العمليات الأجلة الشرطية (الاختيارات) دون حاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين العاقدين.

فعقد الاختيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاثة أطراف: بائع الاختيار، ومشتري الاختيار، وغرفة المقاصة، أو بين السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة.

ويرد في عقد الاختيار من تحديد العناصر التالية: الأصل محل التعاقد، وسعر التعاقد وتاريخ انقضاء أجل التعاقد، ومبلغ التعويض (العلاوة)، وصنف الاختيار (أمريكي أو أوروبي)، ونوع عقد الاختيار (بيع أو شراء).⁷⁴

ومن الممكن أن تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو لأي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية.

وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يوميا تتضمن مئات الملايير من الدولارات، ولم ينتشر التعامل بالخيارات خارج الولايات المتحدة في عقد الثمانينات، حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقا على مستوى العالم.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن توضيح مفهوم عقود الخيار كالتالي:

الأول: عقد الخيار هو عقد على حق مجرد، يخول مشتريه حق بيع أو شراء أصل معلومة منصوص عليها في العقد، فالمعقود عيه هو الاختيار نفسه لا الأصل المنصوص عليها.

الثاني: قيمة عقد الخيار تشتق من الأصل المالي ويكون الخيار هو الحق في شرائها أو بيعها.

الثالث: عقد الخيار عقد بين طرفين، الأول مشتري حق الخيار والطرف الثاني بائع (محرر) لهذا الحق مقابل سعر لهذا الخيار (مكافأة) متفق عليها.

الرابع: عقد الخيار ملزم لأحد العاقدين، وهو بائع الخيار، وغير ملزم (اختياري) للعاقد الآخر وهو مشتري الخيار.

الخامس: يتضمن عقد الخيار عددا من العناصر لابد من النص عليها في العقد وهي: تاريخ التعاقد، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، قيمة العلاوة، الأصل.

⁷³ - أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، دار الحامد، عمان، الأردن، ص 222.

⁷⁴ - محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001، ص 222-223.

3.4. عناصر عقد الخيار ومفهوم العلاوة:

على ضوء ما تقدم فإن عقود الخيار تشتمل على العناصر الأساسية الآتية:⁷⁵

✓ الأطراف (المشتري والبائع).

✓ تاريخ التعاقد.

✓ نوع الأصل محل التعاقد.

✓ كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.

✓ سعر التنفيذ (**Exercice price**) أي السعر الذي بموجبه ستم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، ويسمى بسعر

التعاقد وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية فلي تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي تباع به الورقة المالية مثلا لحظة تنفيذ الاتفاق.

✓ تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق (**Expiry date**) أو الممارسة (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو الفترة الزمنية

التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي) أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي) وهذه الميزة لهذا الأسلوب تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق.

✓ قيمة العلاوة أو المكافأة (**Primium**) التي يحصل عليها محرر الخيار، وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل

مثل:

✓ القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار.

✓ سعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ (مدة الاستحقاق وكلما طالبت المدة كان السعر أعلى).

✓ أسعار الفائدة وتاريخ التنفيذ (مدة الاستحقاق وكلما طالبت المدة كان السعر أعلى).

✓ أسعار الفائدة السائدة،

✓ العرض والطلب على شراء وبيع عقود الخيار.

✓ تقلبات الأسعار.

4.4. خصائص عقود الخيار:

تتميز عقود الخيار بخصائص كثيرة التي تميزها عن غيرها من الأدوات المشتقة ومن أهم هذه الخصائص هي كالتالي:

1. عقود الخيارات المالية لها قيمة مثل الأوراق المالية الأخرى ممثلة في التدفقات المالية التي تتحقق في المستقبل. ولكن تعتمد

قيمة الخيارات المالية على قيمة وتقلب أسعار الأصل المالي المتعاقد عليه الخيار وغالبا ما يكون ورقة مالية أخرى (سندات،

أسهم،...)⁷⁶

⁷⁵ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 106.

⁷⁶ - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 26.

2. عقد الخيار غير ملزم لصاحبة وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن مشتري عقد الخيار يدفع مبلغا خلال مدة العقد ويسمى ثمن الخيار بالعلواة أو المكافأة.
3. عقد الخيار قابل للتداول فيحقق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد.
4. تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقا فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
5. يمكن عقد الخيار صاحبها إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلى قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.⁷⁷
6. عقود الخيارات عقود محددة تحقق المعرفة الكاملة لمستخدميها سواء لإتمام العقد أو عدم إتمامه.
7. اعتماد الخيار على فكرة الرفع المالي، حيث أن المستثمر في سوق الخيار يمكن أن يحقق نفس الأرباح التي يحققها في السوق الحاضر، ولكن حجم الاستثمار في السوق الحاضر يفوق كثيرا حجم الاستثمار في الخيار، مما يعني ارتفاع معدل العائد على المال المستثمر في سوق الخيار بمراحل تفوق معدل العائد على المال المستثمر في السوق الحاضر، أما في حالة خسائر حامل الخيار فإنها قد تؤدي برأس المال المستثمر في الخيار الكامل، ومن هنا ينطوي الاستثمار في الخيار على درجة كبيرة من الرفع المالي.⁷⁸

5.4. أنواع عقود الخيارات:

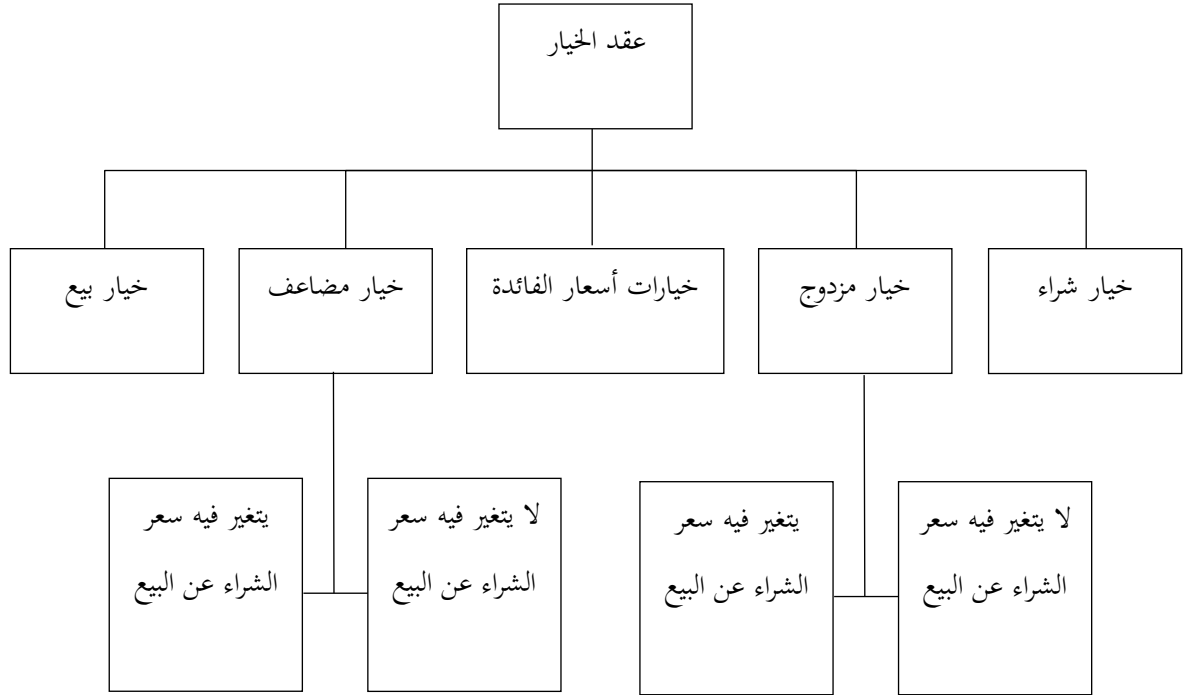
تتعدد الخيارات باعتبارها عديدة وأنواع وأشكال عديدة، فهناك خيارات التعهدات والمؤشرات وخيارات خاصة ببعض الشركات والمؤسسات أو العملات،⁷⁹ الشكل التالي يوضح أهم أنواع الخيارات المالية.

⁷⁷ -عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية -أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات-، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003، ص ص 414-416.

⁷⁸ -عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة، مصر، 2006، ص 110.

⁷⁹ - محمد علي القري، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 6، الجزء الثاني، جدة، 1990، ص 1605 وما بعدها.

شكل 03 عقد الخيارات من حيث النوع



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 143.

يتم في العادة تقسيم عقود الخيارات إلى قسمين رئيسيين هما⁸⁰: خيار البيع وخيار الشراء، ويوجد انطلاقاً من هذين النوعين أشكال مختلفة لعقود الخيارات.

6.4. عقد الخيار المزدوجة:

أو المتعدد وينقسم إلى خيار بيع مضاعف (بيعان إلى شراء واحد Strip) وخيار شراء مضاعف (شراءات إلى بيع واحد Strap) ويتم تنفيذ الخيارات بثلاثة طرق هي:

1. الخيار الأمريكي (American Option): بموجب الأسلوب الأمريكي، فغن العقد يعطي مشتري حق الخيار في

شراء أو بيع أوراقاً مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه⁸¹، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد وغنما خلال فترة محددة.

2. الخيار الأوروبي (European Option): وفيه يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار،

ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ⁸².

⁸⁰ - يضاف إليهما نوع ثالث يعطي الحق في الشراء والبيع معا (Straddles or double option)، وبذا يتمتع بمزايا النوعين السابقين.

⁸¹ - إسماعيل الطراد، عباد جمعة، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل، عمان، 1999، ص 166.

3. طريقة برمودا: من خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، ومن الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين⁸³.

7.4. تصنيف عقود الخيار:

أولاً- خيار الشراء:

تعريف:

وهو عقد يعطي مشتريه الحق في شراء عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة، ويلزم بائعه ببيع تلك الأوراق المالية عند طلب المشتري خلال الفترة المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه أيضاً، ويتجه إلى شراء اختيار الطلب (الشراء) أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.

فهذا المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية (ما) يرغب في شرائها مستقبلاً يعتمد إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه بسعر متفق عليه مقدماً عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق، فلي مقابل مكافأة أو علاوة يدفعها مشتري الاختيار لمحرر الاختيار بتم الاتفاق عليها⁸⁴.

ويمكن تحليل موقعي المشتري والبائع حيال خيار الشراء للأسهم، حيث يتضح لنا الآتي:

● **المشتري** ويكون لديه دافع قوي للتعاقد لشراء الأسهم حيث تشير توقعاته إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم خلال فترة التعاقد، ويمكن له أن يواجه أحد الموقفين:

- الخسارة في حالة إذا لم تتحقق توقعاته بشأن ارتفاع القيمة السوقية لسعر السهم خلال (فترة العقد) فيمنع عن التنفيذ حيث يفضل شراء السهم بالسعر المنخفض من السوق، وتتحدد خسائره فقط من قيمة ما سدده من علاوة عن عقد الخيار.

- الربح في حالة إذا تحققت توقعاته بشأن ارتفاع القيمة السوقية لسعر السهم خلال فترة العقد، فيمارس حقه ويطلب التنفيذ وتكون أرباحه متمثلة في الفرق بين قيمة السهم السوقية وقت تنفيذ الخيار وبين قيمة السهم في عقد الخيار مخصوماً منها العلاوة التي دفعها لمحرر الخيار.

● **البائع (محرر الخيار)** ويكون لديه دافع قوي عند التعاقد حيث تشير توقعاته إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم خلال فترة التعاقد، ويمكن أن يواجه أحد موقفين:

⁸² - حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، محفوظ جودة، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، 1998، ص 176.

⁸³ - إسماعيل الطراد، مرجع سبق ذكره، ص 166.

⁸⁴ المرجع نفسه، ص 167.

- الخسارة في حالة إذا لم تتحقق توقعاته بشأن انخفاض سعر السهم خلال فترة العقد، وعند طلب المشتري بالتنفيذ تكون خسائره متمثلة في الفرق بين قيمة السهم في عقد الخيار وبين القيمة السوقية للسهم وتنخفض هذه الخسائر بمقدار العلاوة التي يحصل عليها.
- الربح في حالة إذا تحققت توقعاته بانخفاض سعر السهم خلال فترة العقد، *** بطلب المشتري التنفيذ وتتمثل أرباح البائع في مقدار العلاوة التي يحصل عليها من المشتري.

مثال توضيحي عن كيفية استخدام خيار الشراء:

دعنا نفترض أنا مستثمرا ما يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق وليكن شهر يونيو القادم وتشير التوقعات إلى أن سعر السهم سوف يرتفع في تلك الفترة وذلك مقارنة بالسعر الجاري الآن والذي يبلغ (50) دولارا للسهم وحتى يتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع القيمة السوقية في تاريخ الشراء فقد تعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها وبالسعر الجاري (50) دولارا للسهم، ولكن لديه بالطبع توقع عكسي بالنسبة للقيمة السوقية للسهم، وذلك مقابل دفع علاوة أو مكافأة يدفعها مستري الاختيار قيمتها (3) دولار للسهم.

فإذا ما ارتفعت قيمة السهم في السوق في شهر يونيو إلى (55) دولار مثلا حينئذ يطلب المشتري الاختيار تنفيذ الاتفاق أي أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بسعر (50) دولار للسهم وحيث إنه قد سبق للمشتري دفع (3) دولار عن كل سهم علاوة أو مكافأة للمحرر فإنه يكون قد حقق ربحا قدره (2) دولار عن كل سهم (55-3=52) وكما هو واضح يتوقع أن يزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ⁸⁵.

أما محرر الاختيار خاصة ذلك الذي لا يملك الأسهم التي تعاقد عليها فسوف يمتن بخسائر مقدارها أيضا (2) دولار عن السهم لانه سيضطر إلى شراء السهم، إذا ما أصر مشتري حق الخيار على استلام الأسهم -وهو أمر غير عادي وارد في مثل هذه العقود بمبلغ 55 دولار للسهم ليبيعه بمبلغ (50) دولار وكان قد حصل قبل ذلك على مكافأة قدرها (3) دولار في كل سهم، وعلى عكس مشتري الاختيار، سوف تزداد خسائر محرر الاختيار كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، فطرف هو (مشتري الاختيار)، تزداد أرباحه -إن صح التعبير- على حساب طرف آخر تزداد خسائره، أما إذا لم تتحقق توقعات مشتري الخيار وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى (43) دولار مثلا فلن يطلب تنفيذ الاتفاق إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة وحينئذ سوف تنحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة للمحرر والتي تعادل تماما الأرباح التي يحققها المحرر.⁸⁶

وعلى هذا النحو: فغن خسائر المشتري لحق الخيار محدودة بمقدار المكافأة أو العلاوة على حين أن أرباحه غير محدودة إذ ترتفع بارتفاع القيمة السوقية في وقت التنفيذ، أما خسائر المحرر فغير محدودة إذ ترتفع بارتفاع القيمة السوقية في وقت التنفيذ، أما أرباحه فمحدودة

⁸⁵ - علي كنعان، مرجع سبق ذكره، ص 75.

⁸⁶ - بن علي بلعوز، إدارة المخاطر، دار النشر ولتوزيع، الوراق، الأردن، 2013، ص ص 102-103.

دائماً بمقدار المكافأة أو العلاوة التي يحصل عليها عند إبرام العقد وبذلك يكون كل طرف قد جنى صمرة توقعاته حيال تقلبات الأسعار وهي عند التعاقد توقعات متضادة حتماً⁸⁷.

مثال تطبيقي (1) استخدام خيارات الشراء لأغراض المضاربة:

في 2005/07/01 اشترى أحد المستثمرين خيار شراء بالشروط التالي:

- كان عدد الأسهم موضوع عقد الخيار هو 500 سهم.
- تحدد تاريخ التنفيذ في 2005/12/30.
- بلغت قيمة العلاوة لمحرر الخيار 5 دج/سهم.
- كان سعر التنفيذ 50 دج للسهم.

المطلوب: بين موقف المستثمر في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى 60 دج وفي حالة انخفاضه إلى 40 دج

في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى 60 دج:

في 2005/12/30، وبما أنه يتجاوز سعر التنفيذ، لذلك فغنه من مصلحة المستثمر أن يطلب تنفيذ العقد ويطلب من محرر الخيار (البائع) تقديم 500 سهم بسعر 50 دج، ليقوم المستثمر بدوره ببيعها في السوق الحاضر (البورصة) بسعر 60 دج محققاً بذلك عائد رأسمالي قدره = [الفرق بين السعر الحاضر في البورصة وسعر التنفيذ × عدد الأسهم - مبلغ العلاوة] = (10 دج × 500 دج) - (5 دج × 500 سهم) = 5000 - 2500 = 2500 دج وسوف تكون قيمة الخسارة التي تلحق بمحرر الخيار (البائع) هي مبلغ 2000 دج.

حالة انخفاض السعر السوقي للسهم إلى 40 دج:

وفي هذه الحالة فإنه ليس من مصلحة المستثمر أن يطلب تنفيذ عقد الخيار، بل من مصلحته أن يقوم في هذه الحالة بشراء هذه الأسهم، إذا رغب في ذلك، من السوق الحاضر (البورصة) بسعر أقل من سعر التنفيذ حسب عقد الخيار، وفي هذه الحالة سوف يدفع المستثمر قيمة العلاوة المنصوص عليها في عقد الخيار ويصبح محل خسارته 2500 دج وفي نفس الوقت سوف يحقق محرر الخيار (البائع) صافي ربح مقداره 2500 دج يتمثل فيه علاوته عن هذا العقد.

استثمارات اختيار الشراء:

على أساس من الآلية السابقة في اختيار الشراء فغنها تستخدم لتحقيق الأغراض التالية:

⁸⁷ - لهذا تسمى عقود الخيارات (كغيرها من عقود المشتقات) بلعبة صفرية حيث مجموع الأرباح والخسائر يساوي صفراً.

• أغراض المضاربة:

حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته متمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، ومن ثم فهو —أي المضارب— يستفيد من تحركات الأسعار في السوق وتقلباته بالزيادة نتيجة خبرته وتوقعاته. ومن ناحية أخرى فإن شراء حق الشراء يعتبر أداة مضاربة إذا كان الهدف من شراء الحق هو بيعه بسعر أعلى مستقبلاً.

• أغراض التحوط:

حيث يكون المتعامل (Dealer) في هذه الحالة أما أن مركزه مكشوفاً من العملة مثلاً المنوي شراءها أو ملتزم بدفعات مستقبلية من هذه العملات وهو خائف من ارتفاع الأسعار، وشراء حق الشراء هو وسيلة تحوط تحمي المتعامل من مخاطر ارتفاع الأسعار ومن لضمان الشراء بسعر معين أي يعر التنفيذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق والتي ربما ترتفع كثيراً. هذا مع احتفاظ المشتري لحق الخيار بحقه في الاستفادة من (فرصة) انخفاض الأسعار في حالة حدوثها حيث أن المشتري لن يمارس حقه في الشراء بموجب عقد الخيار وسوف يشتري من السوق مباشرة ما يحتاجه بالسعر الأقل⁸⁸.

• أغراض استثمارية:

حيث يعتبر شراء حق اختيار شراء أداة استثمارية بديلة عن حيازة الأصل لحين انظار توقع ارتفاع السعار في وقت استحقاق عقد الخيار، وإمكانية الشراء بالسعر الأقل وهو سعر التنفيذ المتفق عليه مقدماً في عقد الاختيار.

ثانياً- خيار البيع:

هو عقد يعطي صاحبه حق بيع أوراق مالية (أو أي أصل آخر) معينة بسعر محدد وخل فترة محددة، ويلزم مشتريه بشراء تلك الأوراق (الأصل) بالسعر المتفق عيه خلال تلك الفترة، مقابل استلام مبلغ محدد من البائع، ويمسك إلى شراء خيار البيع أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار.

إن من يتوقع انخفاض سعر السعر أو أصل معين سيحاول الحصول على حق أو خيار يمكنه من بيع هذا السهم أو الأصل بسعر يتم تحديده عند التعاقد وذلك خلال فترة معينة.

وعليه يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للمشتري الحق في أن يبيع إذا ما رغب للطرف الآخر أي محرر الخيار أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول المحرر على علاوة معينة تحددها شروط العقد⁸⁹.

⁸⁸ - بن علي بلعوز، المرجع السابق، ص 182.

⁸⁹ - المرجع نفسه، ص 266.

ومن الطبيعي ان المحرر وهو الطرف الآخر في عقد اختيار البيع يعتقد على عكس المشتري أن السعر لن ينخفض عن السعر المحدد وهو سعر التنفيذ.

فإذا صدقت توقعات الطرف الأول المشتري وانخفض السعر فسيجد أن مصلحته تنفيذ العقد ووضع السهم بتصرف الطرف الآخر الذي يكون ملزماً بشرائه منه بالسعر المحدد سلفاً في العقد بل ويكون مضطراً للشراء من الطرف الأول، أما إذا فشلت توقعات مشتري حق البيع ولم تنخفض الأسعار فإنه لن ينفذ العقد ويتخلى عن حق الخيار ويكتفي بخسارته المتمثلة في العلاوة التي دفعها للمحرر. وأما المحرر (الطرف الثاني) الذي صحت توقعاته بعد انخفاض الأسعار إلى حد سعر التنفيذ أو دونه فغنه يكون قد نجا من الخطر واحتفظ لنفسه بقيمة العلاوة التي قبضها سلفاً.

ويمكن تحليل موقفي المشتري والبائع حيال خيار البيع للأسهم يوضح لنا الآتي:

- المشتري ويكون لديه دافع قوي عند التعاقد حيث تشير توقعاته إلى انخفاض القيمة للسهم خلال فترة التعاقد، ويمكن له أن يواجه أحد الموقفين:

- الخسارة في حالة إذا لم تتحقق توقعاته بشأن انخفاض سعر السهم خلال فترة العقد، فيمتنع عن التنفيذ مفضلاً بيع السهم في السوق، وتتمثل خسائره في عقد الخيار في مقدار العلاوة التي دفعها إلى البائع محرر الخيار.
- الربح في حال إذا تحققت توقعاته بشأن انخفاض سعر السهم خلال فترة العقد ومن ثم يمارس حقه ويطلب التنفيذ، وتكون أرباحه متمثلة في الفرق بين قيمة شراء السهم وقت التعاقد والمحددة بالعقد وبين القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ مخصوماً منها العلاوة التي دفعت لمحرر الخيار.

- البائع ويكون لديه دافع قوي عند التعاقد حيث تشير توقعاته إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم خلال فترة التعاقد، ويمكن أن يواجه أحد موقفين:

- الخسارة في حالة إذا لم تتحقق توقعاته بشأن ارتفاع سعر السهم خلال فترة التعاقد، ومع طلب المشتري التنفيذ تكون خسائره ممثلة في الفرق بين قيمة السهم في عقد الخيار وبين القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ وتنخفض هذه الخسائر بمقدار العلاوة.
- الربح في حالة إذا تحققت توقعاته بشأن ارتفاع سعر السهم خلال فترة العقد، ولم يطلب المشتري التنفيذ، مفضلاً بيع السهم، في السوق وتكون أرباح البائع محرر الخيار متمثلة في مقدار علاوة عقد الخيار.

وتحقق عقود الخيار للمستثمرين نوعين من المزايا:

أولهما- تحوط وحماية المستثمر من تقلبات سعر السهم، ومن ثم تكون خسائره محددة بمقدار العلاوة التي يسددها، أما أرباحه فلا حدود لها وتزايد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ.

ثانيهما- تمكن المضاربين من استخدام مبالغ قليلة للمتاجرة في السوق المالي باستثمارات كبيرة، ف الطرف الأول من العقد (مشتري الخيار) يتمكن من سداد العلاوة التي لا تمثل سوى مبلغ ضئيل من القيمة الإجمالية للعقد وبذلك يمكنه المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات.

مثال تطبيقي(2) استخدام خيارات البيع لأغراض التحوط والحماية:

يملك احد المستثمرين 1000 سهما، وحرصا منه على تجنب هبوط سعرها السوقي عن السعر الحالي وهو 100 دج اشترى عدد من عقود خيار البيع بالشروط التالية:

- عدد الأسهم موضوع عقود الخيار 1000 سهم.
- تاريخ التنفيذ 2006/03/01.
- سعر التنفيذ 90 دج للسهم.
- بلغت فيه العلاوة لمحرر الخيار 2 دج/سهم.

والمطلوب: تحديد موقف المستثمر في تاريخ التنفيذ عند ارتفاع السعر السوقي إلى 105 دج وعند هبوطه إلى 91 دج وعند هبوطه إلى 70 دج؟

أولا- عند ارتفاع السعر السوقي للسهم في تاريخ التنفيذ 2006/03/01 إلى 105 دج.

ففي ظل هذا الافتراض نجد أن السعر السوقي للسهم قد ارتفع بما يفوق توقعات المستثمر وتجاوز سعر التنفيذ، وأصبح من مصلحة المستثمر عدم تنفيذ عقد الخيار مكتفيا بسداد قيمة العلاوة المدفوعة لمحرر الخيار وقدرها 2000 دج، فضلا عن تحقيقه لعائد رأسمالي قدره 5 دج لكل سهم عند البيع بالبورصة

ثانيا- عند هبوط السعر السوقي للسهم في تاريخ التنفيذ 2006/03/01 إلى 91 دج.

وفي ظل هذه الحالة أيضا، وعلى الرغم من هبوط سعر السهم حسب توقعات المستثمر، إلا أن هبوطه ليس بالدرجة التي تجعله يطالب بتنفيذ عقد الخيار حيث أن السعر بالسوق الحاضر (البورصة) هو 91 دج بينما سعر التنفيذ في عقد الخيار هو 90 دج، ومن ثم فإن المستثمر سوف يتحمل العلاوة واجبة الدفع لمحرر الخيار وقدرها 2000 دج ويعتذر عن تنفيذ العقد، فضلا عن تحقيقه لعائد رأسمالي قدره دينار واحدا لكل سهم عند البيع بالبورصة.

ثالثا- هبوط السعر السوقي للسهم إلى 70 دج في تاريخ التنفيذ 2006/03/01

وفي هذه الحالة نجد أن توقعات المستثمر قد صدقت إلى حد كبير من حيث هبوط السعر وكان محقا فيما اتخذه من إجراءات للحماية ولتحوط من خلال عقد الخيار، وعليه فسوف يقوم بتنفيذ العقد نظرا لتجاوز هبوط سعر السهم السوقي لسعره التنفيذي في العقد وتكون نتيجة العملية كالآتي:

الخسارة المحققة نتيجة حيازة هذه الأسهم = عدد السهم $\times$ (سعر التنفيذ - السعر السوقي)

$$= 1000 \times (70-90) = 20 \times 1000 = 20000 \text{ دج}$$

$$\text{العلاوة المسددة لمحرر الخيار} = 2 \times 1000 = 2000 \text{ دج}$$

وعليه تصيح جملة الخسائر في عملية العملية مبلغ 22000 دج

ولولا وجود عقد خيار البيع هذا لزادت الخسائر لتصبح = عدد السهم $\times$ (سعر للشراء - سعر البيع)

$$= 1000 \times (70 - 100) = 20000 \text{ دج}$$

وهكذا فإن التحوط من خلال شراء عقد البيع قد قلص الخسائر من 30000 دج إلى 22000 دج أي بنسبة 26، 7% تقريبا وعلى ذلك فإن الخطر الذي يتعرض له مشتري حق أو خيار البيع لا يتجاوز قيمة العلاوة التي يدفعها لقاء أو كضمن لهذا الحق بينما يمكن أن تزداد أرباحه كلما كانت توقعاته بانخفاض السعر صحيحة، أما الخطر الذي يتعرض له الطرف الثاني الذي باع الحق أو الخيار فغنه يمكن أن تصبح خسارته فادحة إذا تحرك السعر في السوق ضد توقعاته بدرجة كبيرة.

جدول 06 مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب.

أنواع العقد	محرر العقد (البائع)		مشتري العقد (المالك)	
	الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق
خيار الشراء	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علاوة تحرر العقد تمثل تكلفة الشراء	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)
خيار البيع	شراء الصل محل التعاقد من مالك الحق (إذ قرر التنفيذ) وبسعر التنفيذ	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ

المصدر: فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص 111.

ثالثاً- عقود الخيار المزدوجة والمضاعفة:

تتفرع عن خيار البيع وخيار الشراء عقود أخرى منها⁹⁰:

1. عقد الاختيار المزدوج:

هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شارياً للوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهن بمصلحة المشتري حيثما كانت إذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة التعاقد كان شارياً وإذا انخفضت كان بائعاً وينقسم هذا النوع إلى نوعين:

⁹⁰ - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص 226.

1.1. عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع:

وهو احد عقود الخيار التي تخول لصاحب الحق أن يشتري أو يبيع إلى بائع الخيار عددا معينا من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال فترة العقد.

بينما عرفه إملنج بأنه "عقد يجمع بين كل خيار من خيار البيع وخيار الشراء، ويرى أن هذه العقود يجري تصميمها المضاربين الذين يضاربون على توجهات السوق سواء بالصعود أو النزول، ويرى إملنج أنه بشراء عقود اختيار البيع والشراء معا فإن المضاربين دائما يقصدون بذلك تحديد أو تحجيم الخاسرين في أي حالة من الحالات".

1.2. عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع:

يشبه هذا العقد عقد الخيار المزدوج من كل وجه، غير انه يختلف عنه من حيث سعر التعاقد فقط، ففي الأول لا يتغير سعر خيار الشراء عن سعر خيار البيع والأمر ليس كذلك في العقد محل العرض، بل هو وجه الخلاف الوحيد حيث يختلف سعر خيار الشراء عن سعر خيار البيع فقدم "ريللي" التعريف: "عقد الخيار المزدوج الذي يتغير فيه سعر البيع بأنه عقد يتضمن شراء (خيار الشراء وخيار البيع) في نفس الزقت، وعلى نفس الورقة المالية محل التعاقد".

إلا أن هذا العقد يحقق خسارة فورية لو تم تنفيذه فور التعاقد بمعنى ان سعر التعاقد على خيار الشراء يكون أعلى من سعر السوق وهو ما يعني خسارة يقينية فيما لو تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر، كما أن سعر التعاقد على خيار البيع يكون أدنى من سعر السوق وهو ما يعني أيضا تحقيق خسارة يقينية فيما لم تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر ولهذا السبب كان الثمن المدفوع مقابل هذا العقد أدنى من الثمن المدفوع مقابل عقد الخيار المزدوج الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع.

المطلب الثالث: عقود المبادلة:

1. ما هي عقود المبادلات:

تعتبر المقايضات والتي تسمى كذلك المبادلات أو المقابلات (Swaps) من أهم أنواع المشتقات المالية، حيث تشير الأرقام إلى أنها الأكثر استخداماً وانتشاراً من بين كل الأنواع الأخرى للمشتقات، نظراً لأهميتها خاصة بالنسبة للمؤسسات المالية، وعلى الرغم من بعض الجدل الاقتصادي الذي يثار حول ما إذا كانت عقود المقايضات من عقود المشتقات المالية إلا أنه ما جرى عليه علماء المالية هو اعتبارها من ضمنها وسنحاول من خلال هذا الفصل التعرف عليها وأنواعها واستخداماتها مع التركيز على مبادلات أسعار الفائدة والتي تعتبر بدورها أكثر أنواع المقايضات انتشاراً.

2. تعريف عقود المبادلات:

عقود المبادلات هي تلك العقود المالية التي يلزم فيها كل طرف في العقد تبادل مجموعة من المدفوعات (ليست الموجودات) التي يملكها بمجموعة أخرى من المدفوعات التي يملكها طرف آخر.⁹¹ هناك عدة تعريفات لكتاب مختلفين من أهمها:

عرفها بعض الكتاب بأنها "اتفاق تعاقدى بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق" كما يعرفها "goost" بقوله: "أنها في الحقيقة عقد آجل، ولكنها أصبحت ذات أهمية خاصة في الأسواق المالية، وقد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ لاحق". بينما عرفها صاحب معجم المشتقات بأنها: "تتضمن تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة ومن طرف إلى آخر سواء يقصد التحوط أو لأسباب مضاربة".

وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف فلي عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية،...) ⁹² وتجدر الإشارة إلى إن تسوية عقود المبادلة لا تتم يومياً لذلك يطلق على الأرباح والخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية.

وحسب الدكتور محمد مطر فهمي: "اتفاق تعاقدى بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر التبادل للالتزامات أو الحقوق ويتعهدان بموجبه إما على مبادلة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منها اتجاه

⁹¹ - Frederic Mishkin, Op.cit, p327.

⁹² - شعبان محمد إسلام البروازي مرجع سبق ذكره، ص 199.

الطرف الثالث غير المشمول بالعقد المقبوضات التي تترتب لكل منها على أصول يمتلكها وذلك دون الإخلال بحق كل منهما لتلك الأصول".

وترتبط التدفقات النقدية التي تدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان من عقود المبادلة، **مبادلة العملات** التي تنطوي على تبادل مجموعة من المدفوعات بعملة واحدة لمجموعة من المدفوعات بعملة أخرى، و**مبادلة معدل الفائدة** وتنطوي هي الأخرى على تبادل مجموعة من مدفوعات لسعر الفائدة لمجموعة أخرى من مدفوعات الفائدة، وتكون مقومة بالعملة ذاتها.

ورد عن شانس (Chance) في أحد كتبه: "لقد نمت في السنوات الأخيرة هذه المنتجات المستحدثة نمواً سريعاً والتي يصعب تصنيفها بوضوح على أنها من قبيل عقود الخيارات أو العقود الآجلة أو العقود المستقبلية لكنها تنقسم بعض سمات وعناصر هذه الأدوات".

وسنوضح ذلك في المثال التالي:

تستطيع منشأة ما أن تقتض مالا بفائدة متغيرة عند كل استحقاق وفقاً لحركة أسعار الفائدة المستقبلية، وهذا النوع من القروض يعرف قرض بسعر معوم، والذي يعرض المنشأة لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

لكي تحمي المنشأة نفسها في مواجهة هذه المخاطر، فإنها ترتب مع منشأة أخرى أو مصرف لتغطية الحد الأعلى لسعر الفائدة بحيث لا يتجاوز السعر ما هو متفق عليه، والحد الأقصى لسعر الفائدة (Cap) له سمات كثيرة من عقود الخيارات المالية على الرغم أنه لا يتم التعامل عليه في أسواق المال كالخيارات العادية، والمنشأة التي تقتض بسعر فائدة معوم قد ترتب مع منشأة أخرى مقتضة بسعر فائدة ثابتاً لتبادل مدفوعات الفائدة، وهذا النوع من الاتفاقيات يطلق عليه اسم مبادلة، وإن اشتمل على عناصر العقود الآجلة، وهذه الأدوات المالية المهجنة هي ما أفرزه التقدم المالي وما قدمته الهندسة المالية.

3. أسباب استخدام عقود المبادلات:

هناك العديد من الميزات التي تدفع المؤسسات إلى استخدام عقود المبادلات، تذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

- الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين.
- تعتبر أداة إدارة المخاطر والتحوط.
- منخفضة التكاليف.
- تتمتع بمرونة عالية.

4. خصائص عقود المبادلات:

تتميز هذه العقود بمجموعة من السمات:⁹³

- ✓ مقايضة بين الطرفين مع إمكانية تحول طرف ثالث عند وجود مخاطرة ائتمانية غير متبادلة مثل صرف مقابل رسم قليل، بغرض إجراء الترتيب والمتابعة.
- ✓ مقاصة حيث تشمل العوائد للأطراف الثلاثة معا.
- ✓ الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في السوق المعومة ولجديدة.
- ✓ أداة غدارة المخاطر والتحوط.
- ✓ أداة منخفضة التكلفة.
- ✓ تتمتع بمرونة مالية.
- كما يتكون عقد المقايضة أو المبادلة من عدة عناصر رئيسية هي:
- ✓ طرفي العقد.
- ✓ الالتزام بالأصل المشمول بعقد المقايضة.
- ✓ قيمة المدفوعات او المقبوضات محل المقايضة.
- ✓ العملة التي تسدد بها المدفوعات او تحصل عيها المقبوضات.
- ✓ السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها.
- ✓ مدة سريات العقد.
- ✓ عقود ملزمة للطرفين.
- ✓ عقود غير نمطية، وإنما تفصل حسب رغبة الزبون، لذا يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- ✓ يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي العقد.
- ✓ كما أنها تركز على تبادل التدفقات في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- ✓ توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- ✓ لا تتضمن دفع العلاوات.

5. أنواع عقود المبادلات:

هناك عدة أنواع لعقود المبادلات من أهمها:

⁹³ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 200.

1.5. عقود مبادلات أسعار الفائدة:

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءمة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه السوق من جهة أخرى، ولهدف الرئيسي من استخدام عقود المقايضة لأسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التحويل وذلك عن طريق توقع الاتجاهات المحتملة لمسار الفائدة السوقية، يحدث ذلك مثلاً عندما تتفق مؤسسة مصدرة للسندات كديون متغيرة مع مؤسسة أخرى مصدرة لسندات ثابتة على المبادلة وذلك لأن لكل مؤسسة نظرة للأمر من زاوية مختلفة، فالأول من مصلحتها استبدال معدل الفائدة المتغير عن القرض بمعدل فائدة ثابت، ورأت المؤسسة الثانية عكس ذلك طبقاً لظروف وتوقعات كل منها، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المقايضة.

وتوجد هناك صور أخرى لمبادلات أسعار الفائدة وإن كانت أقل شيوعاً وأدنى أهمية نذكر منها:⁹⁴

أ. المبادلات المختلطة:

هي مزيج أو خليط من مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة، وتعرف أحياناً بأنها "Quanto"، ومن خلال هذا النوع من المبادلات فإن أحد الأطراف يقوم بدفع الفائدة بسعر فائدة لعملة ما، بينما المقدار الذي تحتسب على أساسه الفائدة يتعلق بعملة أخرى.

ب. المبادلات مزدوجة التعويم:

هي مبادلة يقوم من خلالها طرفي العقد بأداء دفعات بأسعار معومة وإن كان كل سعر يختلف عن الآخر، ويستخدم هذا النوع من المبادلات حينما يكون أحد الأطراف مشتركاً في عملية أخرى والتي يتم استلام أو أداء دفعات على أساس سعر فائدة معوم كأحد صور التغطية.

ج. مبادلات مؤشرات الأسعار:

وبطلق هذا النوع على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد طرفي التعاقد وفقاً لإحدى مؤشرات الأسعار كمؤشر S & p500، كما يطلق ذات المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد الطرفين ترتبط بمؤشر معين بينما ترتبط مدفوعات الطرف الآخر بمؤشر آخر.

⁹⁴ - طارق عبد العال حماد ، المرجع السابق، ص 215.

2.5. مبادلات العملة:

أ. عقود مبادلات العملات:

وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل أخرى في السوق الجاهز، وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وتوفر عقود مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها.

تتضمن مبادلة العملات في أبسط صورها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى، ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.⁹⁵ في مبادلات العملة يوجد طرف يمتلك عملة معينة ويرغب في حيازة عملة مختلفة، وتنشأ المبادلة عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر وذلك لغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى، وكل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة، وهذه الفوائد المدفوعة يمكن أن تكون إما بأسعار ثابتة أو بأسعار عائمة (متغيرة).

وتحدد التغيرات في أسعار الفائدة في البلدين وكذلك التغيرات في أسعار الصرف بين العملتين الربح والخسارة في عقود العملة.

مثال على عقد مبادلة العملات:

من صور عقد مبادلة عملات العقد الذي يبرم بين شركة سعودية مثلا في حاجة إلى دولارات أمريكية وأخرى أمريكية في حاجة إلى ريالات سعودية لاستخدامها في تغطية عمليات في السوق السعودي، فتقوم الشركة السعودية باقتراض ما تحتاجه الشركة الأمريكية من ريالات سعودية من أحد البنوك السعودية، كما تقوم الشركة الأمريكية في المقابل باقتراض احتياجات الشركة السعودية من دولارات من خلال أحد البنوك الأمريكية، وبذلك تقلل عقود المبادلة من تكلفة الاقتراض نتيجة لما تملكه كل شركة من ميزة نسبية ممثلة في حصولها على القرض من سوقها المحلي بسعر أفضل مما تستطيعه الشركة الأجنبية.

ب. عقود المبادلات السلعية:

المبادلة السلعية واحدة من منتوجات السوق غير الرسمية والتي يجري تفصيلها وفقا لمتطلبات من يقوم لعملية تحوط ضد المخاطر، خاصة في مجال الطاقة ويغري نمو الأسواق المبادلات السلعية إلى القيام المفروضة في السوق الرسمية على المتحطين والمضاربين والتي تنطوي على عملية تنميط غير مرنة للعقود في هذه الأسواق.

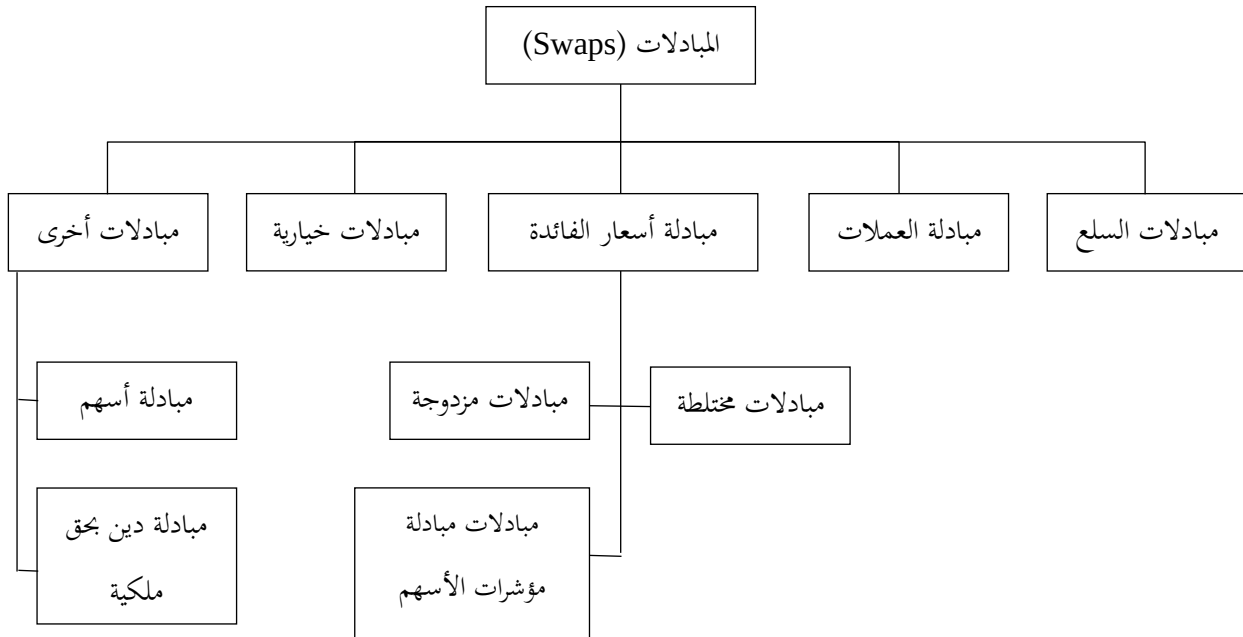
⁹⁵ - طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص 246.

ج. عقود المبادلات الاختيارية:

إذا تنفق طرفان على استخدام الخيار على إحدى المبادلات فإن ذلك يشار إليه على أنه مبادلة اختيارية وهو ما يطلق عليه **Swaption** ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات التي تشعر بالقلق من أية تغيرات مستقبلية في سعر الفائدة في غير صالحها، وكذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة ذلك أن المنشآت التي تقترض بسعر معوم عرضة دائماً لارتفاع أسعار الفائدة.

هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة، ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشرط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، فالغرض من المبادلة الاختيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكنه احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة.

شكل 04 أشهر أنواع عقود المبادلات



المصدر: بن علي بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 149.

ويدفع مشتري الخيار حامل علاوة للبائع للاستفادة من هذا الحق، وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفاً، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمنه ضد مخاطر تحرك سعر الفائدة في بيئة غير صالحة،

والطرف البائع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون ينكل تجاريا أو بنك استثمار، وتحمل هذه البنوك مخاطر تغيرات أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار.⁹⁶

د. أنواع المبادلات الأخرى:

إن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادلا لتدفقات نقدية وفقا لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات ولذلك لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن ابتكارها. ومن بين أنواع عقود المبادلات الأخرى نجد:

- مبادلة الاستحقاق المستمر
- مبادلة استحقاق الخزنة
- مبادلة أصب الدين ومبادلة حقوق الملكية
- المبادلات السلعية

6. مبادلة أسعار الفائدة.

عقود أسعار الفائدة واحدة من انواع عقود المبادلة يحدث فيها تبادل مدفوعات أسعار الفائدة.

1.6. ماهية مبادلة أسعار الفائدة.

تعريف مبادلات أسعار الفائدة:

تعتبر مبادلة سعر الفائدة من أهم أنواع المبادلات من حيث حجم المعاملات، ويتم استخدامها للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة، ويستخدمها صناع السوق كثيرا لاتخاذ مواقف التبادل التي تعكس وجهة نظرهم على اتجاه أسعار الفائدة. وتعرف مبادلة أسعار الفائدة بأنها اتفاق بين طرفين متقابلين لتبادل مدفوعات الفائدة الدورية لبعضهم البعض خلال حياة عقد المبادلة، يوافق الطرفان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة معومة بأخرى ثابتة أو بين معدلي فائدة متغيرين واستنادا إلى المبلغ الأصلي النظري. ولا يتم أبدا تبادل المبلغ الأصلي ولكنه يستخدم فقط لحساب مدفوعات الفائدة.⁹⁷

والهدف الرئيسي من استخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك مثلا عندما تتفق مؤسسة مصدرة السندات سبق وأن اصدرت سندا ولكن بكونون متغير

⁹⁶ -مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، مصر. 2001، ص131.

⁹⁷ - Brian A.Eales, Moorad choudhry, derivative instruments – A, guid to theory and practice, (Butterworth-Heinemann, London, 2003), P73.

على تبادل دفع الفائدة ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى وذلك دون المساس بالتزام أي منهما (السند). والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق أو العقد هو إن كلا منهما قد نظر للمشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي تزر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقاً لظروفها وتوقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، ورأت المؤسسة الثانية العكس وبأن مصلحتها طبقاً لظروفها وتوقعاتها تقضي استبدال معدل الفائدة الثابت وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المبادلة⁹⁸.

تعريف 2:

عقود مقايضة أسعار الفوائد من الأدوات المالية ذات الفاعلية العالية جداً، يمكن إنشاؤها بكلفة منخفضة جداً، وبكلفة أقل من كلفة أخذ قروض بأسعار فائدة ثابتة واستثمار القروض بسندات ذات أسعار متغيرة لدفع فوائد الشركة المتغيرة على سعر (الليبور أو الإيبور).

في هذه العقود، فإن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة)، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (المتغيرة)، وتحدد التغيرات في معدلات الفائدة الربح والخسارة في مبادلات أسعار الفائدة.

ويقوم عقد المبادلة على الأركان:

1- **دافع الفائدة الثابتة:** حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة لذلك يطلق عليه "دافع الفائدة الثابتة" وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني.

2- **دافع الفائدة المتغيرة:** حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة لذلك يطلق عليه "دافع الفائدة المتغيرة"، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول.

3- **معدل الفائدة الثابت:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه الطرفان ويحصل عليه الطرف الثاني مقابل أن يدفع للطرف الأول معدل الفائدة المتغير.

⁹⁸ - مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص 322.

4- **معدل الفائدة المتغير:** قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس Libor أكثر أسعار الفائدة استخداماً في عقود المبادلة وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في أسواق لندن.⁹⁹

5- **القيمة المرجعية لعقد المبادلة:** وهو مقدار افتراضي المتفق عليه بين الطرفين والذي يستخدم لحساب قيمة معدل الفائدة، ولكن لا يتم تبادلها فيما بينهما. ويجب أن يتفق الأطراف ليس فقط على تاريخ الدفع النظري لمعدلي الفائدة، ولكن أيضاً على التواريخ المرجعية أو الفترات لحساب معدلات الفائدة المستخدمة لتحديد التدفقات النقدية المتولدة عن الاتفاق.

6- **التسوية:** تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتحدد الإشارة إلى تسوية عقود المبادلة لا تتم يومياً كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت.

6.2. عقود مبادلة أسعار الفائدة:

سبق وأن أشرنا إلى أنه في عقد مبادلة أسعار الفائدة فإن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة). ويمكننا تعريف عقد مبادلة أسعار الفائدة على النحو التالي:

هي اتفاق بين طرفين لتبادل مدفوعات الفوائد على مبلغ محدد بعملة معينة والمحسوبة على أساس سعرين مختلفين للفائدة وذلك خلال فترة محددة، المبلغ المحدد في الاتفاق يسمى (**National Amount**) وهو لا يتم تبادله بين الطرفين، حيث يستخدم فقط احتساب قيمة المدفوعات المتبادلة وبالنسبة لسعري الفائدة فيكون أحدهما سعر فائدة ثابت والثاني متغير وينحصر ما يتم دفعه واستلامه بين الطرفين على الفرق في القيمة بين سعري الفائدة المتفق عليهما.¹⁰⁰

مثال توضيحي عن مخاطر أسعار الفائدة وآثارها على مصرف:

البنوك التجارية كما هو معلوم تحصل على معظم مواردها من خلال الودائع القصيرة الأجل، وهي تقوم في العادة بإقراضها بسعر فائدة ثابت، فإذا حدث وارتفعت أسعار الفائدة على الودائع (نتيجة المنافسة بين البنوك مثلاً) فسوف تتعرض المصارف للخسارة، وسبب ذلك أن المودعين سوف يطلبون فوائد أعلى على أموالهم.

هنا يثار تساؤل: كيف يمكن للمؤسسات المالية بشكل خاص) التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة؟

هناك في الواقع العديد من الاستراتيجيات التي يمكن استخدامها لتحقيق هذا الغرض:

⁹⁹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 321-322

¹⁰⁰ - مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص 131.

- مواءمة الأصول
- مبادلة أسعار الفائدة

6.3. مواءمة الأصول والخصوم (Maching Assets):

ينطوي أسلوب مواءمة الأصول على شراء أصول ملائمة لتحوط ضد مخاطر عدم القدرة على سداد الالتزامات في المستقبل. وتعتبر هذه الإستراتيجية من أبسط الاستراتيجيات لإدارة المخاطر الناتجة عن تغيرات أسعار الفائدة، ولتوضيح فكرتها ستفرض أن منشأة كان عليها التزام في صورة سندات تبلغ قيمتها 200.000 دولار تستحق بعد 15 سنة، ويمكن لهذه المنشأة الآن شراء سندات الخزنة وهي سندات خالية من مخاطر عدم السداد وتستحق بعد 15 سنة من الآن وتبلغ قيمتها 200.000 دولار، فإذا ما قامت المنشأة بشراء هذه السندات فغن ذلك من شأنه ان يمكنها من مواءمة (مقابلة) التزامها بعد مرور 15 سنة ويقال عن مخاطر أسعار الفائدة انه أو تحيدها أو التحوط ضدها. في التطبيق والواقع فإن الكثير من المواقف التي تواجهها منشآت العمال من التعقيد بحيث لا يمكن التحوط ضدها باستخدام أسلوب مواءمة الصول، فمثلا في مثالنا السابق، يمكن للمؤسسة أن لا تجد سندات لها نفس تاريخ الاستحقاق.

7. أهمية مبادلة أسعار الفائدة:

تعتبر مبادلة أسعار الفائدة أداة تحوط أكثر فعالية من أسلوب مواءمة الصول والخصوم، وسنتناول هذا ببعض التفصيل، وسنبتدئ بأركان العقد:

1.7. أركان العقد:

أ. المشتري:

يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، ويطلق عليه: "دافع الفائدة الثابتة (Fixed Payer)" ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان سعر الفائدة المتغيرة أعلى من سعر الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من البائع (المحرر)

ب. البائع (المحرر):

يمثل الطرف الثاني لعقد مبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه: "دافع الفائدة المتغيرة" (**Floating Payer**)، يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، وعلى هذا الأساس، إذا ما انخفضت أسعار الفائدة المتغيرة عن أسعار الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

ج. سعر الفائدة الثابتة:

هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه الطرفان ويحصل عليه الطرف الثاني (البائع).

د. سعر الفائدة المتغيرة:

قد يتفق طرفا العقد على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس الليبور (**Libor**) (**Interbank Offered Rate London**) أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة.

هـ. التسوية:

تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (شهري، ربع سنوي، نصف سنوي...) وتجدد إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح والخسائر في عقد المبادلة: أرباح وخسائر ورقية (**Paper Profits or Loses**)، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس سعر الفائدة المتغيرة في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بسعر الفائدة الثابت، فلو أن عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس 15 سبتمبر، فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر فائدة متغيرة قبل يوم 15 سبتمبر.

و. قيمة عقد المبادلة:

هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة قيمة عقد المبدلة نفسه من الذي يستخدم عقود مقايضة الفائدة؟ تستخدم عقود مقايضة الفائدة من قبل المقترضين الذين يرغبون في تغيير شكل ونمط أسعار الفائدة والتدفقات النقدية إلى الشكل الذي يلائم احتياجاتهم التمويلية.

المقترضين بأسعار فائدة متغيرة، يستخدمون عقود مقايضة أسعار الفائدة لحماية أنفسهم من كلفة أسعار الفوائد في أوقات ارتفاع أسعار الفوائد، بينما المقترضين بأسعار فائدة ثابتة يستخدمون عقود مقايضة الفائدة لاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة في الوقت الذي يتوقع فيه انخفاض أسعار الفائدة.

بالإضافة إلى ذلك، قد يلجأ المقترضون إلى استخدام عقود مقايضة الفائدة لتغيير هيكل الدفعات النقدية، فمثلاً دفعات الفائدة السنوية يكن تغييرها إلى دفعات ربع سنوية، أو إلى دفعات الفائدة ربع السنوية إلى دفعات نصف سنوية، وهذا مفيد عندما يكون أساس التدفق النقدي متباين.

2.7. آلية عمل مبادلات أسعار الفائدة:

يكون السعر العائم (التغير) في كثير من اتفاقيات مبادلات أسعار الفائدة هو سعر فائدة سوق نقد لندن أو سعر ليبور وهو عبارة عن سعر الفائدة المطروح بواسطة البنوك الأخرى في أسواق العملة الأوروبية، ويتم تحديد أسعار ليبور بواسطة التداول الذي يتم بين البنوك ويتغير باستمرار مع تغير الظروف الاقتصادية.

ولتوضيح آلية عمل عقود مبادلة الفائدة، نستعرض المثال التالي:

مثال عن كيفية عمل عقد مقايضة الفائدة:

افترض أن هناك مبادلة لثلاث سنوات تم الدخول فيها يوم 1 مارس 1996 حيث توافق الشركة (ب) على (أ) سعر 5% سنوياً على أصل دين وهمي أو اعتباري بقيمة 100 مليون دولار، وفي المقابل توافق الشركة (أ) على أن تدفع للشركة (ب) سعر ليبور لستة شهور على نفس أصل الدين الوهمي نحن نفترض ان الاتفاقية تنص على تبادل المدفوعات كل 6 شهور.

سوق تحدث المبادلة الأولى للمدفوعات في 1 سبتمبر 1996 بعد الدخول في الاتفاقية بعد الدخول في الاتفاقية بـ: 6 شهور، وسوف تدفع الشركة (ب) للشركة (أ) 2، 5 مليون دولار وهي الفائدة على أصل الدين البالغ 100 مليون دولار أما (أ) فتدفع لـ (ب) سعر ليبور السائد خلال الست شهور السابقة لـ: 1 سبتمبر 1996 - أي في 1 مارس 1996 وافترض أن سعر ليبور (6 شهور) في ماري 1996 هو 4، 2% فإن الشركة (أ) سوف تدفع إلى شركة (أ) سوف تدفع إلى الشركة (ب) مبلغ هو: 0×5 ، $100 \times 42 = 2, 1$

لاحظ أنه لا يوجد عدم تأكد بخصوص هذه المبادلة الأولى للمدفوعات حيث انها تتحدد بواسطة سعر ليبور وقت الدخول في العقد. وسوف يحدث التبادل الثاني للمدفوعات في 1 مارس 1997 وسوف تدفع الشركة (ب) 2، 5 مليون دولار للشركة (أ)، وسوف تدفع الشركة (أ) سعر فائدة على أصل الدين البالغ 100 مليون دولار للشركة (ب) بسعر ليبور (6 شهور) والذي كان معمولاً به قبل 1 مارس 1997 بـ 6 شهور، أي في 1 سبتمبر 1996 افترض أنه كان 4، 8% إذن سوف تدفع الشركة (أ) 0×5 ، $100 \times 42 = 2, 4$ مليون دولار للشركة (ب).

وتوجد ست مبادلات للمدفوعات في المبادلة، وهناك مدفوعات ثابتة تكون دائما 2، 5 مليون دولار ومدفوعات السعر المعلوم أو المتغير في يوم الدفع يتم احتسابها باستخدام سعر ليبور الذي كان معمول به قبل يوم الدفع بـ 6 شهور، ويتم تصميم مبادلة الفائدة بحيث يرسل أو يحول جانب الفرق بين نوعي المدفوعات للجانب الآخر.

تنقسم عقود مبادلة أسعار الفائدة إلى أنواع عدة، نذكر منها:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة.
- عقود مبادلة أسعار أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد (Caps).
- عقود مبادلة أسعار أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد (Floors).
- عقود المبادلة المختلطة (Collars).

وستتناول في التحليل التالي عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة

8. عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:

لتوضيح فكرة عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة، دعنا نفترض وجود عقد مبادلة يغطي فترة خمس سنوات ويتضمن مدفوعات سنوية على مبلغ قدره 1.000.000 دولار (مليون) كأصل اعتباري لحساب مقدار الفائدة فقط.¹⁰¹

دعنا نفترض الآن أن الطرف الأول من العقد (أ) يدخل في عقد المبادلة كطرف يدفع فائدة ثابتة بنسبة 9% للطرف الثاني (ب)، وفي المقابل فغن الطرف (ب) يتسلم الفائدة الثابتة ويوافق على دفع سعر فائدة متغير أو عائم وفقا لسعر ليبور (Libor) للطرف الأول. لاحظ أنه في مثالنا هذا أن اتفاقية التبادل تقضي بأن يدفع الطرف (أ) 9% على مبلغ إسمي قدره واحد مليون دولار (1.000.000 دولار) أي 900.000 دولار كل سنة إلى الطرف (ب)، بينما يدفع الطرف (ب) للطرف (أ) كمقدار من الفائدة

يعتمد على تحركات أسعار الفائدة المتعلقة بسعر الليبور. سنفترض أن سعر الليبور عند إبرام عقد المبادلة هو 10%

نظريا، فإن الطرفين يتبادلان أصل المبلغ أي 1.000.000 دولار، لكن عمليا فإن تبادل نفس المبلغ لا يكون له قيمة عملية، وبالتعبئة فإن المبلغ الأصلي (أي 1.000.000 دولار) لن يتم تبادله، ولكن هذا المبلغ الاعتباري ستخدم فقط لتحديد قيمة مبالغ الفائدة التي تسدد، ولكن لن يتم تبادله من طرف لآخر، وهكذا مبلغ 1.000.000 دولار يعرف بأنه المبلغ الذي تحسب على اساسه مبالغ التدفقات النقدية المتبادلة بين طرفي عقد المبادلة.¹⁰²

يمكننا الآن حساب قيمة الفرق أو المدفوعات من خلال المعادلة التالية:

$$\text{المدفوعات} = (\text{سعر الفائدة للمتغيرة} - \text{سعر الفائدة الثابت}) \times (\text{عدد الأيام} / 360) \times \text{قيمة عقد المبادلة}$$

¹⁰¹ - بن علي بلعزوز، مرجع سابق، ص 154.

¹⁰² - المرجع نفسه، ص 154.

في المثال السابق:

$$\text{المدفوعات} = 1.000.000 \times (360/360) \times (0.09 - 0.1)$$

$$\text{المدفوعات} = 10.000$$

وهذه النتيجة تعني أن يدفع الطرف (ب) للطرف (أ) مبلغ 10.000 دولار عند التسوية الأولى (في نهاية السنة الأولى للعقد) ويمكن تحليلها على النحو التالي:

- يدفع الطرف (أ) للطرف (ب) قيمة 90.000 دولار

- يدفع الطرف (ب) للطرف (أ) مبلغ 100.000 دولار

- المحصلة هي أن يدفع (ب) لـ (أ): 10.000 دولار

سنفترض الآن أن سعر الليبور في السنة الثانية من العقد أصبح: 8.75% فما هي مدفوعات السنة الثانية؟ بنفس الطريقة السابقة، نجد:

$$\text{المدفوعات} = 1.000.000 \times (360/360) \times (0.09 - 0.00875)$$

$$\text{المدفوعات} = -2500$$

هذه النتيجة تعني أن يدفع الطرف (أ) للطرف (ب) مبلغ 2.500 دولار عند التسوية الثانية (في نهاية السنة الثانية للعقد) ويمكن تحليلها على النحو التالي:

- يدفع الطرف (أ) للطرف (ب) قيمة 90.000 دولار

- يدفع الطرف (ب) للطرف (أ) مبلغ 87.500 دولار

- المحصلة هي أن يدفع (أ) لـ (ب): 2.500 دولار

نتيجة: لاحظ أنه عندما تكون أسعار الفائدة الثابتة أكبر من سعر الفائدة المتغيرة فإن المشتري هو الذي يدفع للبائع الفرق، بينما العكس عندما يكون سعر الفائدة المتغيرة أكبر من سعر الفائدة الثابتة، حيث يدفع البائع للمشتري الفرق بين الفائدتين.

9. مميزات عقود المبادلة.

هناك عدة أسباب لاستخدام هذا الكم الهائل عقود المبادلات ومن أبرزها.

- الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين.
- كما أنها منخفضة التكلفة.
- تعتبر أداة لإدارة المخاطر والتحوط، ولا سيما مخاطر تغير أسعار الفائدة ومعدلات صرف العملات الأجنبية وذلك ما سنراه لاحقاً.
- وهي تتميز بمرونة عالية، فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فتستطيع أن تصدر سندات فائدة معوم وإذا ما شعرت بالخطر فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

وهناك العديد من المزايا في التعامل بعقود المبادلة للعملات، ومن أهمها:¹⁰³

- يسمح للأطراف بالحصول على متطلبات رأس المال الأجنبي بتقليل تكلفة الاقتراض الدولي خلال الفترات الأساسية للاقتراض.
- يمكن للمقترضين من الدخول إلى مصادر جديدة التمويل، ويساعد على تثبيت أرباح العملة من القروض المتوفرة.
- يسمح للأطراف بالاستفادة من مزايا الاختلاف في سعر الفائدة بين الأسواق.
- يسمح للأطراف بتحقيق أهدافها في تحويل المطلوبات من خلال عقد المبادلة عملة بفائدة متغيرة بعملة ثابتة.
- تستعمل من قبل السلطات النقدية والمالية لتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة، وتقوم البنوك المركزية بتوفير هذه السيولة عن طريق شراء عملة أجنبية / بيع عملة محلية آتيا وبيع عملة أجنبية / شراء عملة آجلا في نفس الوقت.

جدول 07 مزايا وعيوب عقود المبادلة

المزايا	العيوب
-تحقق هيكل اقتراض بالكلف المرغوبة	-لا تخضع لرقابة السوق المنظمة
-تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة	-تنطوي على مخاطر انتمائية كبيرة
-يمكن استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية	-يصعب قياس المخاطر الناتجة
-تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين	-تكون في بعض الأحيان معقدة
-لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها	

المصدر: هاشم فوزي دباس العيادي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

¹⁰³ - حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 421.

المطلب الرابع: العقود المستقبلية:

تمهيد:

لقد حظيت العقود المستقبلية أو المستقبلية (Futures) ولا تزال باهتمام واسع من الأكاديميين والباحثين والمستثمرين على حد سواء، إذ لا زال هناك جدل وخلاف على قضايا غير محسومة منها، حالة عدم التأكد ولتقلب الحاد في الأسعار الحاضرة، فالتوقع الخاطئ لما ستكون عليه الأسعار الحاضرة في المستقبل يؤدي إلى تكبد خسائر فادحة وبالتالي التعرض إلى مخاطرة الأسعار التي لا يمكن تخفيضها عن طريق التنويع واستخدام المحفظة الاستثمارية.

1. تعريف المستقبلية وتاريخ نشأتها:

أ. مفهومها ومحلها:

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد.¹⁰⁴ وعرفه شانس: "العقود المستقبلية عقود آجلة شروطها غمطية ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة، تخضع لإجراء تسوية يومية من خلال خسائر أحد الطرفين من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاطعة لتضاف لحساب الطرف الآخر". ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن والسكر والقطن والنفط، المعادن والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية، كما يمكن أن تشمل أيضا على مؤشرات الأسواق المالية. وعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد سبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.¹⁰⁵

ب. تاريخ نشأة سوق العقود المستقبلية:

كانت البداية للأسواق الحاضرة للسلع الزراعية، حيث يتم تسليم السلعة والحصول على قيمتها على الفور بدأ ذلك في أوروبا ثم تبعها أمريكا وبالتحديد في مدينة نيويورك وبعض المدن الأخرى، كان ذلك في نهاية القرن الثامن عشر.

¹⁰⁴ - محمد مطر، إدارة الاستثمار: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة السابعة، عمان، الأردن، 2015، ص 272.

¹⁰⁵ - منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، ص 323.

مع مرور الزمن أصبحت مدينة شيكاغو مركزاً للمواصلات والتجارة وأتجه المزارعون إلى نقل محاصيلهم بمجرد جنيها إلى تلك المدينة بغرض بيعها، ونظراً للطبيعة الموسمية للمنتجات الزراعية وضعف الطاقة التخزينية المتاحة، فقد نجم عن زيادة المعروض خلال مواسم الحصاد تعرض الأسعار للانخفاض مما دفع عدد من رجال الأعمال في الأربعينات من القرن التاسع عشر في شيكاغو لتحقيق هدفين:

- **الهدف الأول:** إنشاء سوق مركزي يلتقي فيه البائعون والمشترون ويتيح لكافة الأطراف معرفة ما يدور بداخل السوق، وبما يضمن معاملة متماثلة وتسعير عادل للأصول المتداولة.

- **الهدف الثاني:** توفير كافة المعلومات عن المحاصيل وإتاحتها لكافة المداولين إضافة إلى تحديد مستويات نمطية للجودة حتى يسهل التعامل بها.

وقد تحققت تلك الأهداف وأنشئ مجلس بورصة شيكاغو للتجارة (**Bot Chicago Board of Trade**) ومع قيام البورصة أصبح من الممكن للتجار إبرام العقود التي تتضمن أركاناً أساسية في مقدمتها تاريخ التسليم ومستوى جودة الأصل والسعر ومكان التسليم—وقد أطلق على تل العقود—العقود وفقاً لتاريخ تسليم السلعة.

ولقد ساهمت تلك العقود في تخفيف حدوة اضطراب المزارعين لبيع المحاصيل خلال مواسم الحصاد بأسعار شديدة التذبذب بسبب وفرة المحصول وعدم وفرة إمكانيات التخزين، ومع ذلك أنه أصبح بالإمكان البيع والشراء طوال السنة بمقتضى عقود بتواريخ تسليم متباينة متفق عليه، لذلك ظهرت العقود الآجلة (**Forward Contracts**) التي كانت مطلباً لاحتياجات الطرفين البائعين والمشتريين وبدورها وضعت العقود الآجلة الأساس لما يسمى بالعقود المستقبلية كما نراها اليوم.¹⁰⁶

2. عناصر العقود المستقبلية وخصائصها:

تقوم العقود المستقبلية على الأركان التالية:

- **البائع:** وهو الطرف الذي التزم بتسليم الأصل محل التعاقد مقابل الحصول على السعر المتفق عليه من المشتري في التاريخ المحدد في العقد.

- **المشتري:** هو الرف الملتزم باستلام الأصل محل التعاقد نظير دفع السعر المتفق عليه في التاريخ المحدد في العقد.

- **تاريخ العقد:** هو التاريخ الذي تفق عليه طرفا العقد لإتمام عملية التبادل.

- **محل التعاقد (نوع الأصل محل العقد):** يقصد بمحل التعاقد الأصل (مادي أو مالي) المتفق على بيعه وشراؤه، يمكن أن يكون بضاعة، ورقة مالية، مؤشر، عملة...

- **تاريخ التسليم (التسوية):** هو التاريخ الذي يتفق عليه الطرفان لإتمام عملية التبادل.

- **الكمية.**

- **مكان وطريقة التسليم.**

¹⁰⁶ - بن علي بلعزوز، مرجع سبق ذكره، ص130.

- **سعر التنفيذ أو سعر التسوية:** وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقد لإتمام تبادل الأصل محل العقد.
- **كيفية تسعير العقود المستقبلية:** إذا تطرقنا إلى كيفية تسعير العقود المستقبلية فسوف نجد أنها إذا كان الموجود محل التعاقد قابلاً للتخزين، فإن سعر العقد المستقبلي يكون عادة أعلى من السعر الحاضر، وهذا الاختلاف في الأسعار يطلق عليه بالأساس **Basis** والذي يساوي:¹⁰⁷

$$\text{المعادلة (7)} \dots\dots\dots \text{سعر الأساس} = \text{السعر المستقبلي} - \text{السعر الحاضر}$$

ومن المتوقع في غالبية الأحوال أن يكون الفرق قيمة موجبة يطلق عليها بالمكافأة **Premium** أو الأساس الموجب **Positive Basis** وطالما أن الفرق يتمثل في تكلفة التخزين، فيصبح من المتوقع أن يزيد سعر العقد المستقبلي كلما **** تاريخ التسليم. وليس من الضروري أن تكون قيمة الأساس موجبة بما يعادل تكاليف الاحتفاظ **Carrying Cost** بالمخزون، إذ قد تكون قيمة الأساس أقل من ذلك ويحدث هذا إذا كان في استطاعة المنشأة التي في حاجة إلى السلعة أن تحقق مزايا من تخزين السلعة حين الحاجة إليها، تفوق العائد الذي كام يمكن أن تحققه من استثمار القيمة النقدية المعادلة لقيمة المخزون الإضافي في مجال استثماري آخر، وشراء السلعة عند الاحتياج إليها.

ومن الأمثلة على تلك المزايا انخفاض مخاطر توقف العمليات إذا ما تعذر الحصول على الكمية المطلوبة عند الحاجة إليها.¹⁰⁸ بل وقد يكون ناتج المعادلة (7) قيمة سالبة، وحينئذ يلق عليه بالأساس السالب **Negative Basis** أو الخصم **Discount**. ويحدث هذا عندما يكون المعروض من السلعة محدوداً، وهو ما يحدث قرب حصاد المحصول. هنا قد يكون السعر الجاري في السوق الحاضر أعلى من السعر في سوق العقود. وبعد فترة من الزمن يبدأ التعامل في السوق الحاضر، على محصول الموسم الجديد، فينخفض السعر في السوق الحاضر، ويتحول الأساس إلى قيمة موجبة.¹⁰⁹ وكما أن هناك علاقة بين الأسعار الجارية في السوق الحاضر وأسعار العقود المستقبلية، فإن هناك علاقة بين أسعار العقود المستقبلية التي تتباين من حيث تاريخ التسليم، وتتمثل تلك العلاقة في الفرق بين السعر ذات التاريخ البعيد، ويطلق على هذه العلاقة بالمدى **Spread** والذي توضحه المعادلة الآتية:

$$\text{المعادلة (8)} \dots\dots\dots \text{المدى} = \text{س}2 - \text{س}1$$

س1: تمثل السعر الجاري للعقد ذات تاريخ التسليم البعيد.
س2: تمثل السعر الجاري للعقد ذات تاريخ التسليم القريب.
 ويتفرع عن ذلك أن تكون قيمة س2 أعلى من قيمة س1 بما يعادل التكلفة الإضافية للاحتفاظ بالمخزون، إضافة إلى المكافأة التي يحصل عليها المضارب في المقابل تحمله لمخاطر المركز الطويل **RiskPremium** وهو ما يمكن أن نستخلصه من المعادلات الآتية:

$$\text{المعادلة (9)} \dots\dots\dots \text{س}2 = \text{س}1 + \text{ت} (ن1، ن2) + \text{ك}$$

¹⁰⁷ - هاشم فوزي، دباسي العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 78

¹⁰⁸ - بن علي بلعزور، مرجع سبق ذكره، ص 78.

¹⁰⁹ - المرجع نفسه، ص 78.

حيث أن:

ت(ن₁، ن₂): تمثل تكلفة الاحتفاظ بالمخزون بين الزمن.

ن₂: تمثل (التاريخ البعيد للتسليم)

ن₁: تمثل (التاريخ القريب للتسليم)

ك: تمثل قيمة المكافأة التي يحصل عليها المضارب في مقابل تحملة المخاطر

وعند موعد التنفيذ تكون هناك ثلاث حالات بصورة عامة هي:

الحالة الأولى: يكون سعر الموجود محل التعاقد أكبر من سعر التنفيذ عندها سيحقق مشتري العقد المستقبلي (المركز الطويل) أرباحاً

تساوي الفرق بين السعرين، وهذه الأرباح تساوي بالضبط خسارة بائع العقد المستقبلي (المركز القصير).

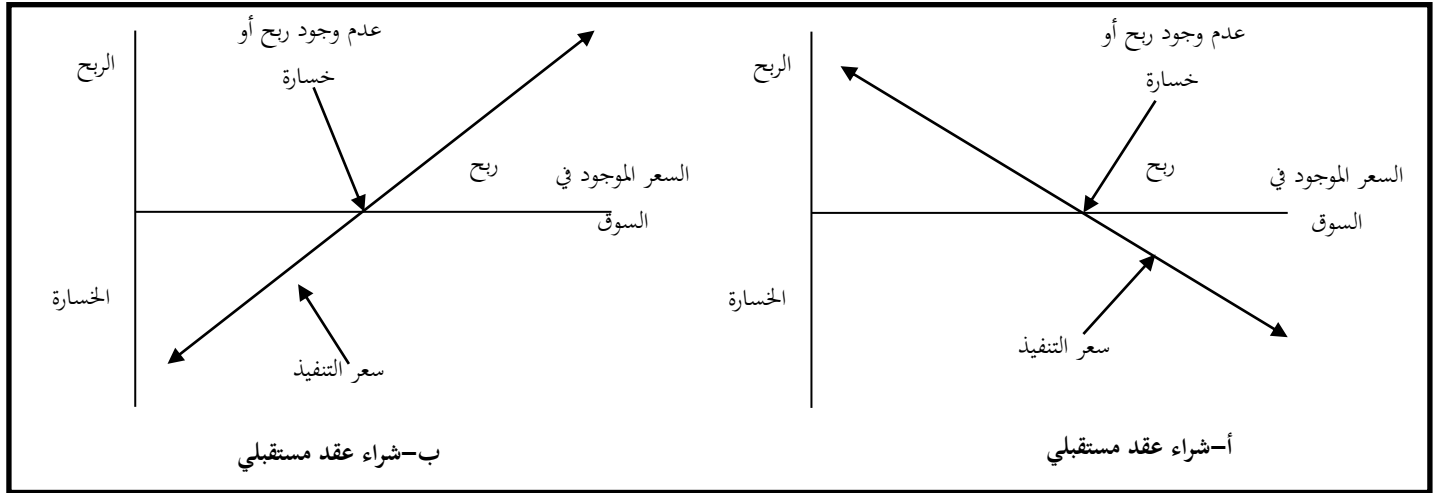
الحالة الثانية: يكون سعر الموجود محل التعاقد أقل من سعر التنفيذ عندها سيحقق بائع العقد المستقبلي (المركز القصير) أرباحاً تساوي

الفرق بين السعرين، وهذه الأرباح تساوي بالضبط خسارة مشتري العقد المستقبلي (المركز الطويل)

الحالة الثالثة: يكون سعر الموجود محل التعاقد مساوي لسعر التنفيذ وعندها لن يحقق أي من طرفي العقد أية أرباح أو خسائر.

ويوضح الشكل هذه الحالات.

شكل 05 الأرباح والخسائر في العقد المستقبلي



المصدر: بن علي بلعزور، مرجع سبق ذكره، ص 79.

ويمكن حساب العائد على الاستثمار في العقد المستقبلي لمدة واحد من خلال العلاقة الآتية:

$$r_t = (f_{pt} + 1 - f_{pt}) / f_{pt} \dots \dots \dots (10)$$

حيث أن:

$f_{pt} + 1$: سعر العقد المستقبلي عند التنفيذ

f_{pt} : سعر التنفيذ المتفق عليه

f: عائد الاستثمار للعقد المستقبلي

ولأنه لا يتم دفع مبلغ العقد بالكامل عند التعاقد، وإنما يتم الاكتفاء بدفع هامش فقط فإنه يمكن احتساب العائد على الاستثمار من خلال العلاقة الآتية:¹¹⁰

$$r_t = (f_{pt} + 1 - f_{pt})/M \dots (11) \text{ المعادلة}$$

حيث في:

M: الهامش المبدئي للعقد المستقبلي

كما يمكن احتساب السعر المستقبلي للسلع التي يتم التعامل بها بواسطة العقود المستقبلية وكالآتي:

$$\text{المعادلة (12)} \dots \text{السعر المستقبلي} = (ع + 1) \times ت$$

حيث أن:

ع: سعر الفائدة السائدة في السوق.

ن: المدة الزمنية للعقد بالسنوات.

ت: تكاليف الخزن والتأمين للسلع.

والجدير بالإشارة إلى أن السعر المستقبلي في أسواق السلع يكون أكبر من السعر الآتي بسبب ما يتضمنه من عناصر الفوائد والتكاليف.

3. خصائص العقود المستقبلية.

- فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها (**Price Risk**) إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح **Open Outcry** عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة **Clearing House** توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد.
- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط فلي تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى (**Margin**) تتراوح قيمته عادة بين 5-15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقود الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته، ومما جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

¹¹⁰ -بن علي بلعزور، مرجع سبق ذكره، ص 80.

- إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلا من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:
 - أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد.
 - أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة.
 - أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.
 - أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.
 وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعا مثل المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطس وكذلك العملات والأوراق المالية.
- لضمان توفير سوق منتظم للعقود المستقبلية بجات بورصات العقود إلى تنميط شروط التعاقد في خمسة أساسية هي:
 - **وحدة التعامل:** ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على (5000) بوشل في أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا.
 - **شروط التسليم:** وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد فمثلا في عقود أذونات الخزانة T.BILL يكون التسليم واجبا من خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في أشهر المحدد للتسليم.
 هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلية على الوصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضا.
 وتختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطيها العقد من أصل إلى آخر ففي السلع الزراعية عادة ما يغطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور.
- **حدود تقلب الأسعار** حيث تفرض أسواق العقود للتغيرات السعرية متفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحد أقصى للتغيرات السعرية التي يحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل: العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.
- **حدود المعاملات Trading Limit** أو المراكز **Position Limits** ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.
- **الهامش المبدئي** يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي Initial Margin يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5-15% من قيمة العقد.

4. كيفية سداد قيمة الصفقات في البورصات (أسواق رأس المال المنظمة):

هناك أسلوبان لسداد قيمة الصفقات: الأسلوب النقدي الكامل والأسلوب النقدي الجزئي.¹¹¹

ولا يثير الأول إشكالا أما الثاني فيقصد به في حالة الشراء قيام العميل بتمويل جزء من مشترياته نقدا والباقي يتم سداؤه بأموال مقترضة مقابل فائدة.

أما في حالة البيع فيقصد به البيع على المكشوف أي قيام العميل ببيع أسهم لا يملكها ولكن يمكن اقتراضها في مقابل تأمين يودع لدى المقرض ولا يحصل البائع على قيمة الأوراق المباعة إلا إذا أعاد للسمسار الأوراق التي سبق اقتراضها وهذا النمط من المعاملات يقوم به المضاربون عندما تنخفض القيمة السوقية للورقية المالية مثلا عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، ويعد البيع على المكشوف من أكثر الأنشطة تعقيدا في مجال البورصات.

5. وظائف أسواق المستقبلية والمتعاملون فيها:

1.5. وظائف الأسواق المستقبلية:

أ. اكتشاف السعر:

يعرف اكتشاف السعر بأنه عكس المعلومات الخاصة بأسعار السوق النقدية (الحاضرة) المستقبلية من خلال أسواق المستقبلية من خلال أسواق المستقبلية، ويتحقق ذلك من خلال ثلاثة عوامل هي الحاجة إلى المعلومات الخاصة بالسعر الحاضر في المستقبل ودقة التنبؤ بالأسعار المستقبلية من قبل أسواق المستقبلية وأداء التنبؤ بالأسواق المستقبلية بباقي أساليب البنوك الأخرى إذ أن العديد من المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو شركات أو مؤسسات حكومية يحتاجون إلى المعلومات الخاصة بالسعر المستقبلي للسلع المختلفة ومن خلال معرفة المعلومات هذه يكون من السهل التخطيط للاستثمار أو الاستهلاك المستقبلي واحد الطرق التي يمكن ان يعتمد عليها هي استخدام أسعار الأسواق.

ب. التحوط:

يعرف التحوط في أسواق العقود المستقبلية بأنه اتخاذ مركز في السوق المستقبلي معاكس للمركز المتخذ في السوق النقدي (الحاضر)، للحد من مخاطر تغير الأسعار وحماية المركز النقدي من تقلبات السعري غير المتوقعة ويعد المتحوطون من أهم عناصر أسواق المستقبلية وينظر إليهم على أنهم مالكون للسلعة او بحاجة إليها ويحاولون عن طريق صفقات السوق المستقبلي إلى تجنب مخاطرة الأسعار المرتبطة بالسلعة الأساسية.

¹¹¹ - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص 95

ج. المضاربة:

وتعرف على أنها اتخاذ مركز طويل أو قصير في سوق المستقبلية من أجل تحقيق الأرباح وتحمل المخاطرة التي يرغب المتحوطون في تجنبها أي الدخول في مركز مالي معين من أجل المساهمة في فرصة استثمارية مربحة تتعلق بتحركات مواتية في الأسعار إذ من يستخدم هذه الوظيفة هم المضاربون "**Speculator**" الذين يعتمدون على توقعاتها في تعاملاتهم في الأسواق المستقبلية. فلو إن توقعاتها تشير إلى أن أسعار العقود المستقبلية على سلعة ما بتاريخ تسليم ما ستكون أقل من السعر التي ستكون عليه السلعة محل التعاقد في السوق الحاضر في تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي نفسه فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود أي يتخذون مركزا طويلا عليها، ويصبح العكس.

د. المراجعة:

تنطوي المراجعة على تحقيق أرباح خيالية من المخاطرة من خلال الدخول في مبادلات وبوقا متزامن في سوقين مختلفين أو أكثر، وذلك بشراء السلعة بسعر منخفض وبيعها بسعر مرتفع فعندما تكون أسعار العقود المستقبلية في أسواق المستقبلية أعلى من أسعار السلعة الأساسية في السوق الحاضر، فإن المراجع سوف يتخذ مركزا طويلا (شراء) للسلعة في السوق الحاضر ويتخذ مركزا قصيرا (بيع) في السوق المستقبلي ومن ثم تحقيق أرباح خالية من المخاطرة. إن نشاط المراجعة جزء أساسي لعمل الأسواق المستقبلية إذ أن تسعير العقود المستقبلية يفرض علاقة ما بين السعر النقدي في السوق الحاضر والسعر المستقبلي في أسواق المستقبلية، وهذه العلاقة تفرض أن سعر العقد المستقبلي في أسواق المستقبلية، وهذه العلاقة تفرض أن سعر العقد المستقبلي يساوي السعر الفردي المتوقع في تاريخ التنفيذ، لذلك فإن أية مخالفة لهذه العلاقة تولد فرصة للمراجعة وحينها ستكون الأسعار بعيدة عن السعر النظري العادل.

2.5. المتعاملون في أسواق المستقبلية:

ينظم المشاركون في سوق العقود المستقبلية إلى عدة أقسام وهم كما يلي: المتحوطون، المضاربون، التجار الأساسيين (**Floor Traders**).

أ. المتحوطون:

هم عبارة عن أشخاص وشركات تقوم بشراء وبيع عقود مستقبلية بنفس الوقت لهدف تثبيت السعر على مستوى معين ومن ثم تصفية ما لا تحتاجه أو استهلاك ما يزيد عن المطلوب لاحقا، وبشكل عام يمكننا القول أن المحتاطون هم من يكون عندهم أو يخططون للحصول على بضائع مستقبلية نقدا، بهذه الطريقة يكون المحتاطون قد أمنوا أنفسهم من مخاطر تقلب الأسعار في المستقبل القريب

ومن جهة أخرى يكونوا قد حددوا تكلفة الإنتاج والسعر الذي سوف يتم طرحه لتلك المنتجات، لذا فغن المحتاطون قد أمنوا فرص تحقيق مكاسب من تغير الأسعار إن كانت في اتجاه رغبتهم وتقليل مخاطر تغير الاتجاه العام للسعر.

ب. المضاربون:

هم ما يسمى بالمتداولين بشكل عام والراغبين بالحصول على أرباح المدى القصير من خلال بيع وشراء العقود المستقبلية نتيجة لصعود وهبوط سعر عقد مستقبلي لسلمة معينة، ففي حالة توقع سعر عقود النفط الخام المستحقة بعد شهرين مثلاً للأعلى نتيجة انخفاض توريد النفط الخام من دولة معينة بسبب مشاكل سياسية، فغن المضاربين أو المتداولين يقومون بطلب أكثر على تلك العقود نتيجة لتوقع ان الأسعار سوف ترتفع وذلك لغاية الحصول على مكاسب سريعة خصوصاً أن تداولهم هو على المدى القصير – ليوم واحد.

وينقسم المضاربون إلى أربعة أقسام:

- متداولو أسعار (Position Traders)
- متداولون يوميون (Day Traders)
- متداولو النقاط (Scalp Traders)
- متداولو الفروق (Spread Traders)

ج. التجار الأساسيون (Floor Traders):

التجار الأساسيون هو الأشخاص الذين يقومون بعمليات البيع والشراء الأساسية الخاصة بالعقود المستقبلية لمصلحتهم و/أو الشركات التي يمثلونها، فهؤلاء هم من يقومون بتوفير السيولة وكميات العرض والطلب وأسعار السلع المستقبلية في السوق بشكل عام.

6. أنواع العقود المستقبلية:

- العقود المستقبلية على الأسهم: هو إنفاق لشراء أو بيع الأسهم بسعر ثابت في تاريخ مستقبلي.
- العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت: وهي العقود على أسعار الفائدة عقد إلزامي بين المشتري والبائع على تسليم أصول مالية مفروقة بالفوائد.
- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، مثل Dow Jones و(S & PSOO) (يختلف كل مؤشر وطريقة حسابه من سوق إلى آخر)
- العقود المستقبلية على أسعار الصرف: ابتكرت عدة أساليب من مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار العملات الأجنبية ومن هذه الأساليب إبرام العقود المستقبلية لشراء أو بيع العملات ويتم تداولها في سوق النقد الدولي.

المطلب الخامس: العقود الآجلة:

مفهوم العقود الآجلة في الأسواق المالية ما بين المؤسسات لا يخرج عن المفهوم البسيط، إذ هو عقد بين طرفين يلتزمان بموجبه باستلام أو تسليم كمية من أصل معين بسعر في زمان محدد ومكان محدد الأصل، يمكن أن تكون سلعة معينة كالسكر أو معدن كالذهب....

1. ماهي العقود الآجلة:

على الرغم من أنه جرت دائما التفرقة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية على أنهما شيئا مختلفان، إلا أنهما في الحقيقة وفي الأصل شيء واحد، فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحا عقود آجلة، غير أنه تم التمييز بين تلك العقود التي تجري ترتيباتها من خلال السوق غير الرسمية وتلك العقود التي يتم عقدها من خلال السوق الرسمية.

ومن أهم التطورات التاريخية التي مرت بها العقود الآجلة تعريفها وأهم خصائصها مع إبراز أوجه الاختلاف بينها وبين عقود الخيار.

2. التطور التاريخي للعقود الآجلة:

في الستينات كانت السوق الآجلة مرتبطة بحركة السلع وبظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الصول التقليدية كالأسهم والسندات، ولم بعد لهؤلاء حاجى إلى امتلاك الأصول المادية محل التعاقد حيث لم يعد التسليم أمرا ملزما ويكتفى بالتعويض أو التسوية النقدية، ويكفي للدلالة على ذلك ما أثبتته بعض الكتب الغربية أن أقل من 2% من العقود المستقبلية يجري تنفيذها في أسواق العقود المستقبلية حقيقة يحاول البعض إخفاؤها وهو أن أسواق العقود المستقبلية والخيارات قد لعبت دورا مدمرا في إحداث الانهيار الذي اجتاحت الأسواق العالمية 1987 والذي كان أشد سوءا في إحداث الانهيار الذي اجتاحت هذه الأسواق عام 1929.

وذهب بعض الكتاب الغربيين وهم بصدد توجيه النقد للعقود الآجلة بأنها من قبيل القمار المقنن بل ذهب البعض الآخر في انتقادهم للأدوات التي يجري التعامل عليها في أسواق البيوت الآجلة والمستقبلية إلا أن العديد من الابتكارات لم تكون سوى بدعة أو كذبة كبرى مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية يقصد الترويج.¹¹²

¹¹² - رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر 2005، ص82.

3. تعريف العقود الآجلة وأنواعها:

العقود الآجلة إحدى الأدوات المالية المشتقة التي يتم من خلالها شراء أو بيع الأصول المختلفة في تاريخ مستقبلي وهي:

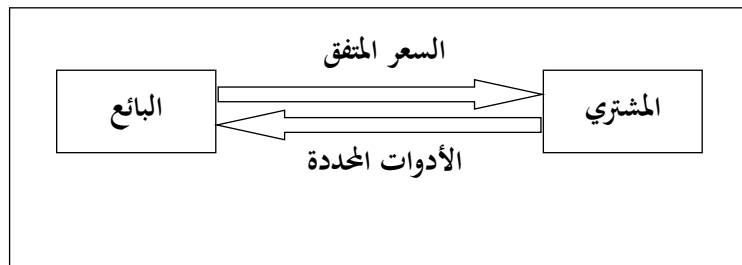
1.3. تعريف العقود الآجلة:

هي اتفاق تعاقدى بين مشتري وبائع لتبادل أصل معين مقابل مبلغ في وقت لاحق مستقبلا وبسعر يحدد الآن ويتفق في هذا العقد على مواصفات الأصل من حيث الجودة والتصنيف والنوعية وطريقة ومكان التسليم والسعر ووسيلة السداد ويتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري. ولذلك فإن المشتري يوافق اليوم على شراء أصول معينة في المستقبل، والبائع يوافق على تسليم تلك الموجودات في ذلك التاريخ، وتعتبر العقود المستقبلية هي عقود آجلة موحدة ومنمطة يتم تداولها في البورصة.

وهي أبسط شكل من أشكال عقود المشتقات فالعقد الآجل هو اتفاق بين طرفين على شراء/بيع كمية محددة من الموجودات في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد بين طرفي العقد الآجر، ويفترض وجود المشتري صاحب المركز الطويل ويوافق على شراء عدد من الأصول الأساسية في تاريخ مستقبلي للحصول على سعر معين، من الطرف الآخر في العقد وهو صاحب المركز القصير (البائع) ويوافق على بيع الأصول في نفس التاريخ وينفس السعر. وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة.

لذلك يمكن القول أن العقود الآجلة قد ظهرت منذ زمن طويل وهناك دلائل تاريخية على ظهورها وخاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع والحبوب والأرز، فخلافا لأسواق الخيارات، فليس لدى هذه الأسواق ما تقدمه من تسهيلات، إذ ليس لهذه السوق وحتى وقتنا هذا مبنى أو كيان رسمي منظم كالسوق الرسمية، لذلك فغن التغيرات الجذرية التي حدثت في الأسواق المالية خلال السنوات الثلاثين الماضية قد خلفت حاجة حقيقة لأدوات مالية تسمح للمشاركين في السوق بالتعامل معها، والشكل الموالي يوضح شيء من التفصيل في ذلك.

شكل 06 يوضح كيفية التعامل بالعقود الآجلة



المصدر: رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر 2005، ص 82.

2.3. أنواع العقود الآجلة:

هناك نوعين رئيسيين للعقود الآجلة وهما:

أ. العقود الآجلة لأسعار الفائدة:

وهي العقود الآجلة التي تم ربطها بأدوات الدين، وتنطوي على بيع/شراء مستقبلا صد الدين، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة الصك ويتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت بعدها سعر الفائدة من تاريخ العقد الآجل وحتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة، ولها أبعاد عدة يجب أن يحويها العقد:

- تحدي مواصفات صك الدين الفعلي الذي سيتم تسليمها في تاريخ التنفيذ؛
- كمية من صك الدين؛
- كما يتم تحديد السعر (سعر الفائدة) على صد الديون؛
- التاريخ الذي سيتم تسليم فيه الأداة.

ونستخدم هذه العقود كثيرا للتحوط، ولفهم ذلك نفرض ان هناك عقد بيع آجل بين البنك الوطني الأول **FirstNational Bank** وشركة التأمين الصخرة الصلبة **Rock Solid Insurance Company** لسنة واحدة اعتبارا من اليوم بقيمة إسمية 5 ملايين دولار من سندات الخزانة (بها كوبونات بمعدل 6% والتي تستحق في 2023) وبنفس سعر الفائدة على هذه السندات.

ولكن لم يريد البنك الوطني الأول أن يدخل في هذه العقد الآجل منع شركة التأمين الصخرة الصلبة في المقام الأول؟ لنفرض أنك مدير البنك الوطني الأول وأنت تدرك جيدا أنك عرضة لخطر تغيرات معدل الفائدة، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة سوف تقع، مما يؤدي إلى خسارة كبيرة في رأس المال الذي قد يكلفك وظيفتك. كيف يمكنك التحوط من هذا الخطر؟ لذلك ترى أنه يمكن تعويض مركزكم طويل في هذه السندات بمركز قصير بالعقد الآجل وبنفس القيمة، ونتيجة لذلك فإنك توافق مع طرف آخر الدخول في هذا العقد، وبذلك فقد قمت بالتحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة بنجاح عن طريق تأمين أسعار السندات في المستقبل، وتزيل خطر تغيرات في أسعار الفائدة.

ولماذا شركة التأمين الصخرة الصلبة ترغب الدخول في عقود آجلة مع البنك الوطني الأول؟ فشركة التأمين الصخرة الصلبة تتوقع تلقي أقساط بمعدل 6% في غضون عام واحد، ولكنها قلقة من ان أسعار الفائدة على هذه السندات سوف تنخفض بين الآن والعام القادم. وعن طريق استخدام العقد الآجل، فغنها قادرة على تأمين معدل الفائدة 6% على سندات الخزينة التي سيتم بيعها لها من قبل البنك الوطني الأول.¹¹³

¹¹³ - Frederic Mishkin, op. cit, P310.

ب. العقود الآجلة لأسعار الصرف:

وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ أجل ويسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلاً نظراً للالتزام بسعر تم تحديده مسبقاً.¹¹⁴

وتعتبر سوق العقود الآجلة للعملات من أكثر الأسواق نشاطاً، ويطلق عليها سوق بين البنوك "Interbank Market"، وقد نمت هذا السوق نتيجة لتعويم العملات في أوائل السبعينات وتشمل مئات البنوك حول العالم يمثلون أنفسهم أو عملائهم. ويعتبر هذا السوق كبير جداً خاصة من حيث الصفقات فهي تكون ذات أحجام كبيرة وغير عادية خاصة للمستثمرين الفرديين.¹¹⁵

4. خصائص العقود الآجلة، إيجابياتها وسلباتها:

تتمتع العقود الآجلة بعدة خصائص تميزها عن غيرها من العقود تستمد منها إيجابياتها وكذا أيضاً سلباتها.

أ. خصائص العقود الآجلة:

ويمكن تلخيص هذه الخصائص كالتالي:

1. تلك العقود عقود شخصية بتفاوض الطرفين على شروطها بما يتفق وظروف كل منها، وعند تاريخ الاستحقاق لا بد من تسويتها عن طريق تسليم الأصول محل العقد.
2. تتداول هذه العقود في الأسواق غير المنظمة (أي خارج البورصات)، كونها عقود شخصية أي تكون مباشرة بين الطرفين ويتم تخصيصها وفقاً لاحتياجات الطرفين، ولذلك فهي تتمتع ببعض المرونة كما تتمتع أسواق العقود الآجلة بخصوصية عدم تداول تلك العقود، نقص في السيولة ومخاطر الطرف المقابل وهي من السلبيات الرئيسية لعقد الآجل.¹¹⁶
3. هي عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منها على مكاسب وخسائر نتيجة للتغيرات في قيمة المركز المالي المرتبط بتلك العقود، كما تعتبر هذه العقود عقود خطيرة أي أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الوصل المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق ربح لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماماً.¹¹⁷
4. تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من المخاطر التالية:
- مخاطر الائتمان.

¹¹⁴ - بن رضوان سمير عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره، ص6.

¹¹⁵ - Don M. Chance, Robert Brooks, Op. cit, P256.

¹¹⁶ - Gaurav Dhingra, an understanding of financial derivatives, op. cit, P 978.

¹¹⁷ - عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة، مصر، 2008، ص 113.

- مخاطر العجز عن السداد.
- تتحقق قيمة العقد الآجل عند انتهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات بداية التعاقد أو خلاله.¹¹⁸

ب. المميزات الرئيسية للعقود الآجلة:

تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:

- المرونة حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف.
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فغنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.
- تتضمن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز عن السداد وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته.
- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.
- تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ إنهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

ج. تسعير العقود الآجلة:

ما المقصود ابتداء بسعر العقد الآجل؟

ما يقصد بسعر العقد الآجل سعر الأصل (محل التعاقد) عند التسليم والذي يتم تحديده في بداية العقد، الأصل يمكن أن يكون سلعة أو عملة أو أصلا ماليا (سهم أو سند) الطرف الذي يحدد السعر هو البائع (ماسك المركز الطويل)، بينما المشتري (ماسك المركز القصير) فهو الذي يدفع السعر في تاريخ مستقبلي محدد سلفا.

عند بداية العقد الآجل، فإن سعر العقد الآجل يجعل قيمة العقد مساوية إلى الصفر

$$F_0 = S_0 e^{rt}$$

¹¹⁸ - المرجع نفسه، ص ص 133-134.

يمكن تعريف سعر العقد الآجل باستخدام الصيغة السابقة

حيث:

S_0 : تمثل السعر الجاري (الحاضر) للأصل

F_0 : السعر الآجل للأصل عند الزمن (t)

إن اتجاه مركز (سواء كان قصيرا أو طويلا) ب استخدام عقد آجل هو لعبة صفرية (مجموع أرباح وخسائر طرفية مساوية للصفر)¹¹⁹

مثال توضيحي عن كيفية عمل مدفوعات العقود الآجلة

- لنفترض أن شخصا ما يرغب في شراء بيت خلال فترة سنة من الزمن في نفس الوقت، ولنفترض كذلك أن شخصا آخر يمتلك بيتا قيمته 100.000 دولار يرغب في بيعه خلال فترة سنة من الزمن.
- كلا الطرفين يرغبان في الدخول في عقد آجل، لنفرض أن الطرفين قد قبلا بيع البيت بعد سنة من الان بسعر 104.000 دولار.
- طرفا العقد يكونان قد دخلا بذلك في عقد آجل
- الطرف الأول والذي قام بالشراء (شراء الأصل) يقال عنه أنه قد اتخذ مركزا طويلا من العقد الآجل، ومن جهة أخرى، فإن الطرف الآخر يكون قد اتخذ مركزا قصيرا.
- لنفترض أنه في نهاية الفترة (بعد سنة)، فغن السعر السوقي للبيت أصبح 110.000 دولار.
- إذن لأن الطرف الأول ملزم بيع البيت فقط بـ 104.000 دولار للطرف الثاني فإن الطرف الثاني يكون قد حقق ربحا مقداره 6.000 دولار، وتفسير ذلك هو انه سيشترى البيت بـ 104.000 ومن ثم يبيعه بسعره السوقي حالا 110.000 دولار.
- في مقابل ذلك، فغن الطرف الأول حقق خسائر (ممكنة) بقيمة 6.000 (لأنه كان من الممكن بيع البيت حالا بقيمته السوقية أي بـ 110.000) وربحا حالبا قدره 4.000 دولار

د. أهم وجوه الخلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية:

من خلال ما سبق نجد ان العقود الآجلة والعقود المستقبلية هما شيئان متماثلان، ولكن التمييز يكمن في أن العقود المستقبلية يتم عقدها من خلال السوق الرسمية وهي منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، وعقودها جميعا نمطية، ولا تخضع لتفصيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق غير الرسمية التي يجري على مستواها عقد إبرام العقود الآجلة والتي تخضع لتفصيلات واحتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها.

¹¹⁹-John C. Hull (2000), Option, futures and other derivatives, prentice-HALL

وجود وجوه أخرى للاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية والتي نتجت عن إخضاع هذه العقود للقواعد والقوانين الحاكمة للتعامل في الأسواق الرسمية لا يغير من طبيعة هذه العقود من حيث كونها جميعاً عقوداً آجلة.

وقد ذهب صندوق النقد الدولي إلى تأكيد هذه الحقيقة من خلال الدراسة التي أعدها عن المشتقات المالية بقوله: "إن العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في سوق منظمة يطلق عليها (العقود المستقبلية)". وتشير هذه الدراسة إلى وجوه التقارب الشديد بين كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

✓ أن كليهما من العقود الملزمة.

✓ أن كل عقد منهما لا يتوقف على غيره.

وفيما يلي نوجز أهم العناصر المختلفة بين العقدين:

1. بينما يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية فغنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.
2. العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها خلافاً للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقاً لرغبة وتفضيلات المتعاقدين.
3. العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقاً لحركة واتجاهات الأسعار وسعر التسوية الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة يومياً حيث يتم تقويم وتحديد الفرق لمركز كل من المتعاقدين بين سعر التسوية الحالي (الذي يمثل متوسط أسعار اليوم) وسعر التسوية لليوم السابق وذلك من خلال التسوية اليومية، أما العقود الآجلة فرغم أن جمهور الكتاب يذكرون أن هذه العقود لا تخضع للتسويات اليومية إلا أنه ورد في أحد المراجع أن العقود الآجلة قد تخضع وقد لا تخضع لنظام التسوية اليومية، أن ذلك يتوقف على رغبة طرفي العقد.
4. في العقود المستقبلية يقوم طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كوسيط وضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقود الآجلة في إيداع هذا التأمين.
5. خلافاً للعقود الآجلة فإن العقود المستقبلية غير ملزمة رغم أن أغلب الكتاب يتفقون على أن كل من العقود الآجلة والمستقبلية.

هـ. الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

يمكن تناول أهم الاختلافات في الخصائص ومزايا وسلبات التعامل بالعقود الآجلة أو العقود المستقبلية من خلال الجدول التالي:

جدول 08 المقارنة بين خصائص العقدين الآجل والمستقبلي

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	نمطية وتداول في سوق منظمة هي البورصة
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد	تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.
ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد	-نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. -عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها. -لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهم.	غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، وكل بائع تكون هي المشتري منه.
تسليم الأصل	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	لا ينتهي العقد بالتسليم الفعلي فأغلب حاملي العقد يغلقون مراكزهم قبل الاستحقاق.
التسوية المكاسب	تتم تسوية نهائية للعقد الآجل في تاريخ التنفيذ	تتم بتسوية يومية، إذ تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم، ويحدد الفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ إما أن يكون مكسبا فيضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب
سوق العقد	يتم تداول العقود الآجلة في الأسواق غير المنظمة OTC	يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة
المزايا	-مرونة في التفاوض على أي ش روط مرغوبة من طرفي العقد -سهولة الاستخدام	-تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة بالمقارنة مع العقود الآجلة. -تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة فأي طرف إذا رغب في تصفية موقعه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول.
العيوب	-يتعرض أطراف العقد الآجل إلى مخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته. -أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.	لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة.

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-الحاسبة)، مرجع سبق ذكره، ص122.

المطلب السادس: دراسة نماذج لمنتجات مالية تقليدية

- **نماذج تقييم الأسهم:** بعدما اعتبرنا الأسهم أداة استثمارية مهمة ومحركة للاستثمار في سوق رؤوس الأموال المالية، فعملية الاستثمار فيها تتطلب على التحليل والتقييم الدقيق الذي يمكن من الوقوف على قيمها الحقيقية. ويمكن بلوغ القيمة الحقيقية للسهم من خلال جملة نماذج تقوم على مبدأ عام مفاده أن القيمة الحقيقية لسهم تساوي جملة التدفقات النقدية المستحقة. وتتمثل هذه النماذج في:

✓ النموذج الأساسي.

✓ نموذج جوردن وشابيرو **GORDEN SHAPIRO**

✓ نموذج باتش **BATES**

✓ النموذج المتعدد المراحل **MULTIPHASES**

أ. **النموذج الأساسي:** ويعرف أيضا بنموذج النمو الصفري أو نموذج التوزيعات الثابتة ويعبر عن الحالة التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حامله الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بما يعني أن النمو الدوري لها يساوي الصفر. فالقيمة الحقيقية وفقا لهذا النموذج تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن - فترة الحياة - إضافة إلى القيمة الحالية للسعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية فترة الحياة. وبما أن السعر المتوقع أن يباع به السهم في نهاية فترة هو نفسه مجموع التوزيعات المستحقة بعد نهاية الفترة حتى ما لا نهاية، باعتبار أن حياة المؤسسة صاحبة السهم غير نهائية، وفق ما يلي:¹²⁰

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

وبما أن: $D_3=D_2=D_1=D_t$...

$$P_0 = D_1 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{r}$$

حيث أن: P_0 : القيمة الحقيقية للسهم. D_1 : توزيعات الفترة K . r : معدل الاستحداث.

ب. **نموذج جوردن وشابيرو **GORDEN SHAPIRO****

¹²⁰ حيرش عبد القادر، مطبوعة الهندسة المالية موجهة لطلبة السنة الثالثة، تخصص: مالية البنوك والتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، الجزائر، 2018/2017، ص 85.

ويسمى أيضا بنموذج النمو الثابت لأنه عندما يتوقع أن تكون التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم تزداد وفق معدل نمو ثابت حتى نهاية فترة الحياة n -تؤول إلى مالا نهاية-، ومن خلال هذا النموذج يمكن الوصول إلى القيمة

لحقيقية للسهم من خلال العلاقة الموالية:

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n}{r-g} \right]$$

وبما أن n تؤول إلى ما لا نهاية نجد أننا سنكون أمام حالتين:

حالة: $r > g$ فإن القيمة $\left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n$ تؤول إلى 0 ومنه تكون: $P_0 = \frac{D}{r-g}$

حالة: $r < g$ فإن P_0 تكون غير معرفة، وهذا أمر واقعي خاصة إذا علمنا بأنه من المستحيل أن نجد مؤسسة تنمو بمعدل نمو الاقتصاد، لأن معدل الاقتصاد ينعكس في n بينما معدل نمو المؤسسة ينعكس في g .

وحتى تكون المؤسسة بصدد النمو الثابت للتوزيعات يجب توفر جملة من الشروط:¹²¹

- ✓ نمو المؤسسة يكون ممولا ذاتيا.
 - ✓ مردودية استثمارات المؤسسة لا يجب تتطور.
 - ✓ معدل توزيع الأرباح يجب أن يبقى ثابتا.
- في ظل هذه الشروط يمكن الوصول إلى القسمة الحقيقية للسهم وفق صيغة جديدة كما يلي:

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r-g} \quad D_1 = B_1 q \quad ; \quad B_1 = E_0 R$$

حيث:

B_1 : الربح في نهاية السنة 1 ($t=1$): q : الأرباح الموزعة

R : مردودية الأموال المستثمرة من طرف المؤسسة.

E_0 : الأموال الخاصة في بداية الفترة 1 ($t=1$) مقسومة على عدد أسهم المؤسسة.

¹²¹ حيرش عبد القادر، المرجع السابق، ص 86

$$P_0 = \frac{E_0 R q}{r - R(1 - q)}$$

$$g = R(1 - q)$$

وباعتبار:

ت. نموذج باتش **BATES** : وهم نموذج يقوم بتقييم السهم انطلاقاً من مضاعف ربحيته الذي يعطى بالعلاقة الآتية:

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

حيث: **BPA**: الربح الصافي للسهم.

ويعتبر مضاعف الربحية **Price Earning** مؤشر يدل على مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للسهم، ويستخدم بكثرة من طرف المختصين و محلي أسواق الأوراق المالية، ولتحديد فرص الشراء المناسبة، فهم يعتبرون الأسهم ذات مضاعف الربحية الضعيف بالنسبة لمعدل السوق - النسبة المعيارية للسوق - مسعرة بأقل من قيمتها في السوق، وبذلك تمثل فرصة استثمارية.

وكما تحصلنا على مضاعف الربحية في الفترة (1)، نستطيع أيضاً الحصول على مضاعف الربحية في الفترتين وفق الصيغة الآتية التي تقوم على الفرضيات التالية:

- الأرباح تنمو بمعدل g ثابت حتى التاريخ n .

- معدل توزيع الأرباح ثابت.

ومن ثم يكون سعر السهم:

$$PER_N = PER_0 \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^N - \frac{q}{0.1} \frac{1+g}{g-r} \left[1 - \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^N \right] \cdot 0,1$$

ث. **النماذج المتعددة المراحل**: وهي نماذج تقوم على مبدأ مفاده أن التوزيعات تنمو بمعدلات غير عادية، ويتم تناول هذه النماذج وفقاً لما يلي:

ث1. النموذج ذو المرحلتين (ثنائي الأطوار): هذا النموذج يعالج للقيمة الحقيقية للسهم الذي تتميز توزيعته بالتغير وفق مرحلتين، كل مرحلة لها معدل خاص بها، ويمكن صياغة المعادلة التي تمكن من تقييم السهم وفق هذا النموذج، كما يلي:¹²²

¹²² حيرش عبد القادر، المرجع السابق، ص 87.

$$P_0 = D \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^T}{r-g} \right] + \frac{D(1+g)^T (1+g^2)}{(1+r)^T (r-g^2)}$$

ث2. التوزيع المتعدد المراحل (ثلاثي الأطوار): وفق هذا النموذج فإن "مولودوفسكي" MOLODOVSKY يرى أن القيمة الحقيقية للسهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات أثناء المراحل الثلاث للنمو، أي القيمة الحالية أثناء مرحلة النمو المرتفع، مضاف إليها القيمة الحالية للتوزيعات خلال مرحلة التحول -مرحلة النمو المنخفض تدريجياً وهو غير ثابت- بالإضافة إلى القيمة الحالية للتوزيعات في المرحلة الثالثة -مرحلة النمو المستقر التي تستمر إلى ما لا نهاية- ، ويمكن التعبير عن القيمة الحالية وفق النموذج كما يلي:

حيث:

$$P_0 = \frac{D}{r-g} \left[1 - \left(\frac{1+g}{r-g} \right)^T \right]$$

$$+ \frac{D(1+g)^{T-1}}{(1+r)^T} \sum_{j=1}^{T-1} \frac{\Pi^1_{j-1} g(j)}{(1+r)^j} + \frac{D(1+g)^{T-1} \Pi^1_{T-1} g(j)}{(1+r)^{T+n}} X \frac{1}{r-g_2}$$

g_1 : معدل النمو المرتفع g_2 : معدل النمو المستقر

$G(j)$: النمو المنخفض تدريجياً T : فترة النمو المرتفع N : فترة النمو المنخفض تدريجياً

ث3. نموذج هولت HOLT: يعتمد هذا النموذج على تحديد فترة نمو التوزيعات المعطاة للمساهمين، كما يقوم بمقارنة مضاعف الربحية للمؤسسة مع مضاعف الربحية للسوق وذلك وفق العلاقة الموالية:

$$\frac{PER}{PER_0} = \frac{B_0}{B} X \frac{(1 + R + C)^N}{(1 + R + C)^N}$$

ث4. نموذج ويت باك وكيسور: يعتبر هذا النموذج ان مضاعف الربحية تم تحديده على أساس متغيرات وصفية تترجم قيمة المؤسسة، ويصاغ هذا النموذج وفق العلاقة التالية:¹²³

$$PER_s = a + a(P_1X + P_2Y + P_3\Box + \mathcal{E})$$

حيث يفترض أن المؤسسة في مرحلة نمو و $Y X 0$ خصائص المؤسسة.

ث5. نموذج T ل ESTEP:

$$\frac{\Delta PB}{PB} = \frac{PB_e - PB}{nPB} \quad T = g + \frac{R - g}{PB} + \frac{\Delta PB}{PB} (1 + g)$$

¹²³ حيرش عبد القادر، المرجع السابق، ص 88.

الفصل الرابع الهندسة المالية الإسلامية

المطلب الأول الهندسة المالية الإسلامية

إن مفهوم الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثا نسبيا من جيب المصطلح والتخصص. وتعتبر معظم تعاريف الهندسة المالية إلى الآن تلك المستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أر مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية التقليدية. وإذا كان هذا المفهوم في المالية التقليدية يحتاج إلى ضبط، خاصة من الناحية الأكاديمية، فمن باب أولى في المالية الإسلامية الحديثة. لهذا نحاول هذه الورقة البحثية بعد التعريف بتاريخ الهندسة المالية، تحديد مفهومها وكل ما يتعلق بها بداية بخصائصها، ومرورا بأسباب الحاجة إليها، ومن ثم أهميتها في المالية الإسلامية، وتميزها عن نظيرتها التقليدية، وانتهاء بأسسها العامة والخاصة. كما تتناول الورقة تعرضا لأهم منتجات صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية.

أصبحت التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار السلع و أسعار الفائدة و أسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات أحد الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد نتجت هذه التقلبات عن تغيرات هيكلية شهدتها هذه الاقتصاديات في منتصف ونهاية السبعينيات والتي منها تعويم أسعار الصرف والتغير في السياسات النقدية من استهداف استقرار أسعار الفائدة إلى استهداف نمو القاعدة النقدية، وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال. وقد شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها و عرضها للإفلاس. لذلك نشطت المؤسسات في تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة هذه المخاطر أو التحوط منها... وهذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية هو ما يعرف بالهندسة المالية. و يتضح من ذلك أن مصطلح الهندسة المالية يعتبر حديثا، والعامل الذي سهل البدء في استخدام الهندسة المالية بالإضافة إلى التقلبات المشار إليها هو إدخال الحاسبات وتقنيات الاتصال أو ما يعرف بتكنولوجيا الإعلام والاتصال. هذه الأخيرة ساعدت على تخفيض أوقات المعاملات وتكاليفها. فالهندسة المالية تعتبر بذلك الأداة الأنسب التي يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها منشآت الأعمال. وتسعى الهندسة المالية إلى قيام منشآت الأعمال بصفة عامة و المؤسسات المالية (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، الإدارات المالية بشكل خاص برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أرباح الأسهم، أسعار الأسهم، حجم التداول ..). أي محاولة جعل هذه التغيرات مفيدة بدلا من اعتبارها مصدر خطر عليها.

1- الحاجة إلى الهندسة المالية الإسلامية

تبرز الحاجة إلى الهندسة المالية الإسلامية، في البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب:

الجنب الأول:

إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل وإن كانت معدودة لكنها منضبطة ومحددة؛ وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبى احتياجات الناس بصورة كفؤة اقتصاديا يظل مرهونا بعدم منافاته لهذه القواعد، وفي نفس الوقت ادراك وتقدير لاحتياجات

الناس الاقتصادية، والجمع بين هذين قد يتطلب قدرا من البحث والعناية؛ حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، فالهندسة المالية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء القواعد الشرعية.

الجانب الثاني:

تطور التعاملات المالية في العصر الحاضر، وتزايد عوامل المخاطرة، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، ويزيد من الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

الجانب الثالث:

وجود المؤسسات الرأسمالية، ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فأصبح من الضروري إيجاد حلول تحقق مزايا متكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية، ويترب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها¹²⁴

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، خصوصاً 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:

1. تقوم بتوزيع المخاطر نظراً لتنوع أشكال الاستثمارات وآجالها، 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.
2. القيام بالأبحاث والتنبؤات السوقية
3. الإفصاح الدوري لدعم شفافية السوق ومعرفة حاجات المستثمرين.
4. إمداد الجهات المعنية بالبيانات المطلوبة، وبالتالي تنشيط المناخ الاستثماري.

¹²⁴ - أشرف محمد دواية، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار السلام، الطبعة الأولى، القاهرة، 2004، ص 8.

5. المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء.¹²⁵

3-تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير العمل المصرفي

إن أهم ما يميز المنتجات المالية الإسلامية هو تنوعها وتعددتها بشكل يمكن أن يحقق تلبية جميع الاحتياجات التمويلية، ويضمن مواجهة التنافسية من قبل المؤسسات المالية التقليدية، ولكن هذا لم يكن بالقدر الكافي لإثبات مكانة المؤسسات المالية الإسلامية على الصعيد المالي، وهذا يرجع في الأساس إلى اعتماد المؤسسات المالية على منتجات محدودة تبتعد عن قاعدة المشاركة التي يقوم عليها التمويل الإسلامي من جهة؛ ولا تتمتع بالكفاءة اللازمة لمواجهة المنافسة من جهة أخرى.

إن هذا التنوع في التطبيقات الهندسية في الصناعة المالية الإسلامية، والذي يؤدي إلى التطور والتقدم في العمل المصرفي الإسلامي، يمكن تصنيفه تبعاً للمناهج والطرق المتبعة في المؤسسات المالية الإسلامية، والتي يمكن ردها إلى المنهجين التاليين:

أ- منهج المحاكاة:

وهذا المنهج يعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي.

ويعتمد هذا الأسلوب على تقليد المنتجات المالية التقليدية مع توسيط السلع، وإدراج بعض الضوابط الشرعية عليه، حيث تكون نتائجه محددة مسبقاً ويؤدي إلى الآثار نفسها التي يؤدي إليها ذلك المنتج. ولعل ما يدعو إلى العمل بهذا المنهج هو وجود عدة مزايا، أبرزها: السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع. وعلى الرغم من مزايا هذا المنهج إلا أن ثمة سلبيات تواجه تطبيقه والتي منها:

1. أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها. وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة، بل وتصبح تلك الضوابط عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية. ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمل المؤسسات المالية هذه التكلفة على العميل، لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها¹²⁶.

¹²⁵ المرجع نفسه، ص 9.

¹²⁶ أشرف محمد دواية، المرجع السابق، ص 10-11.

2. إن محاكاة المنتجات التقليدية تستلزم التعرض للمشكلات نفسها، وهذا بدوره يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة المالية الإسلامية في النهاية تعاني من نفس المشكلات والأزمات التي تعاني منها الصناعة المالية التقليدية.

3. إن المنتج التقليدي هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة، ومحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة، يجر الصناعة الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعل الصناعة المالية الإسلامية مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للصناعة التقليدية، وبذلك فإن كل المشكلات التي تعاني منها الصناعة التقليدية ستنقل بدورها إلى الصناعة المالية الإسلامية، وبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها العالم اليوم، يصبح مجرد صدى وانعكاس لهذه الأزمات.

فإذا ما بقي الحال على ما هو عليه من عمليات الهيكلية الشرعية لمنتجات تقليدية؛ فإن مستوى المنتجات المالية الإسلامية - بحكم أنها شرعية - سينحدر ليصل إلى نقطة يتقارب فيها مع مستوى الخدمات التقليدية

ب- منهج الأصالة والابتكار:

ويعني البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة ومبادئ الشرع الإسلامي، أي إيجاد صناعة هندسة مالية إسلامية. وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية .

ولا شك أن هذا المنهج هو أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية حيث غالباً ما تكون التكلفة مرتفعة في بداية التطبيق، ثم بعد ذلك تنخفض، هذا من جهة . ومن جهة أخرى فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية¹²⁷

بعد هذا العرض الموجز للمناهج المتبعة في استحداث التطبيقات المالية الإسلامية، أورد فيما يأتي أهم التطبيقات والمنتجات المالية، والتي يمكن ردها إلى ثلاث مجموعات كما يأتي:

المجموعة الأولى: المنتجات التمويلية:

المجموعة الثانية: المنتجات المالية المشتقة:

¹²⁷ أشرف محمد دواية، المرجع السابق، ص 11.

المجموعة الثالثة: المنتجات المالية المركبة:

3-1 المنتجات التمويلية

بيع المراجعة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة، يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المراجعة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي:

1. يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى المصرف الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشارك.

2. يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمر الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية، وتوزع الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك بين التاجر والمصرف بالاتفاق.

وبهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف، حيث يقلل التكاليف الإجرائية التي تنسم بها عمليات المراجعة بالمقارنة مع البنوك التقليدية، ومن ثم يبتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة، ويكون أيضاً مكماً لعمل التجار وليس منافساً لهم.

أ. التوريق المصرفي:

وهو أن يشتري الرجل السلعة بثمن مؤجل، ثم يبيعها إلى آخر بثمن أقل مما اشتراها به، وسميت بالتورق لأن المقصود منها الورق (النقد) لا البيع وأما كون التوريق مصرفي؛ لأنه يتم من خلال المصرف، حيث يمكن أن يكون العميل هو المتورق، وذلك بشرائه السلعة من المصرف ثم يبيعها لتحصيل السيولة، ويمكن أن يكون المتورق هو المصرف، بأن يشتري السلعة محل التورق من العميل أو من مؤسسة أخرى لتحصيل السيولة، ويحقق منتج التوريق مصلحة مزدوجة، فهو يوفر السيولة للمصارف، فضلاً عن استخدامه في استثمار أموال العملاء بالمراجحات بعوائد ثابتة معلومة مقدماً،

ويعتبر التوريق المصرفي المنظم من المسائل المعاصرة التي وقع في حكمها خلاف بين أهل العلم، فمنهم من يرى جواز التعامل به، ومنهم من يرى التحريم، وقد جاء عن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة، في الفترة من 19-23/10/1424 هـ الموافق: 13-17/12/2003م، في موضوع: (التورق كما تجرّيه بعض المصارف في الوقت الحاضر)، بعد الاستماع إلى الأبحاث المقدمة حول الموضوع، والمناقشات التي دارت حوله، حيث تبين للمجلس أن التورق الذي تجرّيه بعض المصارف في الوقت الحاضر هو: قيام المصرف بعمل نمطي يتم فيه ترتيب بيع سلعة (ليست من الذهب أو الفضة) من أسواق السلع العالمية أو غيرها، على المستورق بثمن آجل، على أن يلتزم

المصرف - إما بشرط في العقد أو بحكم العرف والعادة - بأن ينوب عنه في بيعها على مشتر آخر بئمن حاضر، وتسليم ثمنها للمستورق . وبعد النظر والدراسة، قرر مجلس الجمع ما يلي: ¹²⁸

أولاً: عدم جواز التورق الذي سبق توصيفه في التمهيد للأمور الآتية:

1. أن التزام البائع في عقد التورق بالوكالة في بيع السلعة لمشتري آخر أو ترتيب من يشتريها يجعلها شبيهة بالعينة الممنوعة شرعاً، سواء أكان الالتزام مشروطاً صراحة أم بحكم العرف والعادة المتبعة

2. أن هذه المعاملة تؤدي في كثير من الحالات إلى الإخلال بشروط القبض الشرعي اللازم لصحة المعاملة .

3. أن واقع هذه المعاملة يقوم على منح تمويل نقدي بزيادة لما سمي بالمستورق فيها من المصارف في معاملات البيع والشراء التي تجري منه والتي هي صورية في معظم أحوالها، هدف البنك من إجرائها أن تعود عليه بزيادة على ما قدم من تمويل. وهذه المعاملة غير التورق الحقيقي المعروف عند الفقهاء، والذي سبق للمجمع في دورته الخامسة عشرة أن قال بجوازه بمعاملات حقيقية وشروط محددة بينها قراره.. وذلك لما بينهما من فروق عديدة فصلت القول فيها البحوث المقدمة. فالتورق الحقيقي يقوم على شراء حقيقي لسلعة بئمن أجل تدخل في ملك المشتري ويقبضها قبضاً حقيقياً وتقع في ضمانه، ثم يقوم ببيعها هو بئمن حال حاجته إليه، قد يتمكن من الحصول عليه وقد لا يتمكن، والفرق بين الثمنين الآجل والحال لا يدخل في ملك المصرف الذي طرأ على المعاملة لغرض تسويق الحصول على زيادة لما قدم من تمويل لهذا الشخص بمعاملات صورية في معظم أحوالها، وهذا لا يتوافر في المعاملة المبينة التي تجرئها بعض المصارف .

ثانياً: يوصي مجلس الجمع جميع المصارف بتجنب المعاملات المحرمة، امتثالاً لأمر الله تعالى. كما أن المجلس إذ يقدر جهود المصارف الإسلامية في إنقاذ الأمة الإسلامية من بلوى الربا، فإنه يوصي بأن تستخدم لذلك المعاملات الحقيقية المشروعة دون اللجوء إلى معاملات صورية تؤول إلى كونها تمويلاً محضاً بزيادة ترجع إلى الممول ¹²⁹

ب. الإجارة الموصوفة في الذمة

الإجارة الموصوفة في الذمة هو عقد مسمى بالفقه الإسلامي، يشتمل على معنيين من معاني العقود المسماة بالفقه المسمى، هما: عقد السلم وعقد الإجارة، ويمكن تعريف عقد الإجارة الموصوفة بالذمة بأنه: "بيع منافع مستقبلية بئمن حال" وهي إجارة ذمة؛ لأن المنفعة المستوفاة متعلقة بذمة المؤجر وليست معينة، أو الإجارة الواردة على منفعة مضمونة؛ لأن المؤجر يضمن تقديم المنفعة في كل الحالات، وهي متعلقة بذمته ومن الأمثلة عليها: خدمات الدراسة في الجامعات والمعاهد العلمية،

¹²⁸ محمد عثمان شبير، المدخل إلى فقه المعاملات المالية: المال، الملكية، العقد، دار النفائس، مصر، 2010 ص 75، 76

¹²⁹ محمد عثمان شبير، المرجع السابق، ص 112، 113، 114.

والخدمات الصحية، بما فيها العلاج والعمليات الجراحية التي تقدمها المستشفيات أو الأطباء في عياداتهم، وخدمات التنقل والسفر جواً أو براً بحراً.

وقد بحثت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لمصرف أبو ظبي الإسلامي تكييف إجارة الخدمات، وما إذا كانت تعد إجارة موصوفة في الذمة أو إجارة معينة، في الحالة التي تعين فيها الجهة المقدمة للخدمة، وانتهت في القرار رقم (2006/3/8-1)، إلى أن إجارة الخدمات (المنافع) كالدراسة أو العلاج أو النقل ونحوها تعد إجارة موصوفة في الذمة، إن اقتصر فيها التعيين على الجهة (الشخصية الاعتبارية) المقدمة للخدمة دون من يقدم الخدمة مباشرة من مدرس أو طبيب أو وسيلة نقل.

ج. شهادات الايداع القابلة للتداول

وهذه الشهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، وتعتبر أوراقاً مالية تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، حيث تقوم على أساس المضاربة، وتعطي الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية وبالنسب المتفق عليها، كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة استحقاقها.

2-3 المنتجات المالية المشتقة

1) عقود الخيارات:

الخيارات: هي اتفاقيات تعاقدية، يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق، وليس الالتزام، للمشتري (المكاتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج و تدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محدد يمكن رد عقود الخيارات المالية إلى نوعين:

النوع الأول: خيار الطلب أو الشراء (option Call):

وهو عقد يمتلك مشتريه أو مالكة (أي دافع الثمن) حق شراء عدد محدد من أسهم شركة معينة، أو أي أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة معينة، غالباً ما تكون (90) يوماً، وهو غير ملزم بالتنفيذ، إذا أراد البائع (محرر الخيار) بيعه تلك الأسهم خلال مدة سريان العقد، ويدفع مقابل هذا الحق ثمناً غير مسترد بأي حال.

النوع الثاني: خيار البيع (option Put):

وله مسميات منها: خيار الدفع، وخيار العرض. وكلها بمعنى واحد، وهو عقد يعطي مشتريه أو مالكة (أي دافع الثمن) الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر محدد خلال فترة محددة، ولا يجبر على البيع، إنما هو بالخيار؛

لأن قابض ثمن الخيار هو الملزم بالشراء في هذه الحالة أو التنفيذ بشكل عام، إذا ما قرر مشتري حق البيع التنفيذ، وبالسعر المتفق عليه خلال المحددة، وهنا كذلك ما يدفعه مقابل تمتعه بحق خيار البيع، غير مسترد بأي حال.¹³⁰

وتعتبر عقود الخيارات المالية من العقود المعاصرة، وقد وقع في حكمها خلاف بين المعاصرين بين مبيح ومحرم نظراً للتكييف الشرعي لها، وقد ذهب مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بمكة في المملكة العربية السعودية من 12-7 ذي القعدة 1412 الموافق 9 - 14 أيار (مايو) 1992م، في قراره رقم: 63 (7/1) بشأن عقود الاختيارات إلى ما يأتي:

أ - صورة عقود الاختيارات:

إن المقصود بعقود الاختيارات الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة، أو في وقت معين، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين.

ب - حكمها الشرعي:

إن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية - هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً. وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها.

بيع العربون:

هو أن يدفع المشتري للبائع جزءاً من الثمن على أنه إن أخذ السلعة كان ما دفعه جزءاً من الثمن، وإن عدل عن الشراء كان ما دفعه للبائع.

وتجدر الإشارة إلى أن بيع العربون والخيار يقومان على دفع المشتري لمبلغ من المال مقابل الحق في شراء أصل مالي معين بثمان محدد خلال فترة معينة، على أن يتم تملك الأصل في حالة إتمام العقد، أو خسارة المبلغ المدفوع مقدماً في حالة العكس، إلا أن بيع العربون يختلف عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الاستفادة من فروق أسعار الأصل المالي، بل من أجل شراء الأصل في حد ذاته والانتفاع به، على أنه إذا ثبت له أن الأصل مناسب أمضى الشراء، وإلا فإنه يخسر العربون.

وكما هو معلوم، فإن بيع العربون من المسائل الخلافية بين الفقهاء لا يسع المقام لذكرها، وقد ذهب مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره الثامن ببندر سيري بييجوان، بروناي دار السلام من 1-7 محرم 1414هـ الموافق 21 - 27 حزيران (يونيو) 1993م، في قراره رقم: 72 (8/3) بشأن بيع العربون، إلى ما يأتي:

¹³⁰ محمد عثمان شبير، المرجع السابق، ص 113، 112.

المراد ببيع السلعة مع دفع المشتري مبلغاً من المال إلى البائع على أنه إن أخذ السلعة احتسب المبلغ من الثمن وإن تركها فالمبلغ للبائع.

ويجري مجرى البيع الإجارة، لأنها بيع المنافع. ويستثنى من البيوع كل ما يشترط لصحته قبض أحد البديلين في مجلس العقد (السلم) أو قبض البديلين (مبادلة الأموال الربوية والصرف) ولا يجري في المراجعة للآمر بالشراء في مرحلة المواعدة ولكن يجري في مرحلة البيع التالية للمواعدة.

(2) العقود الآجلة في إطار عقد السلم

وهي عقود آجلة كيفت على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، على أن لا يكون كلا البديلين مؤجلين.

وقد اقترح عدد من الباحثين أن تقوم البنوك الإسلامية بما يسمى بالسلم الموازي، وذلك بأن تشتري سلعا من المزارعين أو التجار على أن يقوم التجار بتسليم السلع المتفق عليها للبنك الإسلامي في تاريخ محدد، ويقوم البنك الإسلامي في نفس الوقت ببيع هذه السلع لتجار آخرين على أن يقوم البنك الإسلامي بتسليم هذه السلع¹³¹

(3) عقود المستقبلية في إطار عقد الاستصناع

تعتبر المستقبلية من بين العقود التي يتم فيها تسليم البديلين في وقت لاحق، ولقد اتفق الفقهاء على عدم التعامل بالمستقبلية وذلك للأسباب الآتية:¹³²

- يعتبر تأجيل تسليم الثمن و المثل من بيع الدين بالدين المجمع تحريمه؛
- تشتمل العقود المستقبلية على الربا المتفق على تحريمه، وهذا في حالة العقود على الذهب و الفضة التي يشترط فيها التقابض، و الا 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 اذا كانت التسوية غير مشروطة، الأمر الذى يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر.
- و قد كيفت العقود المستقبلية على أساس عقد الاستصناع الذى يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن و البيع في مجلس العقد، وبخاصة في الحالات التي يكون فيها محل الاستصناع مرتفع القيمة، بحيث يمكن حتى للمشتري القيام بتمويل المصانعم خلال دفعات محددة لاجال معينة كما اشترط أن تكون السلعة موصوفة وصفا دقيقا كما ونوعا على أن يتم التسليم في زمن معلوم و بكيفية معلومة.

¹³¹ محمد عثمان شبير، المرجع السابق، ص 114.

¹³² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 213، 214، 215.

3-3 المنتجات المالية المركبة:

أ) المغارسة المشتركة

تقوم فكرة هذا المنتج على تملك المصرف الإسلامي للأراضي الصالحة للزراعة، على أن يتفق مع أصحاب الخبرة والتخصص في المجال الزراعي المتعلق بغرس الأشجار المثمرة، حيث وبعد إجراء الدراسة اللازمة لمعرفة مدى ملائمة غرس الأشجار المثمرة في الأراضي محل العقد؛ يتم الاتفاق بين الطرفين على غرسها مع تملك الخبراء جزءاً من الأرض، وحصولهم على جزء من المحصول، وكذا جزء من الأشجار.¹³³

ب) المغارسة المقرونة بالبيع والإجارة

تقوم المغارسة المقرونة بالبيع على تملك المصرف الإسلامي لأرض صالحة للزراعة، حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين على أن يقرن هذا البيع بعقد إجارة على العمل في الجزء الباقي من الأرض، ويكون الأجر جزءاً من الشجر والثمر

ج) صكوك الاجارة الموصوفة في الذمة

الصكوك جمع (صك)، وكلمة (صك) - الصاد والكاف - أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، حتى كأن أحدهما يضرب الآخر، ومن ذلك قولهم: صككت الشيء صكا. والصكك: أن تصطك ركبتا الرجل. وصك الباب: أغلقه بعنف وشدة.

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

وتعد الصكوك الإسلامية من أدوات الاستثمار التي تم تطويرها لتكون بديلاً عن السندات التقليدية المحرمة؛ ليستفيد منها في تمويل الاستثمارات بصيغة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مع قابليتها للتداول.

والصك التأجيري لا يمثل مبلغاً معيناً من المال، ولا هو دين على جهة معينة، وإنما هو سند أو ورقة تمثل جزءاً من أجزاء عدة من ملكية عقار.. ويمتاز عن ورقة القيد العقاري لهذه الموجودات الثابتة في أن العين - التي يمثل الصك سهمها فيها.

¹³³مير عبد الحميد رضوان ، المرجع السابق، ص215.

تكون مرتبطة بعقد إجارة، وهذا الارتباط يجعل للصك عائد وهو حصته من الأجرة.¹³⁴

المطلب الثاني: التحديات

1- تحديات الصناعة المالية الإسلامية

لعل من أبرز التحديات التي تواجهها الصناعة المالية الإسلامية بمختلف مؤسساتها في تطوير منتجاتها التمويلية والاستثمارية ما يلي:

- ✓ توجيه معظم العمليات المصرفية نحو التمويل المحدد العائد- البيوع والإيجارات- وليس الاستثمار القائم على المشاركة في الربح والخسارة؛ الأمر الذي يؤدي إلى عدم تحقيق الأهداف التنموية.
- ✓ الاختلاف بين المؤسسات المالية الإسلامية في تطبيق المنتج الواحد؛ الأمر الذي يؤدي إلى عدم فهم المتعاملين للصناعة المالية الإسلامية.
- ✓ عدم توافر بيئة مناسبة لاستحداث منتجات جديدة مشتقة أو مبتكرة، والاقتران على عدد محدود من المنتجات أو ابتكار منتجات شاذة تخالف الإجماع؛ الأمر الذي يؤدي إلى التسرع في طرح المنتجات دون وجود مرجعية للصناعة تقوم بضبط عملية التطوير وحمايتها وتوجيهها وإدارتها بالشكل الذي يتعدى بها عن الانفرادية.
- ✓ محاكاة المؤسسات المالية التقليدية في تحديد تكلفة عمليات التمويل وذلك بالاسترشاد بمؤشر سعر الفائدة؛ الأمر الذي يؤدي إلى تنامي عدم ثقة العملاء وفقدان هذه المؤسسات للتميز والاستقلالية، ويطرح أهمية إيجاد مؤشر ربحية بديل عن سعر الفائدة لقياس عائد عمليات التمويل.
- ✓ بعد ما أفرزته العولمة المالية من مشتقات، كان لزاماً على المؤسسات الإسلامية تطوير منتجات مصرفية ومالية تستجيب لمختلف الرغبات، وهو أكبر تحد يواجه الصناعة المالية الإسلامية.

2- آثار الهندسة المالية الإسلامية على العمل المصرفي

إن من باب الانصاف للهندسة المالية ودورها في تطوير العمل المصرفي، يلاحظ أنها قدمت خدمات هائلة وإنجازات مرموقة خلال العقود الماضية، ولعل أبرز هذه الإنجازات ما يأتي:

1. إيجاد المؤسسات المصرفية الخالية من الفائدة التي تمكن جمهور المتعاملين من تنفيذ معاملاتهم المصرفية وفقاً لمعتقداتهم الدينية.

¹³⁴ سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 175، 176.

2. توفير البديل للمصرفية التقليدية لجمهور المتعاملين من المسلمين وغير المسلمين.
3. إيجاد ثقافة مصرفية جديدة على أساس من التطور والابتكار وقبول الفكرة ولدى كثيرين من البنوك المركزية، وإعطاء الفرصة لتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية جنباً إلى جنب مع المصارف التقليدية، وإعطاء البنوك التقليدية الفرصة أيضاً لتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية من خلال السماح لها بفتح نوافذ إسلامية.
4. تنافس المصارف التقليدية المحلية والأجنبية على تقديم خدمات ومنتجات مصرفية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
5. حصول الصناعة المصرفية على الاعتبار والتقدير من قبل بعض المؤسسات الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي و داوجونز.
6. إيجاد مؤسسات استراتيجية داعمة للصناعة المصرفية الإسلامية، مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (ماليزيا) والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (البحرين) ومركز السيولة المالية للمصارف الإسلامية (البحرين LMC)، وهي مؤسسات وهيئات تمّ إنشاؤها بغرض دعم وتوثيق سبل التعاون والترابط بين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ويمكنها أن تقود العمل المصرفي الإسلامي من خلال تفعيل أدوارها بهدف تحقيق التكامل المصرفي الإسلامي.
7. الجهود المتزايدة في الهندسة المالية الإسلامية والتي أدت إلى إيجاد تنوع في المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية
8. اختراق الصناعة المصرفية الإسلامية لبعض البلدان الغربية، مثل إصدار الصكوك الإسلامية في ألمانيا، وانتشار العمل المصرفي الإسلامي في بعض البلدان غير الإسلامية التي توجد فيها أقليات إسلامية كبيرة، مثل الفلبين وتايلاند وبريطانيا.
9. انتشار فقه الصيرفة الإسلامية من الناحيتين التطبيقية والنظرية، فقدمت المحاضرات والندوات وحلقات العمل على مختلف المستويات وصارت الصيرفة الإسلامية محل الدراسة والتحليل في الجامعات وموضوعاً للدراسات العليا فيها، وصدرت كتيبات وفتاوى عن هذه التجربة.
10. تنامي شريحة المتعاملين الذين يرغبون أن تتم معاملاتهم التجارية والمصرفية وفقاً لصيغ التمويل والاستثمار الملتزمة وأحكام الشريعة الإسلامية.¹³⁵

¹³⁵ عمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 175، 176.

3- واقع المصارف الإسلامية مع منتجات الهندسة المالية الإسلامية

يقوم المصرف اللاربوي الإسلامي على فلسفة واضحة وركائز مهمة، تهدف إلى تحقيق المصالح المعتمدة شرعا المتمثلة باتباع الدين وحفظ النفس والعقل والنسل والمال، فتعمل على إدخال التصور الإسلامي على النظام المصرفي العالمي للتصرف بالمال، ومن جملة هذه الركائز ما يأتي:

1. توظيف الأموال في المشاريع الاستثمارية التي تساعد على تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الوطن الإسلامي، بما يتوافق مع الشرعية الإسلامية وبعيدا عن شبهة الربا.
2. توزيع العوائد والمخاطر يتم بين أرباب المال والقائمين على إدارته وتوظيفه.
3. للمحتاجين حق في أموال القادرين عن طريق فريضة الزكاة.
4. الرقابة الشرعية هي أساس المراجعة والرقابة في عمل المصارف الإسلامية.
5. عدم الفصل بين الجانب المادي والجانبين الروحي والأخلاقي.
6. التدقيق والتطوير لأنظمة تسيير المصرف.
7. التحكم في القيم ووضع أدوات التحليل للمردودية.

كما تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية عموما والمصارف الإسلامية خصوصا دوما إلى الاحتفاظ بمنتجات وأدوات مالية إسلامية متنوعة؛ تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية.

وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أن الاعتماد على منتج وحيد - مثل الفرق بين الفائدة المدينة والدائنة- يعتبر غير كاف للتأقلم مع تطورات العملاء المتنامية، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة حبيسة أدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لملائمة المستجدات. ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين مقتضيات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية.

إن هذه المعطيات تشير إلى وجود ترابط جذري بين الهندسة المالية الإسلامية والمصارف الإسلامية، ويكمن سر هذا الترابط في أن الهندسة المالية الإسلامية تشاطر المصارف الإسلامية في الماضي قدما نحو تحقيق جملة من الأهداف على رأسها تقديم رسالة الاقتصاد الإسلامي للعالم أجمع، فالمتتبع لما يحدث في العالم اليوم خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة يلاحظ أن

الاقتصاد العالمي أصبح اليوم يبحث عن بدائل وحلول جديدة، وهو على استعداد لقبولها ما دامت تحقق أهدافه، وبيان ذلك واضح من خلال توجه كثير من الدول الغربية نحو التمويل الإسلامي... لهذا تبرز الفرصة مواتية لتقديم هذه الرسالة.¹³⁶

ومن صور الترابط الجذري أيضا بين الهندسة المالية الإسلامية والمصارف الإسلامية، هو أن الهندسة المالية الإسلامية تعمل على تضافر الجهود على شكل تنظيمي بين الشرعيين والاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين، فتتمخض عن تصميم أدوات مبتكرة تراعي تلبية الأهداف المنشودة للمصارف الإسلامية؛ وهو ما يجعلها أشد حاجة للهندسة المالية ويضاف إلى هذا، أن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في المؤسسات المالية يحقق كثيرا من المزايا، بعضها تستفيد منه هذه المؤسسات ذاتها، وبعضها له أثر على الصناعة المالية الإسلامية ككل، فمن المزايا التي تتحقق للمؤسسات المالية الإسلامية زيادة قدرتها التنافسية من خلال تلبية الاحتياجات المتزايدة لطالبي التمويل وبالشكل المناسب، من خلال هندسة وتصميم تمويلات تعنى بالمشروعات الصغيرة، وأخرى خاصة لمشروعات قطاع معين، وتمويلات ممنوحة لمحدودي الدخل... وهكذا. وبذلك تشمل الفائدة جميع الأطراف، وهذه الميزة للهندسة المالية الإسلامية ليست متوافرة في نظيرتها التقليدية التي تجعل همها تعظيم ثروة الملاك فقط، كما تتيح الهندسة المالية الإسلامية للمؤسسات المالية فرصة التعامل مع المخاطر التي أصبحت خاصية مميزة للأنظمة المالية، على اعتبار أن أحد أدوار الهندسة المالية هو ابتكار وتطوير أدوات للتحوط وإدارة المخاطر، وكذا إيجاد التقنيات والاستراتيجيات الملائمة للتعامل مع المخاطر ولما كان الأمر كذلك؛ فإن المصارف الإسلامية تسعى جاهدة إلى اعتماد ما يُستجد من الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية، وتقديم ما يراعي رغبات عملائها؛ رعاية للفلسفة التي تقوم عليها، ورغبة في استمرارية العمل وتقديم المنافسة، وأن استخدام الهندسة المالية سيجعلها أكثر جذبا وتنافسية من نظيرتها التقليدية، كما أن وجود أدوات مالية إسلامية مبتكرة مهم جدا للمصارف الإسلامية بحيث يمكنها من حل المشاكل التي تواجهها في تحقيق أهدافها، لذلك فإن تطوير أدوات إسلامية تعمل عمى حماية المصرف الإسلامي والمستثمرين من المخاطر المحتملة كما أن الحاجة تزداد إلى المنتجات الإسلامية في ظل وجود حوالي 650 مليون مسلم يعيشون على أقل من دولارين في اليوم حيث أن إيجاد نماذج إسلامية مستدامة قد يكون الأساس لإمكانية الحصول على التمويل من جانب ملايين الفقراء المسلمين الذين يسعون جاهدين لتجنب المنتجات المالية التي لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية، ولهذا فقد استحوذت المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مؤخراً على اهتمام كبير بين صفوف الجهات التنظيمية، والجهات المقدمة للخدمات المالية، وغيرها من الأطراف المعنية بالاشتغال المالي، وعلى الرغم من حدوث زيادة بمقدار أربعة أضعاف في عدد العملاء الفقراء الذين يستخدمون المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السنوات الأخيرة (ما يقدر بنحو 1.28 مليون عميل)، وتضاعف

¹³⁶ عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية ص 24، 25

عدد الجهات المقدمة للخدمات، فإن هذا القطاع الوليد لا يزال يصارع من أجل إيجاد نماذج عمل مستدامة تضم مجموعة واسعة من المنتجات التي تلبي الاحتياجات المالية المتنوعة للمسلمين الفقراء الملتزمين بأحكام دينهم.¹³⁷ وعلى الرغم من قابلية المصارف الإسلامية للاستثمار بما يستجد من منتجات الهندسة المالية الإسلامية إلا أن مقدرة المصارف الإسلامية على تحقيق الاستفادة من الهندسة المالية في مجال أعمالها يرتبط بالبيئة التي تعمل فيها هذه المصارف، وهو مما يؤثر على أدائها وعلى نوعية المنتجات المتداولة، حيث تكاد عملية المراجعة تكون النشاط الرئيس للاستثمار بالبنوك الإسلامية، إذ بلغت في بعض المصارف 90%، وهذه نسبة كبيرة جدا، وهو مؤشر لحالة المصارف الإسلامية مع المنتجات الهندسية.

إن الفكر الإسلامي عموما والهندسة المالية الإسلامية خصوصا قدما عددا متنوعا من الصيغ التي تصلح لتشغيل الموارد في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة - وقد تقدم الإشارة إلى بعضها - والتي يعتبر بعضها صالحا للتطبيق المباشر، وبعضها الآخر قد يتطلب نوعا من التطوير الفقهي الهندسي، مع بقاء الباب مفتوحا لاستحداث أنواع جديدة من صيغ الاستثمار والتشغيل، بخلاف العقود المسماة في فقه المعاملات، ومع ذلك فقد ركزت المصارف الإسلامية في أنشطتها على صيغ قليلة في التعامل، فقد أظهرت المعلومات التي أمكن جمعها عن الصيغ المستخدمة مثل تسعة مصارف إسلامية خلال سنوات عديدة (3-5 سنوات) حيث تم تحويل القيم المطلقة فيها إلى أوزان نسبية على مستوى كل مصرف حتى تسهل المقارنة، كما تم استخراج مؤشر بمتوسط التوزيع النسبي للصيغ المستخدمة معبرا عن المصارف التسعة كعينة تمثل - إلى حد كبير - مجموع المصارف الإسلامية، وقد تم، عداد دراسة بالأوزان النسبية، حيث تم استخراج متوسط الوزن النسبي لكل صيغة عن فترة عمل المصرف (مجموع الأوزان / عدد السنوات المتاحة بياناتها)، ثم تم استخراج متوسط عام للوزن النسبي لكل صيغة على مستوى البنوك الإسلامية الواردة (مجموع المتوسطات / عدد البنوك)، وبناء

على هذا تم التوصل إلى النتائج التالية، وقد رتببت الصيغ حسب درجة استخدامها، وهي كما يلي:¹³⁸

¹³⁷ المرجع نفسه، ص 88، 87

¹³⁸ عبد السلام فيغو، ص 89

جدول رقم 09: نسبة التعامل بصيغ التمويل الإسلامي

الرقم	الصيغة	نسبة التعامل (الاستخدام)
01	المراجحات	72,2 %
02	الاستثمارات المباشرة	5,6 %
03	المشاركات	10,8 %
04	المضاربات	4,6 %
05	التناجرات	2 %
06	المساهمات الدائمة	1,7 %
07	صيغ أخرى متعددة	3,1 %

المصدر: عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية ص 89.

يتضح من هذه الأرقام أن المراجعة تعتبر الصيغة التوظيفية الأولى في هذه البنوك الإسلامية، وكذلك الحال في أغلب البنوك الإسلامية، والاختلاف بينها فقط في الوزن النسبي لاستخدام الصيغة، ففي بعض البنوك قد تستخدم بنسبة أكثر من 95%، في الوقت الذي قد تكون نسبة استخدامها في حدود 50% من حجم التوظيف في بنوك أخرى، كما أن المشاركات تأتي في المرتبة الثانية، ولكن وزنها النسبي محدود (10,8 %) مقارنة للمراجعة، وقد أظهرت التقارير أن البنوك الإسلامية السودانية أكثر استخداماً لها عن غيرها من البنوك، كما يلاحظ أن صيغة المضاربة لا تستخدم في عدد من المصارف الإسلامية، بل أن أحد البنوك الإسلامية الكبيرة يضيف عمليات التوظيف الخارجي تحت هذه الصيغة.¹³⁹

¹³⁹ عبد السلام فيغو، المرجع السابق، ص 90

ويلاحظ أن الاستثمارات المباشرة (5,6 %) تشتمل بشكل أساسي على الاستثمارات العقارية وخاصة المتاجرة فيها (مثل حالة مصارف الخليج)، وتعتبر المساهمات الدائمة في شركات جديدة أو قائمة (1,7 %) هي أقل الصيغ استخداماً؛ ولعل ذلك يرتبط بخصائص الموارد المتاحة للبنوك الإسلامية.

4-تقييم الدور الذي قامت به الهندسة المالية الإسلامية في تطوير العمل المصرفي

إن مما لا يخفى أن سوق الصيرفة الإسلامية قد شهد قفزات نوعية فيما يتعلق بتطوير المنتجات المصرفية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية مقارنة بالبدايات الأولى للصيرفة الإسلامية، حيث لا يزال نمو أصول الصيرفة الإسلامية في تضاعف مستمر، في اللحظة التي يركد فيها نمو المصارف التقليدية الأخرى، وهذا ما ذكر في استطلاع شهير أجرته مجلة (The Banker) بعنوان: "أفضل 500 مؤسسة مالية إسلامية"، والذي نُشر بالاشتراك مع مؤسسة HSBC، حسب بيان صحفي صدر عن هذه الأخيرة وقد ارتفعت الأصول المملوكة للمصارف التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية تماماً، أو لأقسام المعاملات الإسلامية التابعة لمصارف عادية، ارتفعت بنسبة 28.6%، أي من 639 مليار دولار في 2008 إلى 822 مليار دولار. وقد تجلّى هذا في تباين بارز لاستطلاع أجرته مجلة بانكر "أفضل 1000 بنك مصنف تابع للبنك الدولي"، حيث اتضح من خلاله النسبة الضئيلة لنمو الأصول في المصارف العادية والتي لم تتجاوز 6.8%

وعلى الرغم من هذا التقدم الكبير في مجال الصيرفة الإسلامية، إلا أنه لا يزال في بداية الطريق من حيث الكم والنوع؛ ذلك أن الصيرفة الإسلامية تتبع للصيرفة التقليدية من حيث أن كثيراً من المنتجات الإسلامية ما هي إلا منتجات تقليدية معدلة للتوافق مع الضوابط الشرعية، وما لم تصل الصيرفة الإسلامية إلى مرحلة الابداع والتحديث عن طريق منتجات تحمل طابع الابتكار والاستقلالية عن المنتجات التقليدية القائمة فإنها ستظل قاصرة وغير قادرة على المنافسة، وهذا الأمر يتطلب اتخاذ خطوات إيجابية في هذا الاتجاه، تدعم وجود مراكز بحث متخصصة وتوفير الدعم المادي والبشري لها، إضافة إلى إشراك الهيئات الشرعية في عمليات التطوير والإبداع في المنتجات والآليات المصرفية، وعدم الاقتصار على الدور الرقابي الاشرافي.

إن مقدار الاهتمام بالمنتجات المالية الإسلامية والعناية بها من حيث الابتكار والتطوير لا يتناسب مطلقاً مع تلك الأهمية من حيث الأرقام، ذلك المقدار المخصص للبحث والتطوير للمنتجات الإسلامية لدى المؤسسات المالية يكاد يكون معدوماً مقارنة ببحرانية هذه المؤسسات وأدائها المالي، ومن حيث التنظيم الإداري فإن قلة قليلة من المؤسسات الإسلامية تنشئ إدارات متفرغة لتطوير المنتجات الإسلامية، وتصبح هذه المهمة في الغالب موزعة بين الهيئات الشرعية وبين إدارة التسويق وبين الإدارات المختلفة للمؤسسة، وهناك غياب واضح لتطوير المنتجات في الخطط الاستراتيجية والرؤية التي تحكم مسيرة المؤسسات الإسلامية¹⁴⁰.

¹⁴⁰عبد السلام فيغو، مرجع سبق ذكره، ص 121،

نقل الدكتور السويلم حول هذا الموضوع كلاماً لأحد أساتذة الأعمال في العصر الحاضر وهو (بيتر بيكر) منشوراً في مجلة " **Economist** " تحت عنوان "الابتكار أو الموت" يشير في هذه المقالة أن الصناعة المالية تعاني اليوم من التدهور والتراجع نظراً لأن المؤسسات المسيطرة على الخدمات المالية لم تقدم أي ابتكار ذي أهمية على مدى ثلاثين عاماً، حيث أن هذه المؤسسات بدلاً من أن تقوم بتقديم خدمات مالية لعملائها، أصبحت تتاجر لمصلحتها مع المؤسسات الأخرى، لتكون في النهاية أمام "مباراة صفرية"، لأن ما تربحه مؤسسة هو ما تخسره مؤسسة أخرى، ويذهب صاحب المقالة أن أهم الابتكارات المالية خلال العقود الثلاثة الماضية كانت "مشتقات زعموا أنها علمية"، لكنها ليست أكثر من عمليات القمار التي تجري في "مونت كارلو أو لاس فيجاس". ونتيجة لذلك فإن منتجات الصناعة المالية أصبحت سلعا نمطية تعاني من صعوبة التسويق وانخفاض الربحية .

وقال السيد دايفيد ديو، نائب المدير التنفيذي لمؤسسة اتش اس بي سي أمانة، والذي كان يمثل الراعي الوحيد لهذه الصناعة منذ أن نشأت، قال: من الضروري أن تستمر صناعة التمويل الإسلامي من أجل تحليل نموها تحليلاً نقدياً إذا كان من المفترض أن تصبح بديلاً موثوقاً لقطاع المصارف العادية في عدد كبير من الأسواق".

وأضاف قائلاً: "إن دعمنا لهذا المعيار العالمي يعكس وضع مؤسسة اتش اس بي سي أمانة باعتبارها المزود العالمي الأول للخدمات المالية المتوافقة مع الشريعة والمقدمة إلى عملاء قطاع التجزئة، والشركات، والمؤسسات على مستوى العالم- وهذا يوضح التزامنا بالاستمرار في تلبية احتياجات العملاء والتي نعتقد أنها ستمكننا من تحقيق نطاق واسع وارتباط رئيسي في عدد متزايد من الأسواق العالمية"

وتبقى دول مجلس التعاون الخليجي (GCC) هي القطاع السائد في العمل وفق المعاملات المالية الإسلامية، بأصول تصل قيمتها إلى 353.2 مليار دولار أو 42.9% من الإجمالي العالمي.

ومن خارج الشرق الأوسط، تبقى ماليزيا هي اللاعب الأكبر إلى حد بعيد، حيث تمثل 10.5% من الإجمالي العالمي، ولكن الأسواق الأخرى تتسع بسرعة، فتمثل المملكة المتحدة الآن أقل من 2.5% من الأصول العالمية التي تتوافق مع الشريعة، وقد اتسعت السوق المالية الإسلامية السورية بشكل ملحوظ بنسبة 500%.

وأضاف السيد كابيلن قائلاً: "أرسل ما يزيد عن 30 مصرفاً أو ما يقرب من ذلك بيانات حديثة لهذا العام، ولكن الشفافية والتقارير المالية تظلان عوامل تحد لصناعة المصارف الإسلامية إذا كان من المفترض أن تستمر في معدل نموها المثير."

من خلال ما تقدم؛ يتبين أن هناك قصوراً من قبل الهندسة المالية الإسلامية، ومثله من قبل المصارف الإسلامية، يتمثل في البطء في مجارة التطورات الاقتصادية العالمية من وجه، ومن وجه آخر اقتصار المصارف الإسلامية في التعامل على نسبة ضئيلة جداً من منتجات الهندسة المالية، ولعل هذا يعود إلى ثمة تحديات وعقبات يمكن إجمالها فيما يأتي:¹⁴¹

¹⁴¹عبد السلام فيغو، المرجع السابق، ص 122

1. خضوع المؤسسات المصرفية الإسلامية لمعايير وضوابط لا تتفق مع طبيعة عملها في الدول التي تنشط فيها، ومعاملتها بنفس المعايير والضوابط المالية المطبقة على البنوك التقليدية، وبالتالي قصور بعض القوانين على معالجة مهمة البنوك الإسلامية في تحقيق متطلبات عملائها في تطبيق صيغ تمويل غير ربوية

2. المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية التي فرضت على المؤسسات الإسلامية قدرًا من التحدي؛ جعل الاقتصاد الإسلامي بأكمله على المحك كما أن المنافسة الكبيرة من البنوك التقليدية، ليست فقط فيما يخص مستوى جودة الخدمات التي تقدمها لعملائها، وإنما في اقتحام البنوك التقليدية سوق الخدمات المصرفية الإسلامية بفتح نوافذ إسلامية، مما يفرض على البنوك الإسلامية ضرورة تحسين جودة الخدمات القائمة، وابتكار صيغ ومنتجات مالية جديدة غير ربوية ومن ذلك أيضا توافر الخبرة الكبيرة و الشبكات الأوسع و الحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية، وهي مميزات تنافسية مهمة تتفوق بها التقليدية على الإسلامية، كما تشترك المؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات التقليدية التي لديها نوافذ إسلامية و على حد السواء في المعاناة من مشكلة أخرى و هي التكلفة العالية لعمليات التشغيل للمعاملات المالية الإسلامية.

3. مدى استجابة البنوك المركزية في تحسير الفجوات التنظيمية والتشريعية القائمة، حيث أن العديد من المصارف المركزية لم تقم بإصدار تعليمات وسياسات واضحة للبنوك الإسلامية، وفي أسوأ الأحوال هناك أحكام مسبقة تجاه البنوك الإسلامية ويتم معاملتها معاملة البنوك التقليدية

4. ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية و تضارب الفتاوى الفقهية، ويعتبر هذا تحديا هاما تواجهه المؤسسات المالية الإسلامية، ويكون بين الدول الإسلامية وحتى داخل البلد الواحد، فمثلا نجد أن بعض البنوك تجيز أعمال التوريق و البعض الآخر لا يجيز التعامل به، لذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إيجاد قاعدة علمية مشتركة للاجتهاد الجماعي و توحيد الفتا و يشار إلى أن الاختلافات الفقهية وآثارها على الصناعة المالية الإسلامية في حد ذاتها أصبحت قضية مختلف بها، بين من يرى أنها تمثل أحد العوائق التي تحد من انتشار التمويل الإسلامي، ومن يرى أنها تؤدي إلى التنوع وإثراء تجربة الصناعة المالية الإسلامية

وبالرجوع إلى الصناعة المالية الإسلامية، فإن قضية الخلافات الفقهية لا ينبغي أن تكون سدا مانعا لانتشار التمويل الإسلامي، وفي الوقت نفسه يجب عدم التضيق على الناس في معاملاتهم المالية .

ويضاف إلى ذلك عدم وجود هيئات رقابة شرعية في المستوى المطلوب خاصة من الناحية التقنية إذ يفتقرون للخبرة بالأمور المحاسبية و المالية، مما يجعل الحكم من قبلهم على أدوات وصيغ التمويل وآليات العمل الجديدة في كثير من الأحيان تشوبها الكثير من الشكوك والانتقادات مما يصعب التوصل إلى فتوى موحدة.

1. الافتقار إلى البحث و التطوير، حيث تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية، فتعاني من غياب ثقافة الإبداع و التطوير، فقد أثبتت التقارير السنوية لأكثر 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج

العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية، خاصة بالبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية، في الوقت الذي أنفقت فيه تسعة بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات التطوير والبحث

2. غياب حقوق الملكية لصاحب فكرة منتج مالي مطور أو جديد، فتقوم المؤسسات المالية من خلال عملية خلق منتج مالي بتحمل تكاليف التطوير الباهظة و مخاطر تطبيق المنتج للتحقق من جدواه، و بعد نجاح هذا المنتج المطور أو المبتكر نجد أن المؤسسات المالية الأخرى تسارع إلى تطبيقه و الاستفادة منه، دون تحمل أي مخاطر أو تكاليف، و هذا ما يثبط عزائم المؤسسات المالية عن محاولة التطوير و الابتكار

3. الافتقار إلى أسواق مالية ثانوية إسلامية تتداول الأدوات المالية الإسلامية خاصة أنه لا يمكن لها (البنوك الإسلامية) اللجوء إلى الأسواق المالية العالمية أو المؤسسات المصرفية التقليدية في حال نقص السيولة أو الرغبة في توظيف فائض السيولة لديها لاختلاف طبيعة عمل هذه المؤسسات عن طبيعة عمل البنوك الإسلامية

4. الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية، حيث تركز الهدف الأساسي من الهندسة المالية الإسلامية في إشباع احتياجات المسلمين أهمل بطريقة أو بأخرى الهدف الجوهرى للمنتج المالي و المتمثل في خلق القيمة المضافة، لذا يجب العمل على تصحيح ذلك من خلال الجمع بين الوجهة الدينية و الاقتصادية و إشباع احتياجات المسلمين و غير المسلمين.

5. يعتبر تسويق المنتجات المالية الإسلامية تحدياً آخر خاصة بالنسبة لنمو قاعدة عملاء البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، و من غير المستغرب أن نجد إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية ضئيلاً بسبب عدم فهم الصناعة والافتقار لمعرفة المنتجات، و من دون تثقيف و تعليم العملاء بمبادئ و آلية عمل التمويل الإسلامي، سيبقى العملاء بعيداً عن تناول المنتجات الإسلامية.¹⁴²

¹⁴²عبد السلام فيغو، المرجع السابق، ص ص 192، 193.

5-دراسة نماذج لمنتجات مالية إسلامية مطورة بفعل الهندسة المالية الإسلامية

تمهيد:

تحتوي الهندسة المالية الإسلامية على عديد النماذج والمنتجات المالية المبتكرة، التي تحتاجها المالية الإسلامية من جهة لزيادة تنافسيتها وضمان ديمومة نموها، فضلا عن إدارة مخاطرها وزيادة ربحيتها من جهة أخرى. سوف نعرض في هذا الفصل نماذج ومنتجات مالية مطبقة أو قابلة للتطبيق بالمؤسسات المالية الإسلامية، محاولين الابتعاد قدر الإمكان عن المنتجات التي يثار حولها الجدل بشأن مشروعيتها، فالهندسية المالية الإسلامية تسعى إلى الابتعاد عن الخلافات الفقهية والمذهبية ما استطاعت إلى ذلك سبيلا.

1) منتجات لصيغ تمويلية مبتكرة وبعض تطبيقاتها

أولا: صيغ تمويلية مبتكرة

نعرض فيما يلي بعض صيغ التمويل المطورة من قبل الهندسة المالية الإسلامية والقابلة للتطبيق في المؤسسات المالية الإسلامية.

1- نموذج المراجعة

يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المراجعة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي: - يفتح التاجر الذي ينوي خصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط حساب لدى المصرف الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشاركة؛ - يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمور الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية؛

- الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق.

وبهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف، فهو أولا يقلل التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المراجعة بالمقارنة مع المصارف التقليدية، ومن ثم يتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض وخياره ويكون أيضا مكمل العمل التجاري وليس منافسا لهم.

2- نموذج الوكالة بأجر:

يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع المصرف الإسلامي، من علاقة المضاربة المشتركة التي تثير مشكلة تطبيقية وهي مسألة التداخل الزمني، وهي اختلاف مواعيد السحب والإيداع بين مودعين ومواعيد بدء وتصفية الاستثمارات

التي استخدمت فيها أموال المودعين، وهو يحول دون تحديد الربح أو الخسارة الفعلية العائدة لأي وديعة بعينها، ويقترح جمال الدين عطية أن تكون علاقة مصرف بالمودعين قائمة على أساس الوكالة بأجر بدلا من المضاربة،¹⁴³

إذا يعتبر المصرف وكيلا عن المودع في استثمار وخطط الأموال، وهذا التكييف جيد وكاف كأساس لعلاقة المودع مع المصرف وبيعدنا عن مشكلات تكييف هذه العلاقة على أساس عقده المضاربة.

والميزة الرئيسية لصيغة الوكالة هي جواز أن يكون أجر الوكيل (بدلا من نسبة من الأرباح كما في حالة المضارب) مبلغا مقطوعا أو نسبة من مبلغ الوديعة ذاتها، وهذا مما يسهل حساب الدخل في المصرف الإسلامي ويفصله عن نتيجة السلة الاستثمارية (مواعيد ونتائج عمليات الاستثمار الفعلية)، ويمكن معه معرفة الأجر مقدما في كل فترة حسابية دون حاجة إلى الدخول في تقديرات بحيث يصنف الدخل المحقق أو المستحق لا المقدّر.¹⁴⁴

ثانيا - طرق تمويل جديدة بأسلوب المشاركة:

وفيما يلي نعرض أهم هذه الآليات الجديدة التي تقوم على صيغة المشاركة:

أ- المشاركة بين المصرف الإسلامي والعميل بأسلوب الشراكة بالمراجحة

هذا الأسلوب من المشاركة بين المصرف الإسلامي والعميل والقائم على الشراكة بالمراجحة يأخذ من المراجحة بعض خصائصها، ويقوم في نفس الوقت على الشراكة بين الطرفين في العمل والربح حسب الاتفاق. وآلية عمل هذه الشراكة تتمثل في:

- يقوم العميل بتقديم طلب للمصرف الإسلامي بخصوص الحصول على تمويل اما بصورة كلية أو جزئية، الشراء بضاعة معينة على أساس معرفة العميل بنوعية البضاعة وكيفية تسويقها، اذ يحدد مواصفاتها، ثم يطلب شراءها من المصرف ؛
- يقوم المصرف بشراء البضاعة حسب المواصفات التي يحددها العميل، وتبقى يده أمانة لا يد امتلاك، حيث لا يوجد ملك تام للبضاعة، لا للمصرف ولا للعميل، وإنما الملكية هنا مشتركة بين الاثنين؛
- يتم بيع البضاعة بموافقة المصرف الإسلامي ومعرفة العميل، ويتم تقاسم الربح في كل صفقة مبيعة حسب النسبة المتفق عليها؛

¹⁴³ أشرف محمد دواية، مرجع سبق ذكره، ص 135-136.

¹⁴⁴ المرجع نفسه، ص 135-136.

يشكل هذا النوع من الشراكة عقدا من نوع جديد بين المصرف و العميل لا ينطبق عليه أنه من عقود المضاربة، ولا من عقود المراجحة للآمر بالشراء لأنه لا يوجد التزام على العميل لشراء ما أمر به من جانبه ، وإنما ينطبق عليه بأنه عقد من قبيل المشاركة التي لا تنافي مع قواعد الشريعة الإسلامية.

ب- المشاركة المتغيرة

في هذا النوع من الشراكة، يدخل المصرف الإسلامي كشريك في إحدى الشركات ذات السمعة والمكانة، وتعمل على إصدار بياناتها المالية بصورة مدققة ومعتمدة، إذ يفتح حسابا للشركة يسجل فيه مساهمته في رأس المال على أن تسحب الشركة من ذلك الحساب حسب حاجتها، ويكون الشركة الحق في رد مساهمة المصرف أو جزء منها في حال عدم الحاجة إليها و يستخدم نظام النمر (يعني وحدة العملة مضروبة في وحدة الزمن) لتحديد المدة التي أمضتها مساهمة المصرف في المشاركة.

وهناك العديد من الشركات والمؤسسات التي تحتاج إلى هذا النوع من التمويل، وهي مستعدة لمشاركة المصارف الإسلامية في مشاريعها، خاصة لأنها تعلم أن المصرف الإسلامي في حالة خسارة المشروع دون تقصير منها يتحمل معها نصيبا من هذه الخسارة، وبالتالي يتم توزيع المخاطر بينهما،¹⁴⁵

ثالثا: بعض التطبيقات لصيغ التمويل المبتكرة

1- صيغة المشاركة في رأس المال التشغيلي

تقوم هذه المبيعة على إنشاء شراكة بين المصرف وصاحب المنشأة لتمويل رأس المال اللازم لتمويل مشروع معين قائم من ناحية الأصول، ويحتاج فقط لرأس المال لتشغيله، وينسب يتفق عليها، حيث يتكفل المصرف بتوفير التمويل اللازم لشراء احتياجات الإنتاج، من مواد خام وغيره، ويصبح شريكا في نتائج أعمال الدورة الإنتاجية التي يقوم بتمويلها.

وكما هو معلوم، فإن رأس المال التشغيلي هو ذلك الجزء من رأس مال المنشأة الذي يخصص لمتطلبات التشغيل من يوم الآخر ولا استمرار دورة الإنتاج، وتمثل استخدامات رأس المال التشغيلي في¹⁴⁶:

-المواد الخام.

-المواد المساعدة.

-مواد التعبئة .

¹⁴⁵ إلياس عبد الله سليمان أبو الهيجاء، تطوير اليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية-دراسة حالة الأردن-، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية، جامعة اليرموك، أربد،

الأردن، ص 54.

¹⁴⁶ المرجع نفسه، ص 19.

-المصروفات التشغيلية (شراء قطع الغيار والوفود).

-المصروفات الإدارية مثل الأجور والرواتب.

يتم تمويل رأس المال التشغيلي في النظام المصرفي التقليدي عن طريق السحب على المكشوف والقروض الربوية المباشرة. أما في المصارف الإسلامية فقد استخدمت صيغة المشاركة على نحو تقوم فيه بالمساهمة في توفير رأس المال التشغيلي وفق نسب يتفق عليها، ويتم استئجار موجودات المنشأة لاستعمالها لدورة إنتاجية أو لعدد من دورات الإنتاج. وهذه الصيغة مطبقة في المصارف الإسلامية السودانية، ويتم فيها دمج صيغة المشاركة مع الإجارة 3، وتتم خطوات تمويل رأس المال التشغيلي على النحو التالي:

1- حسب رأس المال اللازم للتشغيل من واقع الدراسات؛

2- يتفق على نسبة المشاركة لكل طرف (البنك والعميل) على أن تكون مساهمة العميل حقيقية لا تقل عن 10% من رأس المال التشغيلي؛

2) نماذج التأمين الإسلامي وبعض تطبيقاته

سنعرض فيما يلي بعض النماذج المبتكرة في مجال التأمين الإسلامي، والتي نرى أنها تمثل البديل الشرعي المناسب للتأمين التقليدي، ثم ننتقل بعد ذلك إلى ذكر بعض التجارب الرائدة في مجال تطبيق نماذج ومنتجات التأمين الإسلامي.

نماذج التأمين الإسلامي

النموذج الأول: التأمين الإسلامي من خلال التبرع

يعتبر التأمين الإسلامي القائم على أساس التبرع بالاشتراكات إلى صندوق التأمين، أهم نموذج شائع في هذا الإطار، فهو يقوم على تبرع حملة الوثائق المستأمنين إلى صندوق خاص يعرف بأنه صندوق التأمين أو وعاء التأمين، تشرف على إدارته واستثماره شركة التأمين. وهذا النموذج هو الذي اعتمدته معيار هيئة المحاسبة والمراجعة بالبحرين.

وحسب النموذج، يلتزم المشتركون بالتبرع إلى صندوق التأمين الذي تديره شركة التأمين على أساس الوكالة بأجر، كما تقوم الشركة باستثمار ما فيه على أساس المضاربة أو الوكالة بالاستثمار، وتتكون من خلال هذا التكييف العلاقات التعاقدية الآتية:

-علاقة الالتزام بالتبرع بين حملة الوثائق والصندوق، فيلتزم حملة الوثائق عند الاشتراك بالتبرع إلى الصندوق ، ويلتزم الصندوق بتغطية الضرر عند وقوعه على المتضرر؛

-علاقة الوكالة بأجر بين الشركة وصندوق التأمين من حيث إدارة الصندوق، وعلاقة الوكالة بالاستثمار أو المضاربة من حيث استثمار ما في الصندوق؛

-تقوم شركة التأمين بإنشاء حسابين منفصلين، أحدهما خاص بالشركة نفسها :حقوقها و التزاماتها، والآخر خاص بالصندوق الذي يعكس التزامات وحقوق حملة الوثائق، ونشير هنا إلى أن الشركة لا تملك الحساب الخاص بالصندوق.¹⁴⁷

النموذج الثاني: التأمين الإسلامي من خلال الوقف

التأمين الإسلامي على أساس الوقف هو تبرع بالوقف الذي هو أحد صور التبرعات، يخرج به الواقف ماتبرع به عن ملكه ويحبسه من حيث الأصل، مع تحديد ما تصرف فيه غلة ذلك الأصل، مع استخدام مبدأ التبرع على الوقف نفسه وأنه لا يكون وقفاً مثله وهذا التبرع على الوقف بديل عن التبرع بالاشتراكات.

وهنا نشير إلى أن شركة التأمين لا يحق لها أن تملك الصندوق، لئلا يكون العقد بينها وبين المؤمن لهم عقد معاوضة على الأقساط، والمؤمن لهم يتعذر تمليكهم، لعدم بقاء الواحد منهم فترة طويلة، ولهذا كان المقترح المناسب لذلك أن يجعل الصندوق التكافلي على هيئة وقف له ذمته المستقلة عن شركة الإدارة وعن المؤمن لهم، وذلك على النحو الآتي¹⁴⁸:

1-تخصص شركة التأمين مبلغاً من المال لإنشاء صندوق وقف لا يملكه أحد وتكون له شخصية

اعتبارية مستقلة يتمكن بها من أن يملك الأموال ويستثمرها ويملكها حسب اللوائح المنظمة

لذلك، وتفصل شركة التأمين بين حسابات الصندوق والحسابات الخاصة بها؛

2-لا يلزم أن يكون رأس مال الصندوق كبير، فيكفي الحد الأدنى الذي يعترف به النظام ويكتسب

به الشخصية الاعتبارية ؛

3- يكون للصندوق الوقفي نوعان من الموارد:

الأول: اشتراكات التأمين التي يدفعها المؤمن لهم، وهذه الاشتراكات تدفع على سبيل التمليك للصندوق؛ والثاني: عوائد استثمار أموال الصندوق.

4-ويكون مصرف الوقف مخصصاً لأعمال التأمين من مصروفات تشغيلية وعمومية وإدارية وغيرها، بالإضافة إلى دفع تعويضات المشتركين في الصندوق، وينص في لائحة الصندوق على شروطا ستحقاق المشتركين للتعويضات، ومبالغها، ولا مانع من الاستفادة من الحسابات الاكتوارية

المعمول بها في شركات التأمين التجاري، وما يحصل عليه المشتركون من تعويضات ليس عوضاً عن إشراكهم في الصندوق، وإنما هو عطاء مستقل من الصندوق الوقفي لدخولهم في جملة الموقوف عليهم؛¹⁴⁹

¹⁴⁷إلياس عبد الله سليمان أبو الهيجاء، المرجع السابق، ص ص 11-12.

¹⁴⁸المرجع نفسه، ص 13.

¹⁴⁹أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 9، 10.

5- ما يحصل عليه المشتركون من التعويضات ليس عوضاً عما تبرعوا به، وإنما هو عطاء مستقل من صندوق الوقف لدخولهم في جملة الموقوف عليهم حسب شروط الوقف؛

7- يكون الصندوق الوقفي مالك جميع أمواله بما فيها أرباح النقود الوقفية والتبرعات التي قدمها المشتركون مع ما كسب من الأرباح بالاستثمار، والصندوق التصرف في هذه الأموال حسب الشروط المنصوص عليها في لوائحه، حيث يجوز للصندوق الاحتفاظ بالفائض التأميني كاحتياطي لدعم أعمال التأمين، أو توزيعه على المشتركين لتجلية الفارق الملموس بينه وبين التأمين التقليدي بشكل واضح لدى عامة الناس،¹⁵⁰

7- يكون للصندوق الوقفي هيئة إشرافية إما من شركة التأمين أو من المؤمن لهم، أو منهما معاً، أو من طرف ثالث. ولا مانع من أن تكون شركة التأمين متولية للوقف مضاربة في أمواله في آن واحد، بشرط أن تكون المضاربة بعقد منفصل ونسبة من الربح تكون فيها الغبطة لصالح الصندوق؛

8- يكون لشركة إدارة التأمين أجر مقابل إدارتها لعمليات التأمين، وهذا الأجر إما أن يكون مبلغاً مقطوعاً عن كل وثيقة تأمين، أو بنسبة من مبلغ الاشتراك، ولها كذلك حصة من أرباح استثمار أموال الصندوق فيحال كون الاستثمار من طريق المضاربة، أو أجر معلوم في حال كونه استثماراً بالوكالة؛

9- وفي حال تصفية الصندوق فتسدد الالتزامات التي عليه، وما بقي بعد ذلك فإنه يصرف إلى جهة ماثلة غير منقطعة من أوجه البر، ولا يصلح أن ينص على تملك شركة الإدارة له عند التصفية؛¹⁵¹

النموذج الثالث: التأمين الإسلامي من خلال الإباحة

تعني الإباحة أنت تبيح لآخر أو لآخرين استهلاك شيء دون مقابل، لكن يبقى الشيء، المباح ملكاً لك فيحق لك الانتفاع به، فلا يكون ثمة حاجة إلى تخريج انتفاعك به أو بالباقي منه على وجه الالتزام المقابل بالتبرع إليك، والإباحة وإن كان فيها نوع من التبرع، إلا أنها تتميز عن التبرع في كونها تبيح للآخرين استهلاك ما هو محل إباحة، لكن يبقى الشيء المباح والقدر غير المستهلك منه ملكاً للطرف المبيع.

و بناءً على هذا الاقتراح يكون صندوق التأمين ملكاً للمشاركين، فيستحقون التعويضات بمقتضى الملك، مع اتفاقهم وعلمهم بأن الشركة تستوفي أجراً لها عن تنظيم هذا العمل، أي فتنفي المعاوضة الحاصلة من الالتزام بالتبرعات المتقابلة.

والخلاصة أنه بهذا الاقتراح تنحل مشكلة الالتزامات المتقابلة من المشاركين وصندوق التأمين، كما و تنحل مشكلة التكييف التعاقدي بين الشركة وحملة الوثائق، فلا تحتاج إلى ذلك التقسيم للعلاقات التعاقدية إلى تلك التي تكون بين المشاركين والصندوق، وتلك التي تكون بين الصندوق والشركة، بل تكون العلاقة مباشرة من المشاركين حملة الوثائق وبين الشركة،

¹⁵⁰ أشرف شمس الدين، المرجع السابق، ص 10، 11.

¹⁵¹ المرجع نفسه، ص 12.

ومقتضاها إدارة عمليات التأمين، و بمقتضاها إدارة عمليات التأمين، واستثمار حصيلة تأمين، والأفضل أن يكون ذلك على أساس الوكالة بأجر، وهي إما وكالة واحدة بالإدارة والاستثمار معا، أو وكالتان، واحدة بالإدارة، وأخرى بالاستثمار.¹⁵²

النموذج الرابع: التأمين الإسلامي من خلال المشاركة المتزايدة

يمكن عرض هذا النموذج على النحو التالي:

1. يقوم هذا النموذج على توصيف العلاقة التعاقدية من حملة الوثائق وحماية حقوق الملكية على قاعدة المشاركة في شركة أموال يتحمل المساهمون فيها الربح والخسارة لصافي الاستثمارات على أساس ملكية رأس المال، واعتبار الشركة أجيرا خاصا يستحق عائد الأجرة؛

2. تمثل وثائق التأمين حصصا مالية في رأس مال محفظة الشركة الاستثمارية، وهي مشاركة تتصف بقابلية التزايد تبعا لتزايد المتزايد وثائق التأمين المشتراة بشكل متوالي عبر السنوات؛

3- تهدف شركة التأمين إلى تلبية حاجات العملاء ورفع الضرر عنهم، وحمايتهم من الأخطار التي تهددهم؛

4- يتم تقييد المصاريف التأمينية ومبالغ التعويضات النقدية المدفوعة للمستفيدين على حساب استثماري خاص بحملة الوثائق وفق قاعدة الإذن الصريح في العقد بجواز استرداد أحد الشركاء جزءا من رأسماله في شركة الأموال، على أن تخصم من صافي نسبة مشاركته في الشركة؛

5. تعطي الوثائق التأمينية حاملها حق الحصول على العائد المتحقق من الاستثمار في حالة الربح بشكل نقدي ان لم يرغب بتجديد الوثيقة لعام تالي، وبعد ذلك مخارجه بحيث يحل محله من يدخل في الشركة من حملة الوثائق الجدد، أما حامل الوثيقة الراغب بتجديد مشاركته مع الشركة لعام آخر، فيتم تقييد نصيبه في حسابه الاستثماري بالشركة، ويستحقه في السنة التي يرغب فيها بالانسحاب؛

6- تعطي الوثائق حاملها خيار تحويل مشاركته في الشركة إلى مشاركة دائمة بالانتقال إلى حقوق الملكية من خلال الاكتتاب، ويستحق كل من حملة الوثائق وحملة حقوق الملكية العائد الاستثماري؛

7- توجه الشركة الجزء الأكبر من مصادر الأموال لديها الاستثمار الحقيقي في أصول مالية استثمارا طويلا كالمشاركة في إنشاء الجامعات والمشافي والفنادق .. مراعية بذلك كل القطاعات التي تقدم فيها الشركة خدمات تأمينية، وذلك من أجل تجنب تقديم تعويضات نقدية ما أمكن، والحرص على توفير الخدمات للمستفيدين من خلال المؤسسات التي ساهمت فيها الشركة استثماريا؛

¹⁵² إلياس عبد الله سليمان أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره، ص 17، 15.

8- في حالة الخسارة توزع على جميع المساهمين في محفظة الشركة من حملة وثائق وحقوق الملكية بنسبة ما منهم في المحفظة الاستثمارية، أما في حالة التصفية النهائية فيتم التضيض الحقيقي لجميع استثمارات الشركة و استيفاء حقوقها، وتوزيع الفائض بعد خصم المطلوبات كل بمقدار نسبته في ملكية المحفظة ؛

9- حملة حقوق الملكية يملكون أسهما في الشركة لها قيمة مالية قابلة للتوريث، تستحق ربحاً شائعاً بنسبة ما تملكه من مجموع الاستثمار، ويلحق بها خسارة بالمقدار ذاته وهي قابلة للتداول، ويعتبر بائع السهم بائعاً لكل حقوقه؛

10- تخصم مصروفات التشغيل بما فيها أجور الإدارة من الحساب الاستثماري العام للمحفظة باعتبار أن الجميع في شركة أموال، ويحسب الربح والخسارة بعد ذلك؛¹⁵³

النموذج الخامس: إعادة التأمين الإسلامي

قبل ننتقل إلى الحديث عن مقترحات لإنشاء شركات إعادة التأمين الإسلامية، يجب أن نعرف بالمقصود مصطلح إعادة التأمين؟

يقصد بمصطلح (إعادة التأمين) قيام شركة التأمين بإعادة تأمين تغطياتها لدى شركة تأمين أخرى أكبر منها، بحيث تشترك معها في تفتيت كل أو بعض الأخطار حال تحققها، فالعملية التي يتم بموجبها تحميل معيدي التأمين كل أو بعض الخطر مقابل اشتراك معين تبذله شركة التأمين هو ما يعرف بمصطلح إعادة التأمين. ولإيضاح مدلول مصطلح إعادة التأمين فإنه ينبغي بيان أن العملية التأمينية سواء كانت تقليدية أو إسلامية تكتنفها مخاطر وأضرار متوقعة من خلال تعرض شركات التأمين لأزمات وكوارث تستغرق معظم الأرصدة التأمينية لديها، بما يعرض الشركة للإفلاس أو الانهيار، فاستحدثت فكرة "التأمين على شركات التأمين"، بحيث تقوم شركات تأمين كبرى تسمى شركات إعادة التأمين بالعمل على مساندة شركات التأمين الصغيرة وحمايتها من التصدع والانهيار المفاجئ بواسطة عقود تأمينية خاصة.

¹⁵³ عبد الله علي الصيفي، رائد نصري أبو مؤنس ، المشاركة المتزايدة نموذجاً لإدارة التأمين الإسلامي والتحوط ضد مخاطر الخسارة حالة التصفية النهائية ، بحث مقدم للمؤتمر: "التأمين التعاوني أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة الإسلامية منه"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الجامعة الأردنية، الأردن، يومي 11 و 12 أبريل، 2010، 54، 56.

خاتمة:

لقد حاولنا من خلال هذه المطبوعة معالجة موضوع الهندسة المالية منذ ظهورها، تطورها وخصائصها، والخدمات التي توفرها للمتعاملين. ثم مجالاتها و مسؤولياتها و علاقتها بالأسواق المالية و قد عرفنا منتجات الهندسة المالية نظرا للدور العظيم الذي تقوم به في حركة التمويل الدولي، ومن خلال توفير الموارد مالية ضخمة للدول لتمويل احتياجاتها ولمعالجة العجز في موازين مدفوعاتها بتكلفة منخفضة، وبدون شروط على استعمال القروض وقد أدت كلها إلى تعزيز نمو التبادل التجاري الدولي وزيادة أهمية وأحجام المعاملات المالية الدولية، وبالتالي التركيز أكثر على الهندسة المالية لما توفره من تسهيلات من حيث استعمالها لأدوات مستحدثة كالمشتقات المالية التي عرفت استعمال واسع داخل الأسواق المالية المحلية و الدولية.

في الفصل الأخير قمنا بدراسة الهندسة المالية الإسلامية حيث هناك دور بارز وأثر واضح للهندسة المالية الإسلامية في العمل المصرفي، تزخر بعدد النماذج والمنتجات المالية المبتكرة، المطبقة أو القابلة للتطبيق بالمؤسسات المالية الإسلامية المصرفية إلا أنه لا يزال العمل المصرفي الإسلامي في البدايات، والمطلوب منه التقدم والتطور لمواكبة التطورات الاقتصادية الجديدة و في الأخير نأمل أن نكون قد وفقنا في تقديم عمل للطالب في هذا المقياس، كما نأسف عن أي أخطاء وردت في هذه المطبوعة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

*الكتب:

- أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، دار الحامد، عمان، الأردن.
- أسعد رياض، الهندسة المالية الأكاديمية العربية للعلوم والمصرفية، عمان، الأردن، 2001.
- إسماعيل الطراد، عباد جمعة، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل، عمان، 1999.
- أشرف شمس الدين، أسس الإستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- أشرف محمد دواية، صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية، دار السلام، الطبعة الأولى، القاهرة، 2004.
- إلياس بن ساسي ويوسف القريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
- بلعادي عمار، التحليل المالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2018/2019.
- بن علي بلعوز، إدارة المخاطر، دار النشر وتوزيع، الوراق، الأردن، 2013.
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في لبورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومة للطبع، الجزائر، 2002.
- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- حاكم محسن، الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
- حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، محفوز جودة، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، 1998.
- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، المفاهيم-إدارة المخاطر، دار الجامعة الإسكندرية، مصر، 2001.
- حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوارق، الأردن، 2001.
- الحناوي محمد صالح وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- حيرش عبد القادر، مطبوعة الهندسة المالية موجهة لطلبة السنة الثالثة، تخصص: مالية البنوك والتأمينات، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، الجزائر، 2017/2018.
- رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- سامي سويلم، صناعة الهندسة المالية نصرات في المنهج الإسلامي، بيت المشورة للتدريب، الكويت، 2004.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1981.

- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، 2005.
- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
- صبري عيد نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية، الأهرام الاقتصادي، مصر، 1998.
- عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة، مصر، 2008.
- عاطف وليم اندراوس، السياسية المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية . 2004.
- عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، دار جامعة الإسكندرية، 2001.
- عبد العزيز هيكل فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 1981.
- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية -أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات-، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003.
- علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009.
- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2003.
- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، 1998.
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006.
- محمد إسلام البرواري، بورصة الوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001.
- محمد عثمان شبير، المدخل إلى فقه المعاملات المالية: المال، الملكية، العقد، دار النفائس، مصر، 2010.
- محمد علي القري، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 6، الجزء الثاني، جدة، 1990.
- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة، دار الحامد، عمان، الأردن.
- محمد مطر، إدارة الاستثمار: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة السابعة، عمان، الأردن، 2015.
- -مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، مصر. 2001.
- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر -عقود الخيارات-، الجزء الثالث، منشأة المعارف، مصر، 2007.
- منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار النشر منشأة المصارف، الإسكندرية، 2005.
- منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر.
- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت، 1997.
- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2012.
- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2003.
- هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- وهيبه الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.

*الرسائل الجامعية:

- إلياس عبد الله سليمان أبو الهيجاء، تطوير اليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية-دراسة حالة الأردن-، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 2010.

*المؤتمرات:

- عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات المتحدة العربية، أيام 6، 7، 8 مارس 2007.
- عبد الله علي الصيفي، رائد نصري أبو مؤنس، المشاركة المتزايدة نموذجاً لإدارة التأمين الإسلامي والتحوط ضد مخاطر الخسارة حالة التصفية النهائية، بحث مقدم للمؤتمر: "التأمين التعاوني أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة الإسلامية منه"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الجامعة الأردنية، الأردن، يومي 11 و12 أبريل، 2010.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- Brian A.Eales, Moorad choudhry, derivative instruments – A, guid to theory and practice, (Butterworth-Heinemann, London, 2003
- Don M.Chance, Robert Brooks An introduction to Derivatives Seventh Thomas higher education Canada 2006
- F Mishkin, Monnaie, banque et marché financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris2010
- Frederic Mishkin, The Economics of money, Banking, and financial markets, (Addison Wesley, Boston 2007
- John C. Hull (2000), Option, futures and other derivatives, prentice-HALL
- Lawrence D.Schall, introduction to financial management, new york, 1988.

- New york stock exchange, Glossary of terms and acronyms
- www.ar.wikipedia.org/wiki.le
- Yuh-Dauh Lyuu, Financial Engineering and Computation: Principles MathematicsAlgorithms (United Kingdom Cambridge University Press, USA, 200-4),