

# الهندسة المالية

د. غربي ناصر صلاح الدين

## تعريف الهندسة المالية

يعتبر مفهوم الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية ، لكنه يبدو حديثا نسبيا 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 إختالف في تعريفات هذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه ، هناك مجموعة من التعارف للهندسة المالية ، من بينها تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين تتضمن الهندسة المالية التطور والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية إيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة و استغلال الفرص المالية ، فالهندسة المالية ليست أداة ، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات.

ويعرفها فنرليي بأنها " التصميم والتطوير والتنفيذ الأدوات وعمليات مبتكرة ، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل " .

وهذا التعريف يعني أن الهندسة المالية تتضمن ثالث أنواع من الأنشطة وهي: - ابتكار أدوات مالية جديدة ، مثل : بطاقات الائتمان؛ - ابتكار آليات تمويل جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية أأعمال قائمة ، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية والتجارة الإلكترونية؛ - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إدارة الائتمان ؛ - ابتكار المقصود ليس مجرد اختالف عن السائد ، بل لابد أن يكون هذا إختالف متميز إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية ، ولذا فالبد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لم تستطيع الأدوات والآليات المتداولة تحقيقه .

# نشأة الهندسة المالية

ظهرت الهندسة المالية للوجود في منتصف الثمانينات بهدف إعانة وخدمة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة المشاريع.

ففي لندن فتحت البنوك إدارات لمساعد شركات الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها يجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات ، لتطوير منتجات أسواق المال وكانت تلك بداية ظهور وا الهندسة المالية ، وفي عام 1992 أنشئ الإتحاد الدولي للمهندسين الماليين لرعايتهم والرتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الإتحاد يضم نحو 2000 عضوا من شتى أنحاء العالم.

وعموما يمكن تلخيص تطور مفهوم الهندسة المالية فيما شهدت أسواق المال العالمية من تطورات في مجالات إبتكارات المالية، والتي نجزها في الحالات الأربعة التالية :

1/ اتساع وتعدد أدوات أالاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق إتاحة المزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

2/ إيجاد أدوات إدارة المخاطر ، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقا لتفصيلات المستثمرين للمخاطر.

3/ تعدد وتنوع إستراتيجيات أالاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات أالاستثمار، خاصة المشتقات المالية.

4/ تطوير أدوات الراجعة بين الأسواق، مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والافتاح على الأسواق العالمية .

# عوامل ظهور الهندسة المالية

- 1 ظهور أاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل
- 2 تقنيات المعلومات ومفهوم السوق العريضة:
- 3 ظهور مفهوم الكفاءة والفعالية:
- 4 زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها:
- 5 محاولة الاستفادة من النظام المالي:



# مجالات الهندسة المالية

تحدد مجالات نشاط الهندسة المالية من خلال المشاكل التي تعالجها و التي تتمثل في الآتي :

1/ تسعير المشتقات : هناك طلب كبير على الأوراق المالية المشتقة و التي تكون عوائدها مستمدة من متغيرات أساسية مثل أسعار الأوراق المالية الأخرى .

2/ إدارة المخاطر : أي شخص يدير محفظة مؤسسية يحتاج إلى أن يكون قادرا على قياس و مراقبة مخاطرها لإدارتها بحكمة و إرضاء كل من رؤسائه، المستثمرين و المنظمين .

3/ تحسين محفظة الأوراق المالية : يرغب الأفراد و المؤسسات في الاستثمار الأمثل للوصول إلى أهدافهم المالية و ذلك بالبحث و استغلال المعلومات الجديدة التي لم تنعكس بعد على أسعار الأسهم من أجل تحقيق ربح .

# مسؤوليات الهندسة المالية

يقصد بمسؤوليات الهندسة المالية المهام التي يمكن أن تضطلع بها وظيفة الهندسة المالية بمؤسسات الاعمال :

- 1/ التحليل المالي و التخطيط المالي و تنظيم المنظومة المالية و إعادة هيكلتها وفق التغيرات البيئية و تقييم الاحتياجات الراسمالية .
- 2/ إدارة هيكل الأصول النقدية.
- 3/ إدارة هيكل التمويل و قرارات تمويل الاصول
- 4/ ادارة المنتجات المالية و مشتقاتها .



# فوائد تطبيق الهندسة المالية

- 1/ ابتداء طرق جديدة لفهم و قياس و إدارة المخاطر المالية و التي من خلالها يمكن عزل او فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن ادارة كل خطر فيها بشكل مستقل و بكفاءة اعلي .
- 2/ دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم اغراضهم في بناء محافظهم الاستثمارية لتكوين أكثر تنوعا ، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
- 3/ تعزيز فرص الايرادات و الإرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية.
- 4/ تقليل الكلفة لكل من المصدرين و المستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمارات ، إلا جانب توسيع بدائل التمويل و الاستثمار المتاحة و تقليل مخاطر الخسارة.

# مقومات المهندس المالي

1. معرفة واسعة واضحة بالأدوات و تطبيقاتها و فوائدها و مساوئها و دورها في التقليل من المخاطر و زيادة العوائد.
2. خلفية واسعة في علم الرياضيات و الإحصاء و الاقتصاد و الطريقة التي من خلالها يمكن اعتماد هذه العلوم في موضوعات المالية.
3. معرفو واسعة بالقانون الدولي و المحلي فيما يرتبط بالآليات المالية و الأسواق.
4. خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي و المحلي.
5. معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب و البيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.

# استراتيجيات الاستثمار ب أدوات الهندسة المالية

يقصد باستراتيجيات الاستثمار بأدوات الهندسة المالية، الأهداف التي تسعى الهندسة المالية لتحقيقها ، و تتمثل بالنقاط التالية :

1/ التغطية : التغطية هي العملية التي يبحث من خلالها احد المستثمرين عن حماية مركز له في السوق الحاضرة.

2/ المضاربة : المضاربة هي التوقع ابتداء من تقدير فرص الكسب لاغتنامها و احتمالات الخسائر لتجنبيها .

3/ المراجعة :هي فرصة الشراء و البيع في الوقت نفسه و في أسواق مختلفة لنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح.

4/ إدارة الأصول و الخصوم : يقصد بها فن و علم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه أصول المنشاة أفضل مزيج من الخصوم المحفظه

# الفصل الأول: مدخل إلى الهندسة المالية

## الهدف العام:

تمكين الطالب من تحديد مفهوم الهندسة المالية  
وظهورها ومجالات عملها

الأهداف الخاصة: بعد قراءة الطالب هذا الفصل

سيكون قادرا بإذن الله على:

1/ ضبط مفهوم الهندسة المالية

2/ تحديد عوامل ظهور الهندسة المالية

ما المقصود بمصطلح الهندسة  
المالية Financial engineering؟

## المبحث الأول: مفهوم الهندسة المالية

- لقد ارتبط مصطلح الهندسة المالية بتطور التعاملات المالية

- هناك تباين في التعريف باختلاف زاوية النظر:

1- زاوية الإدارة المالية للمؤسسات.

2- الباحثين في مجال تطوير المنتجات المالية في المؤسسات

3- أو من وجهة نظر الأسواق المالية.

- أ- بالنسبة لوجهة نظر الإدارة المالية للمؤسسات:
  - متعلقة بتحسين جودة العمليات المالية للمؤسسة.
  - الارتكاز على استخدام التقنيات الكمية الحديثة:
  - الإدارة المثلى لمحفظة الأوراق المالية ومحفظ الاستثمار،
  - إدارة المخاطر
  - تعظيم قيمة المؤسسة،



## ب- بالنسبة وجهة نظر المؤسسات المالية:

فالهندسة المالية هي منهج نظامي لحل مشاكل زبائنها

1- تحديد المشكلة التمويلية وضبطها،

2- استعراض البدائل المالية الممكنة لحل المشكلة والتي

تستجيب لحاجيات الزبون في ظل النظام القائم (القيود  
الضريبية والتنظيمية)

3- ضبط تكلفة وهامش ربح كل بديل،

5- اختيار أفضل البدائل والوصول به إلى مستوى التنفيذ

من خلال انتاج أداة مالية جديدة،

## ج- بالنسبة وجهة نظر الأسواق المالية:

- عملية تعتمد على استخدام الوسائل العلمية كالخوارزميات.

- ووضع النماذج لوصف وتحليل البيانات المستقاة من الأسواق المالية، كأسواق الصرف وأسواق الخيارات والمستقبليات.

وبشكل مجمل يمكننا تعريف الهندسة المالية بأنها:

«التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية

مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل»

فينظر (هـ.م) على أنها عملية بناء وتصميم لأدوات مالية

معقدة والاستراتيجيات والأنظمة، بالارتكاز على قوالب

المنتجات المالية الموجودة بمراعاة (العائد والمخاطر

المختلفة) وتنفيذها.

ويشترط في هذا الابتكار:

1- أن تكون الأداة أو الآلية متميزة عما هو سائد،

2- أن تؤدي الأداة أو الآلية إلى رفع كفاءة الأسواق

المالية وجعله أكثر اكتمالا. وامتثلية

-يمكن زيادة الكفاءة عن طريق خفض تكاليف المعاملات

والضرائب وغيرها من الخسائر،

- إن (ه.م) حقل لتطبيق المهارات من تخصصات

(الرياضيات والنمذجة الإحصائية وتكنولوجيا الحاسوب)

على مشاكل القطاع المالي لإنجاز مشروع معقد

وإبداعي.

- فالهندسة المالية تخصصا يقع عند مفترق العلوم

الاكتوارية، والمالية والاقتصادية والقانونية والضريبية.

## ثانياً: مجالات الهندسة المالية: حسب Finnerty

1-ابتكار أدوات مالية جديدة: ويشمل تطوير الأدوات المالية المبتكرة :

-الحسابات المصرفية الجديدة + بطاقات الائتمان

-أنواع جديدة من منتجات التأمين على الحياة,....

- أشكال جديدة من القروض العقارية السكنية.

- مبتكرات من الأسهم العادية والأسهم الممتازة وأدوات الدين(السندات).

- وابتكار صيغ جديدة كعقود الخيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وغيرها، لإدارة المخاطر.

## 2-ابتكار أنظمة وعمليات مالية جديدة لتخفيض التكاليف:

- تطوير العمليات المالية الجديدة والمبتكرة لتقليل تكاليف تنفيذ المعاملات المالية،

- وعادة ما يكون التطوير نتيجة للتغيرات التشريعية أو التنظيمية والتكنولوجية:

عملية التسجيل على الرفع، وفكرة سمسار الخصم،  
التداول الإلكتروني للأوراق المالية، التجارة الإلكترونية

### 3- ابتكار حلول خلاقية للمشاكل التمويلية:

- وضع استراتيجيات مبتكرة لإدارة كل من الأصول والخصوم وإدارة السيولة و إدارة الائتمان والديون.
- تصميم وتطوير نماذج لتقييم المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية وإدارتها.
- تشكيل وإدارة محافظ مالية تستجيب لرغبات المستثمرين.



- تقديم أساليب جديدة لإعادة هيكلة الشركات.

(تغيير هيكل رأس المال، تغيير شكل الملكية)

- تقديم صيغ تمويل تستجيب لظروف بعض المشروعات،

واقتراح حلول مالية للتغلب على مشكلاتها.

- تطوير استراتيجيات دفاعية تتيح للشركات كشف السيطرة

العدوانية وسبل مواجهتها.

ثالثًا: عوامل ظهور الهندسة المالية وتطورها:

سؤال: لماذا ظهرت الهندسة المالية؟

الجواب: **"الحاجة أم الاختراع"**

يمكننا حصر أهم عوامل بروز هـ, م في:

1- القيود الضريبية والتنظيمية: هـ, م أسلوب جديد للتفكير

في معالجة جانب التمويل، لتحقيق اهداف ( الربح

والسيولة وتدنية المخاطر) وتقليص اثر الضريبة والقيود

التنظيمية (تكاليف تؤثر سلبا على أرباح المشروعات )

- **فالقيود التنظيمية** هي تلك القيود التي يحددها القانون

المنظم للنشاط، كمنع أنواع من العقود والمعاملات،

- يمكن للبنوك بهرم أن تتخطي قيود السياسة النقدية

عند انتهاج السلطة النقدية لسياسة الاحتياطي الإلزامي

أو سياسة إعادة الخصم،

كاستعمال اتفاقيات إعادة الشراء، تتاح امكانية بيع البنك

لسند بثمن ثم يعيد شراؤه بثمن أعلى من نفس البائع،

**أما القيود الضريبية** فتتمثل في التشريعات الضريبية

- يمكن التخلص منها أو تقليص تأثيرها من خلال

استغلالها في إيجاد أدوات مالية قادرة على إنتاج وفورات

ضريبية ( للمصدر أو المستثمر أو لكليهما )

. إذ يمكن ابتكار أدوات مالية تخضع أرباح الشركة لأقل

مقدار من الضرائب.

## 2- عجز أساليب التمويل التقليدية عن مجاراة حاجات طالبي التمويل أو المستثمرين:

- ظهور احتياجات تمويل جديدة ذات تصميمات  
واستحقاقات مختلفة،

- الحاجة إلى ابتكار وسائل تمويل مغايرة لوسائل التمويل  
التقليدية

- البحث عن مزيد من الكفاءة والفعالية الاقتصادية

### 3- بروز مصطلح الكفاءة والفعالية في أسواق المال:

-الفعالية **efficacité**: في أسواق المال: ترجمة لمدى

قدرة السوق على تغطية احتياجات المشاركين

- (مقياس لمدى تحقق الأهداف = المتحقق / الهدف)

-الكفاءة **efficience**: أمثلة الوسائل المستخدمة

لتحقيق النتيجة (لتلبية الحاجات) وتحقيق أدنى التكاليف أو

تعظيم العائد وبسرعة عالية.

مثال: استهدف طالب حصول علامة 13 في مادة هـ.م

1- **الفعالية:** إذا حقق في نهاية السداسي علامة 13 فهذا نقول أن الطالب تمكن من تحقق الهدف 100% فهو فعال.

- إذا حقق في نهاية السداسي علامة 14 فهذا نقول أن الطالب تمكن من تحقق الهدف 107.6% فهو فعال جدا.

**(الفعالية متعلقة بنسبة النتيجة إلى الهدف)**

**فيقال فعال جدا في تحقق أهدافه.**

2- **الكفاءة:** هنا الحديث عن أمثلية الوسائل في تحقيق النتيجة

- إذا درس وراجع دروسه لمدة 6 أشهر كاملة وحقق 13

- إذا درس مدة أسبوع واحد بشكل مكثف وحقق علامة 13

نقول أن الوسيلة الثانية أكفاء من الأولى (حققت النتيجة بتكلفة أقل وجهد أقل)

- **وتزيد أهمية المعيارين في ظل:**

- **اتساع الأسواق وزيادة أعداد المشاركين فيها،**

- **ميل الأسواق إلى تقديم خدمات ذات جودة عالية**



## 4-زيادة تقلب الأسواق المالية وتكرار حالات انهيارها:

- أدت زيادة تقلبات أسواق المال الى زيادة الخطر

(تقلب أسعار الأسهم، أسعار صرف العملات الأجنبية،

أسعار السلع والطاقة، وأسعار الفائدة)

-تترجم زيادة الخطر حالة من عدم التأكد والضبابية تجاه

المستقبل، فهنا تظهر الحاجة لإدارة المخاطر

- دفع تطور إدارة المخاطر إلى ابتكار أدوات جديدة

امر حاسم للبقاء في السوق والحفاظ على القدرة

التنافسية للمنشآت،

- فظهرت أدوات جديدة لفهم المخاطر وقياسها،

وتوزيعها وإدارتها حسب سلم تفضيلات

المستثمرين،

## 5- الطبيعة العالمية للأسواق:

-دفعت العولمة إلى اتساع الأسواق المالية،

- زيادة اعداد المتعاملين الجدد الباحثين عن الاستثمار أو

الطالبيين للتمويل على الصعيد الدولي،

- مما استوجب ابتكار أدوات وعمليات مالية تتوافق مع

تفضيلاتهم، تتجاوز الحدود المكانية لكلا الطرفين .

## 6- تزايد حدة المنافسة عالميا:

- ضرورة تطوير العمليات المالية للمنشآت للبقاء
- ضرورة ابتكار أدوات وعمليات مالية جديدة تتيح إدارتها
- المخاطر وزيادة في الأداء وتزيد في قدراتها التنافسية.

7-تطور تكنولوجيات المعلومات والاتصالات وبرز مفهوم السوق الواسع :

-صار ممكنا في الوقت الحقيقي تجميع البيانات وتحليلها من جميع أنحاء العالم، وصنع قرار التداول، باستخدام نماذج رياضية.

-الاقتصاد أكثر في تكاليف المعاملات وزيادة كفاءة السوق (التداول الإلكتروني)

- سهل على مصممي الأدوات المالية إمكانيات وضع  
منتجات مالية تصرّف بسهولة، في ظل تعدد وتنوع  
الأطراف التي تطلبها

## 8- مساهمة التطورات العلمية للنظرية المالية:

- سمحت الأبحاث التي عرفتها النظرية المالية (ن.م) لـ:

- ماركويتز Markowitz عام 1952 في وضع

مرتكزات نظرية المحفظة المالية، و(ن.المالية) الحديثة

- وليام شارب W.Sharpe عام 1964 الذي وضع

نموذجاً لتسعير الأصول الرأسمالية CAPM لتحديد معدل

العائد المطلوب تحقيقه من طرف كل أصل في ظل مقدار

معين من المخاطرة.

- بلاك وشولز Black and Scholes عام 1973 نموذج يحدد كيفية تقييم وتسعير الخيارات المالية،
- Engle عام 1982 نموذج لتقييم المخاطر.
- وقد ساهمت هذه الأعمال في فسخ المجال أمام:
- تطور سوق المشتقات.
- تطور استعمالات نظرية المحفظة المالية.
- تطور أساليب تقييم وإدارة المخاطر.

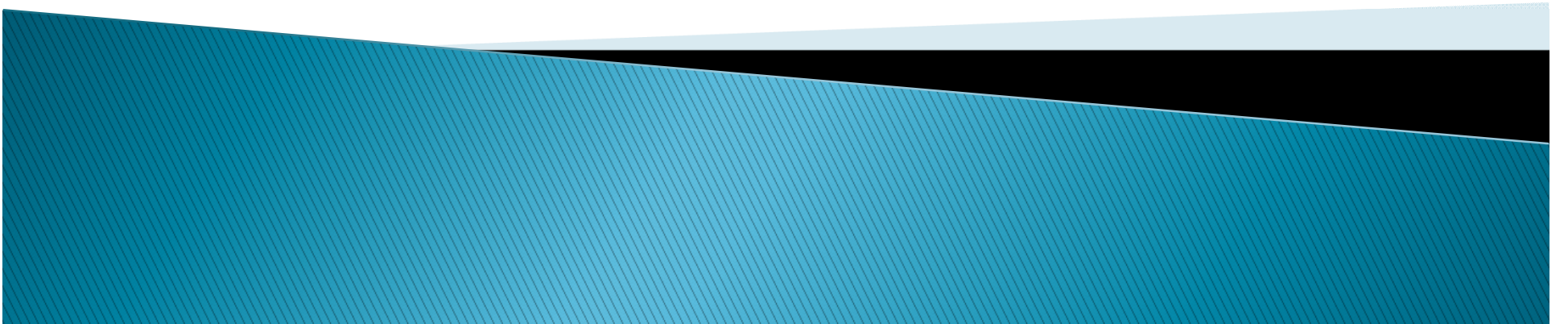


قيل أن :  
أفضل أوقات النوم وقت المحاضرة



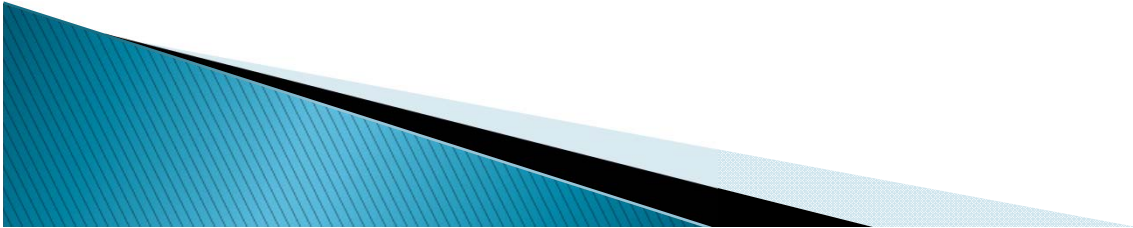
# العائد و المخاطرة

الدكتور غربي ناصر صلاح الدين



# ماهية المخاطر

- ▶ يعرف الخطر بصفة عامة على انه الحدث او مجموعة من الاحداث الفجائية التي تؤثر على نشاط المستثمرين و كذا على ارباح المتعاملين في الاسواق المالية
- ▶ كما تعرف مخاطر الاستثمار على انها التقلبات المنتظمة أو غير المنتظمة الدورية أو الغير الدورية ، الشاملة أو الجزئية التي تصيب قيم الاصول الاستثمارية و عوائدها المتوقعة في ظل حالة عدم التأكد السائدة في الاسواق المالية و النشاطات الاقتصادية
- ▶ احتمال انحراف العائد المتحقق مستقبلا عن العائد المتوقع
- ▶ درجة التغير او التقلب في العائد و هو يمثل حالة عدم التأكد و يقاس بالتباين و العلاقة بينهما طردية ، كلما زاد التباين زاد الخطر



# انواع المخاطر

تنقسم المخاطر الى مخاطر نظامية و مخاطر غير نظامية :

➤ المخاطر النظامية : و هي المخاطر الناجمة عن عوامل تؤثر في السوق

بشكل عام و تؤدي الى عدم التأكد من عائد الاستثمار ، فالمخاطر المنتظمة تصيب السوق ككل و بالتالي لا يمكن تجنبها بالتنوع و تتمثل خصائص المخاطر النظامية فيما يلي :

□ انها تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام

□ لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين

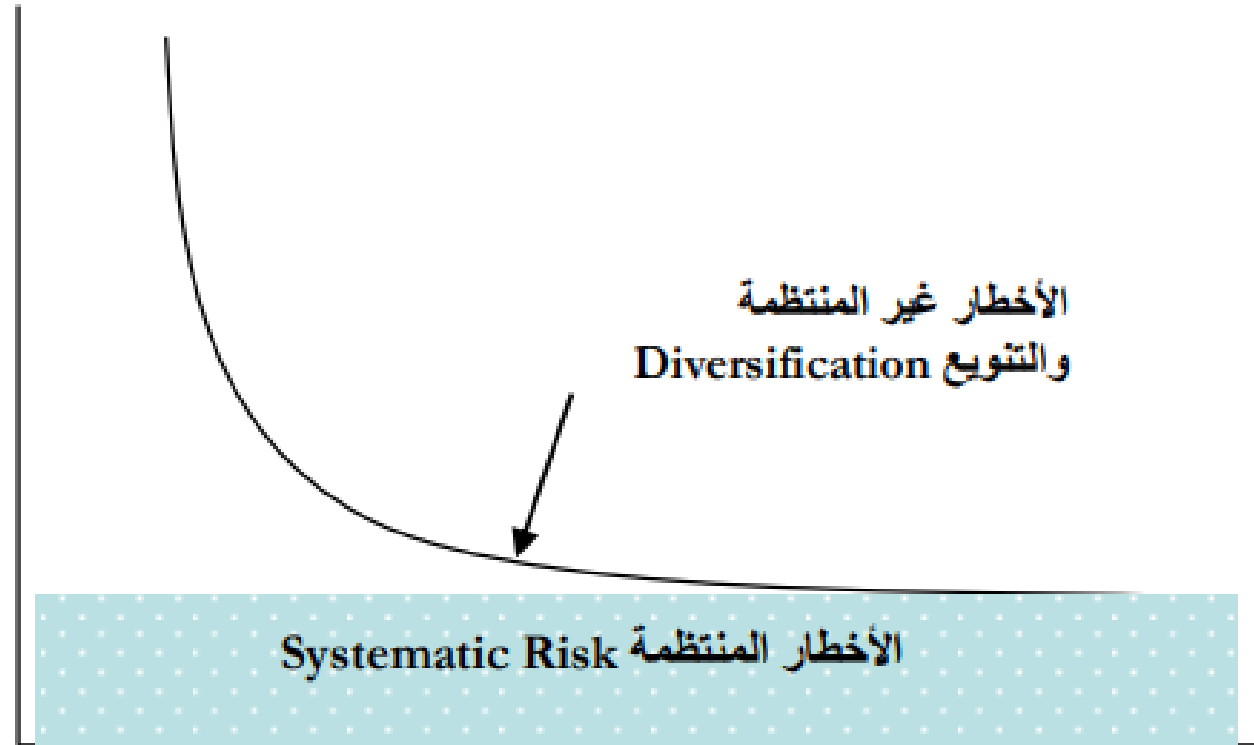
□ ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية,



► المخاطر الغير النظامية : هي مخاطر الناجمة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين و تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل ، و يمكن تجنب هذه المخاطر بالتنوع أي عدم الاقتصار على استثمار واحد ، و انما توزيع الاستثمارات على عدة شركات و قطاعات العوامل التي تسبب هذه المخاطر ، هي الاضرابات العالمية للشركة سوء الادارة في استخدام الموارد ، ظهور اختراعات جديدة ، تغير اذواق المستهلكين مثل هذه العوامل تعرض ارباح الشركة الى الانخفاض مما يؤثر على اسعار اسهمها في السوق



درجة الخطر  
أو التباين  
للمحفظة



عدد الأوراق المالية  
Number of securities



و هناك تصنيف اخرى للمخاطر ، يمكن عرضه فيما يلي :

**1. مخاطر النشاط :** و هي المخاطر المصاحبة لنشاط المؤسسة التي تؤثر على ايراداتها و تختلف درجة المخاطر من شركة الى اخرى ، و ذلك حسب القطاع الذي تنتمي اليه ما ينجر عن تلك المخاطر من تاثير على ارباح الشركات و بالتالي على اصولها المالية التي تصدرها ، و التي قد تؤدي في بعض الاحيان الى عجز الشركة عن اداء التزاماتها اتجاه الدائنين حاملي السندات , و حتي افلاس الشركة و خروجها من النشاط

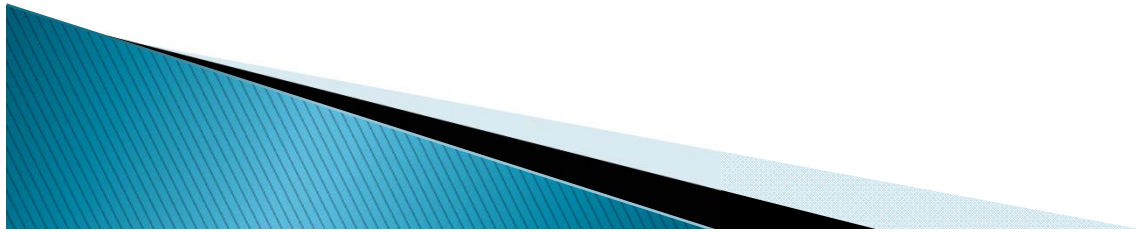
**2. المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة :** تتمثل المخاطر المالية غي حجم مديونية الشركة بالمقارنة مع حقوق المالية ملكيتها ، فكلما زاد حجم المديونية مقارنة بحقوق الملكية زاد المخاطر المالية لذلك يجب على المؤسسة تحقيق عائد يكفي على الاقل لتغطية الفوائد الثابتة و اقساط القروض



1. مخاطر الائتمان : و هي المخاطر التي تنجم عن عدم قدرة المقرض أو الجهة المصدرة لسند الوفاء بالالتزامات المتفق عليها في العقود ، و حتي تتجنب المؤسسات المالية هذه المخاطر يتوجب عليها قبل منح القروض لتقييم الجدارة الائتمانية لجهة المقرضة و احتمال عدم وفائها بالالتزامات التعاقد

2. مخاطر السيولة : ترجع مخاطر السيولة الى عدم التأكد من امكانية استيراد الاستثمار بدون تكبد خسائر من قيمته فبعض الاستثمارات تتميز بسهولة اكثر من غيرها عند تحويلها الى سيولة

3. مخاطر التضخم : مخاطر التضخم لها تأثير على الاستثمارات ذات العوائد الثابتة أو تلك لا تعطي عوائد مثل الحسابات الجارية ، و حتي يتجنب المستثمر مخاطر التضخم عليه اختيار الاستثمارات التي من المتوقع ان تحقق عوائد أكبر من معدل التضخم المتوقع





**1. مخاطر السياسية :** ترجع هذه المخاطر الى الظروف السياسية و التي تؤثر على اسهم و سندات الشركات ك تدخل الدولة في قطاع الخاص ، اعادة تقويم العملة ، زيادة ضرائب على الدخل ، فهذه العوامل تؤثر على ارباح الشركات و على قيمة اصول ، و لتجنب هذه مخاطر يجب الاستثمار في المناطق التي تتميز بالاستقرار السياسي.

**2. مخاطر السوق :** يرتبط خطر السوق بالتغيرات التي تصيب اسعار الاصول المالية و عليه تكمن المخاطر السوقية في التحرك العام في الاسعار الأصول المالية نظر لتأثيرها بعوامل خارجية غير مرتبطة بالشركة المصدرة ، اذ يصعب التنبؤ بتلك العوامل و تشتمل على المخاطر التالية :

□ مخاطر اسعار الفائدة

□ مخاطر اسعار الصرف

- المخاطر المرتبطة بأسواق الاسهم
- المخاطر المرتبطة بأسواق المواد الاولية
- المخاطر المرتبطة بأدوات المالية المشتقة

## مما هي العائد

تعريف العائد : هو المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لا مواله ,

مصادر العوائد :

1- العائد الجاري : و ينتج عن التدفقات النقدية المستلمة اما على شكل فوائد أو ارباح موزعة فيكون هذا العائد موجبا أو صفرا و لا يمكن أن يكون سالبا

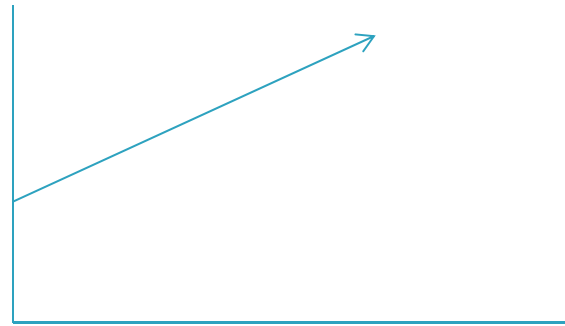
**2-العائد الرأسمالي :** و ينتج عن تغير سعر الاصل موضوع الاستثمار . فيكون

عندنا عوائد رأسمالية بحالة الزيادة و خسائر رأسمالية في حالة النقصان

و المستثمر يحصل من خلال فترة استثماره على عائد كلي يساوي مجموع العائد  
الجاري و العائد الرأسمالية ، و يسمى هذا العائد لفترة الاحتفاظ

**3-العلاقة بين العائد و المخاطرة :**

العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة طردية و الشكل التالي :

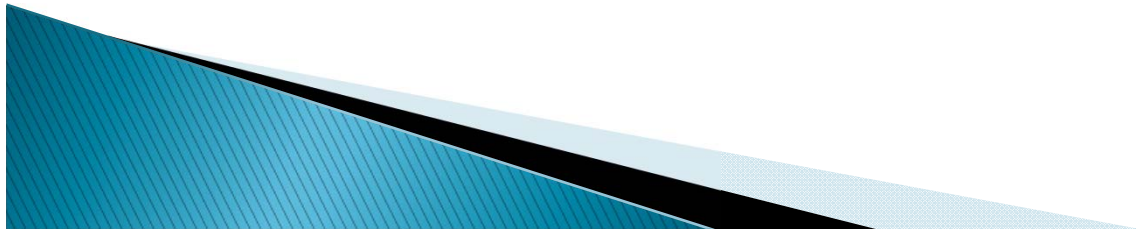


من الشكل السابق نجد انه كلما زادت المخاطر على استثمار معين فان المستثمر سيطلب عائدا مرتفعا كعلاوة على المخاطر التي يتعرض لها,

4- التغطية : هي عبارة عن اداة لا دارة المخاطر يلجا اليها المستثمرين لتقليل مخارطهم ، و هي سياسة متبعة في كبرى الاسواق المالية و يلجا اليها المستثمرون لكي يأمنوا شر التقلبات السوقية

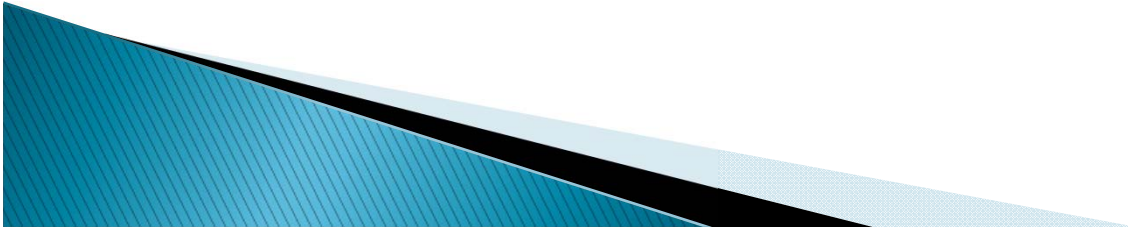
فالتغطية هي مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلا على اصل معين ، و هي اسلوب لحماية قيمة اصل ما يملكه المستثمر الى ان تتم تصفيته تكشف الممارسة في كافة اسواق عقود المشتقات عن ان تكلفة التغطية ضئيلة الا انها غير مجانية ,

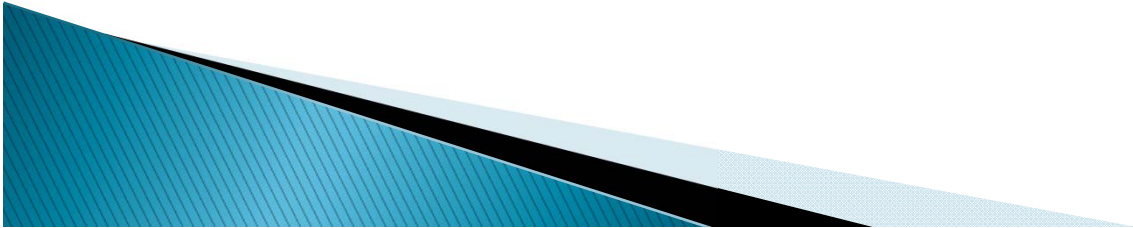
التحوط هو محاولة تجنب او تقليل الخسارة في المخاطرة من خلال عمل موازنة معاكسة للمراهنة أو الاستثمار فالتغطية و التحوط هو وجهين لعملة واحدة كما يقول اهل الاختصاص

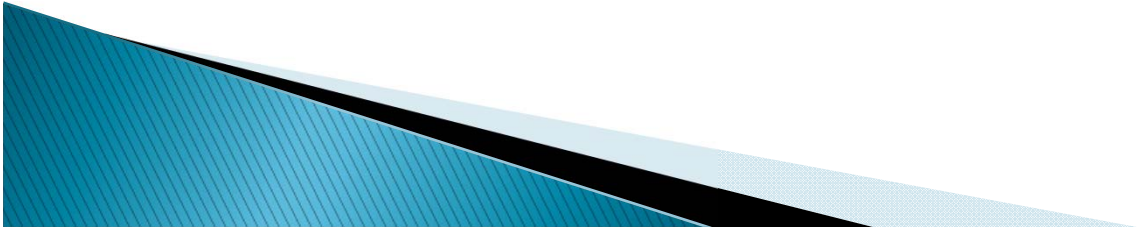


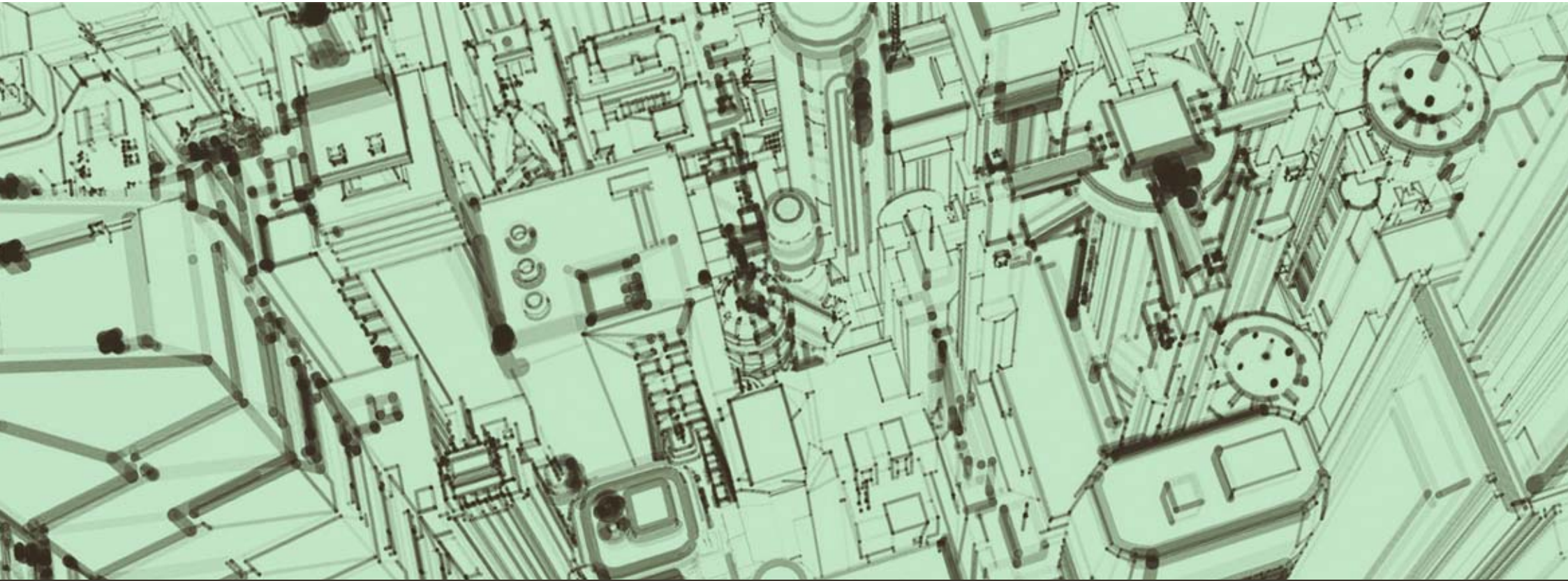
التحوط او التغطية يجعل المؤسسات تتمتع بالخصائص التالية :

- امتلاك فرص كبيرة للنمو و ذلك لان التحوط يقلل من المخاطر التي تجعل المنظمة غير قادرة على استغلال الفرص الاستثمارية بسبب العجز الناتج عن خسائر الصرف في العملة الاجنبية
- التحوط يقلل من احتمالية مشاكل الصرف الأجنبية و التي تمنع المنظمات من الوفاء بالتزامات النقدية الثابتة
- التحوط يمكن ان يقلل من الدخل الخاضع للضريبة
- يساعد الشركات على تقليل ملفه الاقتراض من خلال ادوات المشتقات المالية









# الهندسة المالية الإسلامية كأداة لتنشيط الأسواق المالية الإسلامية و التحوط ضد المخاطر

د الدكتور غربي ناصر صلاح الدين /





مازلت المالية الإسلامية بشكل عام و الأسواق المالية الإسلامية بشكل خاص تواجه الكثير من التحديات و التي على رأسها المنافسة الكبيرة المفروضة عليها من التمويل التقليدي ، و احتياجها إلى طرح المزيد من المنتجات المالية الإسلامية التي تلبي الاحتياجات التمويلية للمختلف الأعوان الاقتصاديين مع مراعاة أحكام الشريعة ، الأمر الذي يجعلها في حاجة ماسة إلى آلية تمكنها من ابتكار و خلق منتجات مالية إسلامية جديدة على غرار ما هو موجود في التمويل التقليدي ، بحيث تتمثل هذه الآلية في الهندسة المالية الإسلامية .

## الإشكالية :

و انطلاقا مما سبق تطرح هذه الورقة البحثية الإشكالية التالية:

ما مدى مساهمة للهندسة المالية الإسلامية في تطوير نشاط الأسواق المالية الإسلامية و الحد من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الأسواق ؟

## الفرضيات :

تهدف الدراسة إلى الإجابة على الفرضيات التالية :

✓ تساهم الهندسة المالية الإسلامية في خلق منتجات مالية إسلامية جديدة من شأنها تنشيط الأسواق المالية الإسلامية، و تلبية احتياجات مختلف المتعاملين الاقتصاديين.

✓ تساهم الهندسة المالية الإسلامية في الرفع من مستوى التنوع الأوراق المالية الإسلامية مما يقلل المخاطر ، و يرفع من كفاءة الأسواق المالية الإسلامية .

✓ يواجه تطبيق الهندسة المالية الإسلامية على أرض الواقع الكثير من العوائق مما يجعلها عجزا عن أداء الدور المنوط بها في تطوير الصناعة المالية الإسلامية و تنشيط الأسواق المالية الإسلامية.

## تعريف الهندسة المالية الإسلامية

✓ الهندسة المالية كمفهوم او ممارسة فهي قديمة قدم المعاملات المالية ، لكن كمصطلح ارتبطت مع موجة الانفتاح المالي و التطور الكبير في الأسواق المالية و ظهور الأسهم المالية في الولايات المتحدة بحيث أصبحت آلية و صناعة تعتمد على أفضل الخبراء و الأكاديمين هدف دفع و تنشيط النشاط المالي .

✓ تعريف فينرتي (1988): Finnerty, تعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات المالية .

✓ لا يوجد اختلاف جوهري و أساسي بين الهندسة المالية الإسلامية و الهندسة المالية التقليدية لان كليهما يهدف إلى استحداث و ابتكار أدوات مالية جديدة تتناسب مع التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية .

✓ تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها : مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات و العمليات المالية المبتكرة إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في إطار الشريعة الإسلامية .

✓ كما أن الشريعة الإسلامية لم تمنع و تحجر الابتكار ، بل على العكس من ذلك فإنها حجرت دائرة الممنوع في المعاملات و أبقى دائرة المباح متاح للجهد البشري في الابتكار و التجديد ، فالأصل في المعاملات الإباحة ما لم تعرض نصا أو حكما شرعيا ثابتا.

# خصائص الهندسة المالية الإسلامية

✓ المصداقية الشرعية

✓ الكفاءة الاقتصادية

## ضوابط الهندسة المالية الإسلامية

ضمان الحصول على منتجات مالية مبتكرة أو مطورة في إطار الهندسة المالية الإسلامية تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، يجب خضوع الهندسة المالية الإسلامية لثلاثة ضوابط أو محددات نذكرها فيما يلي :

✓ الالتزام بشرط المشاركة في الربح و الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل الاجتهاد أو التأويل.

✓ أن لا تدفع الموارد المالية المعبأة عن طريق الأوراق المالية الإسلامية إلى مؤسسات و شركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها ، كما لا يجب استثمار هذه الموارد في مشروعات تدر عائدا متفق عليه مقدما على سبيل التأكيد ، مع عدم المشاركة في مخاطر النشاط.

✓ ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

## أساليب الهندسة المالية الإسلامية في تطوير و ابتكار أدوات مالية جديدة

تنحصر الأساليب و طرق المعتمد في ابتكار و أدوات مالية إسلامية من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في منهجين أساسيين و هما :

✓ أسلوب المحاكاة

✓ أسلوب الأصالة و الابتكار



# دور الهندسة المالية الإسلامية في الحد من المخاطر و تنويع الأدوات التمويلية

- توفر الهندسة المالية الإسلامية منتجات مالية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية ، تمتاز بالمصداقة الشرعية و تحقيق الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر و تخفيض تكاليف المعاملات و الحصول على المعاملات و عمولات الوساطة و السمسرة.
- توفير تمويل مستمر و حقيقي و من موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية ، و توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكالية التمويل.
- ضمان استمرارية النظام المالي الإسلامي بمختلف مكوناته مع الحفاظ على أصالته من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية .
- رفع الحرج و المشتقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجديتها الحديثة.
- قدرة الهندسة المالية الإسلامية على حل مشكلة الاعتماد على صيغ التمويل قصيرة أجل التي يعاني منها التمويل الإسلامي.
- خفض حجم المخاطر المالية من خلال إيجاد و تطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة و تحديد مراكز التعرض للمخاطر و إدارتها بأفضل صورة ممكنة.

# الدراسات السابقة :

الدراسة	الإشكالية المعالجة	النتائج المتوصل إليها
وسفاوي سعاد و مخلوفي عبد السلام 2017	ما هو دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية ؟	التأكيد على ضرورة توفير بيئة تساعد على الإهتمام بالبحوث في مجال تطوير الصناعة المالية تدعيم ثقافة الإبداع لدى المؤسسات المالية الإسلامية، وكذلك ضرورة مواكبة الصناعة الإسلامية لتغيرات و تطورات البيئة الاقتصادية التخلي عن الضوابط الشرعية
مختار بونقاب 2016	ما دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي في بنك البركة الجزائري ؟	تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل المعتمدة على البيوع بنك البرك لكنها غير فعالة في صيغ التمويل القائمة على ، و أكدت هذه الدراسة في الأخير على ضرور الاهتمام بمخرجات الهندسة المالية الإسلامية إدارة مخاطر التمويل بشكل أحسن

## ساسة جدي 2015

هل ساهمة الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا و السودان ؟

تعاني ماليزيا من إشكالية تعميم مبتكراتها الإسلامية لمعارضة بعض الدول لها مثل دول الخليج و ذلك على الرغم من حصولها على إجازة من طرف الهيئة الشرعية و نجد على رأس هذه الابتكارات المالية المشتقات الإسلامية توصلت الدراسة إلى أن التجربة السودانية تعاني من ضعف في صيغ التمويل الطويل الأجل و الذي يتحقق التنمية المستدامة و كذلك عدم انفتاحها على المجال الإقليمي و الدولي بسبب عوامل سياسية.

## 2011 Zamir Iqbal

ما مدى إمكانية تطبيق الابتكار و الهندسة المالية في سياق التمويل الإسلامي ؟

النظام المالي الإسلامي يتوفر على الآليات الأساسية و المرنة اللازمة لبناء المنتجات المالية المبتكرة ، و التأكيد على أن بقاء الأسواق المالية الإسلامية ومواصلة تطويرها مرهون إلى حد كبير على طبيعة الابتكار المالي الذي أدخلته الجهات الفاعلة في السوق

كل الدراسة السابقة أكدت على دور المهم الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر التمويل الإسلامي و كذلك إسهامها في تطوير الأسواق المالية الإسلامية و توسيع رقعة التمويل الإسلامي في الاقتصاد بشكل عام ، و ذلك من خلال ابتكار و تطوير أدوات و صيغ تمويلية تتوافق مع ضوابط الشرع و تستجيب إلى احتياجات مختلف المتعاملين الاقتصاديين .

## الصيغ التمويلية في إطار الهندسة المالية الإسلامية

• صكوك الإجارة : هي عبارة عن ملكية الموجودات المؤجرة ، ويصدرها مالك العين المؤجرة ، أو عائد موعود باستئجارها ، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك ، و تتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار و عائد رأس المال من العين المؤجرة ، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة و الضرر على العين المؤجرة .

• صكوك الاستصناع : هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها ، و حقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لها الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة و ثمن البيع .

• صكوك المراجعة : تعرف صكوك المراجعة حسب هيئة المراجعة و المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة .

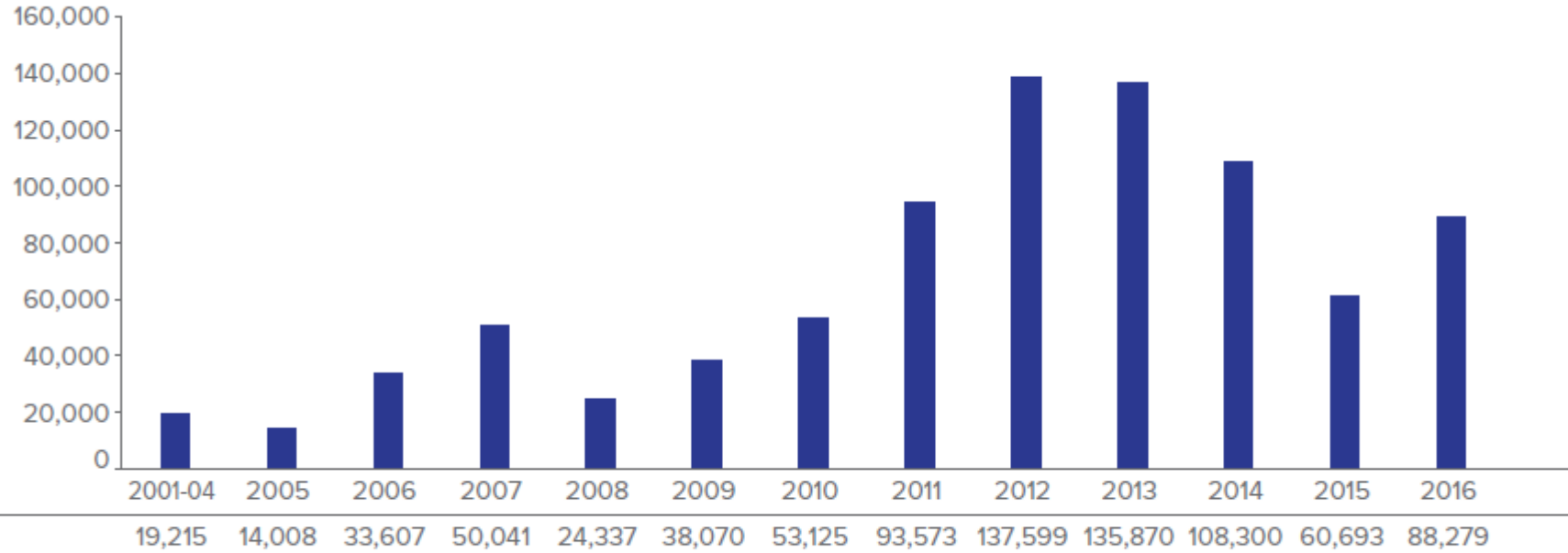
✓ صكوك المضاربة : تمثل صكوك المضاربة حصصا شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (عند تحققها) و بحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة .

✓ صكوك المشاركة : هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على المشاركة ، ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك و تدار صكوك أو على أساس المضاربة .

✓ صكوك السلم : وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم ، وتصبح سلعة السد مملوكة لحامل الصكوك .

و هناك أنواع أخرى من الصكوك المالية ، التي تم إطلاقها بفضل استخدام الهندسة المالية الإسلامية ، و التي سواء كانت مبتكرة (جديدة) ، أو انطلاقا من تلك الموجودة مثل صكوك الانتفاع التي ابتكرتها شركة عقارية تسمى (منشات العقارية) ، و صكوك الانتفاع يمكن اعتبارها صكوك مبتكرة (مشتقة) من صكوك الإجارة و هي عبارة عن شهادات أو وثائق تعطي لحاملها (صاحبها) الحق في الانتفاع بعين موصوف ( ملكية عقار غالبا ) لفترة زمنية محددة من السنة خلال عدد محدد من السنوات .

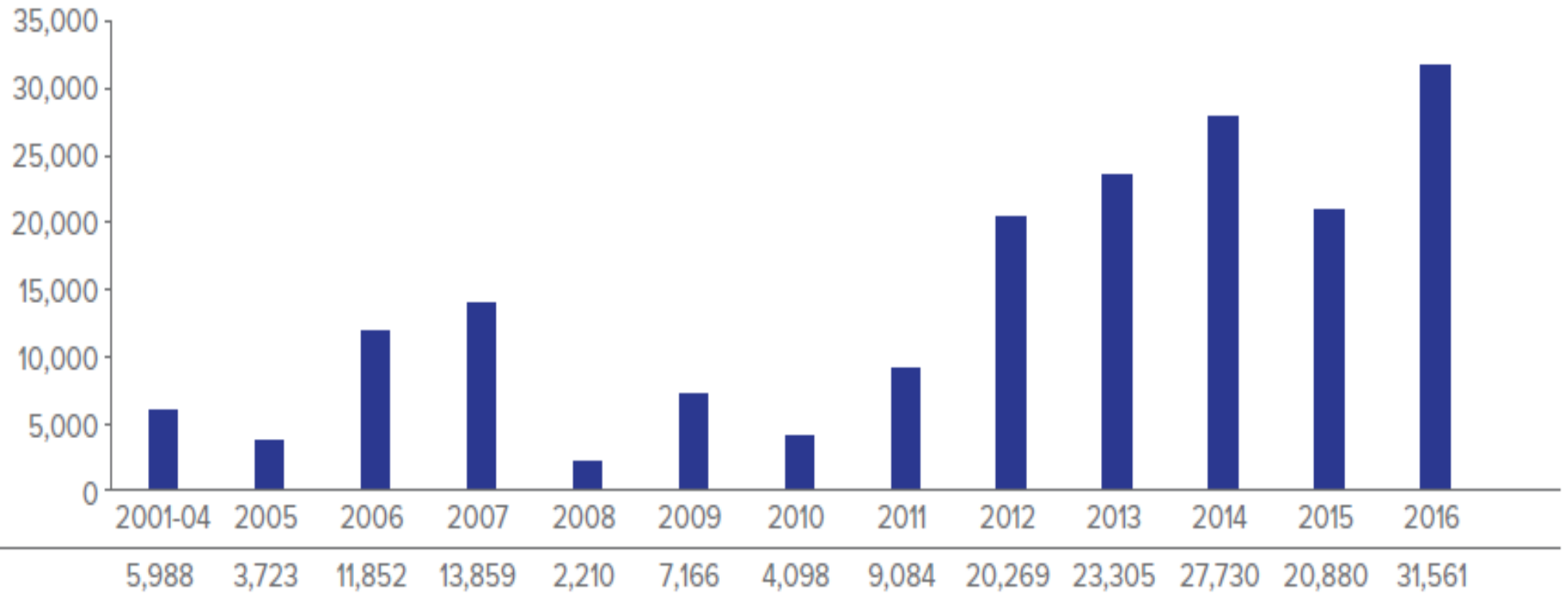
# إجمالي الإصدارات الصكوك المالية الإسلامية و بكل العملات (2016-2001)



Source: IIFM Sukuk database

Total Global Sukuk Issuances USD856,718 Millions

# إصدار الصكوك الإسلامية الدولية (ما بين سنة 2001-2016)

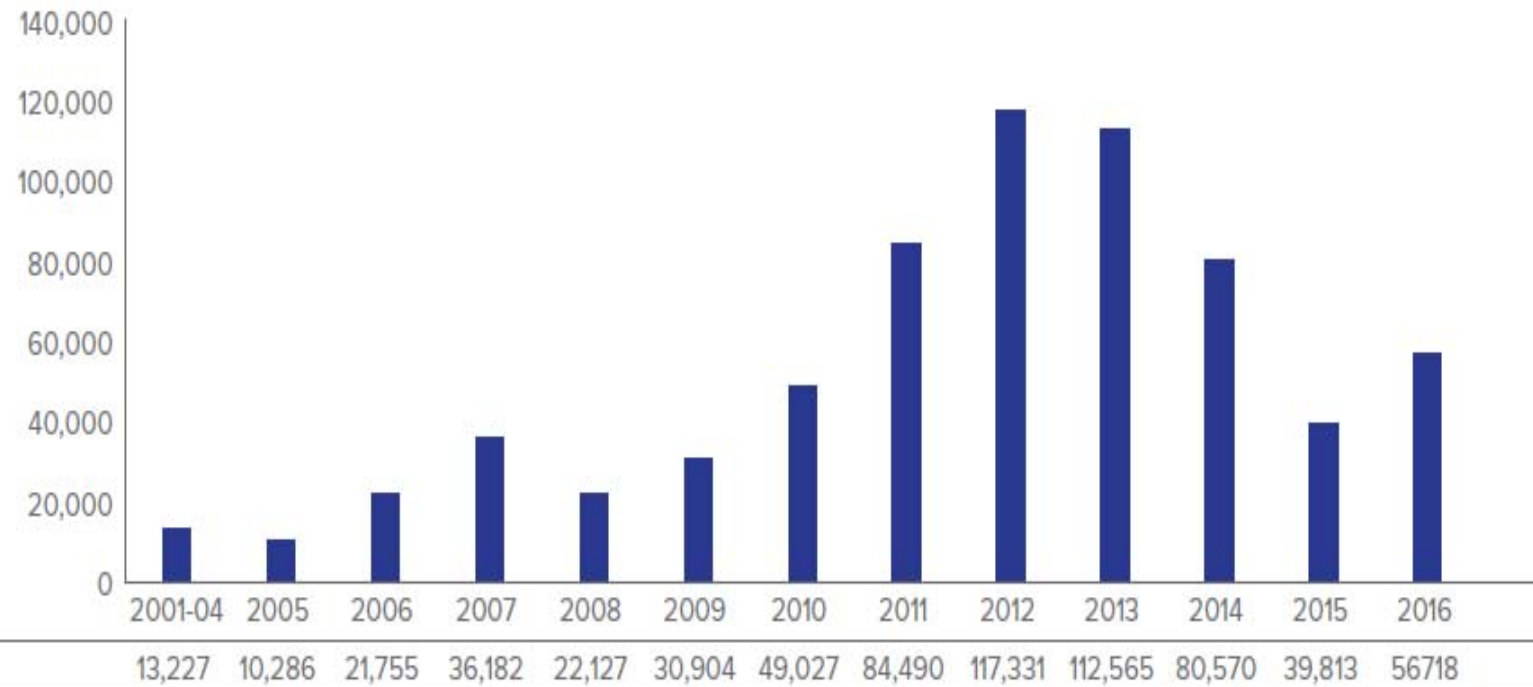


Source: IIFM Sukuk database

Total International Sukuk Issuances USD181,725 Millions



## اصدر الصكوك المحلية (ما بين سنة 2001-2016)



Source: IIFM Sukuk database

Total Domestic Sukuk Issuances USD674,994 Millions

# هيكـل توزيـع الإصدار الخاص بالصكوك المالية الإسلامية المحلية (2001-2016)

نسبة مئوية	حجم الإصدار	عدد مرات الإصدار	
84.30%	563.295	5528	أسيا و الشرق الاقصى
11.30%	76.275	356	دول الخليج و الشرق الأوسط
3.110%	20.666	244	إفريقيا
1.30%	8.758	97	أوروبا

# هيكل الصكوك الإسلامية الدولية سنة 2016



Source: IIFM Sukuk database

# هيكل الصكوك المالية الإسلامية المحلية سنة 2016

Sukuk Al Salam , 1,368, 2%

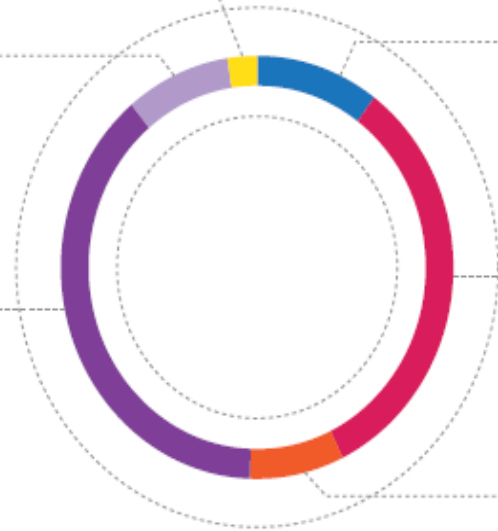
Sukuk Al Musharakah, 4,898, 9%

Sukuk Al Murabahah, 21,748, 38%

Sukuk Al Wakalah , 5,775, 10%

Sukuk Al Ijarah, 18,518, 33%

Sukuk Al Mudharabah, 4,411, 8%



Source: IIFM Sukuk database

## النتائج و التوصيات

هندسة المالية الإسلامية تواجه عدة عوائق مثل :

1. الخلاف الفقه و بالتالي تعدد الفتاوى حول المنتجات المالية المبتكرة مما يقلل من مصداقيتها .

2. عدم الاهتمام الكبير من طرف المؤسسات المالية الإسلامية بهندسة المالية الإسلامية و الاعتماد في الكثير من الأحيان على تقليد المنتجات المالية الربوية مما يهدد التمويل الإسلامي بفقدان هويته و يعرضه لآزمات مشابهة للآزمات المالية التي يتعرض لها النظام الرأس المالي .

3. نقص الموارد البشرية المؤهلة التي تتحكم في آليات الابتكار المالي من جهة و الاطلاع على الأحكام الشرعية التي تخص جانب المعاملات المالية .

يجعلها عاجزة عن خلق منتجات مالية إسلامية تجمع بين الأصلة و الامتثال للإحكام الشرعية و الكفاءة الاقتصادية.

و من أجل تطوير الهندسة المالية الإسلامية و تنشيط الأسواق المالية الإسلامية نقترح التوصيات التالية :

✓ العمل على توحيد الفتوى الفقهية عن طريق إنشاء هيئة عليا دولية لإصدار فتوى موحدة تخص التعاملات المالية الإسلامية.

✓ ضرورة تعزيز الصلة بين المختصين ( المهندسين الماليين ) في الأسواق المالية و رجال هيئات الرقابة الشرعية لضمان طرح منتجات تجمع بين الكفاءة الاقتصادية و التوافق مع أحكام الشرعية الإسلامية.

✓ الاهتمام أكثر بتكوين الكوادر البشرية في مجال فقه المعاملات الإسلامية من أجل ضمان توافق النشاط المالي الإسلامي مع أحكام الشريعة .

✓ الابتعاد عن محاكاة و تقليد المنتجات التقليدية و التركيز على إصدار منتجات مالية إسلامية مبتكرة و أصيلة.

✓ فتح تخصصات علمية و تمويل مشاريع بحثية تهتم بدراسة الهندسة المالية الإسلامية في الجامعات العربية على غرار ما هو حاصل منذ سنوات طويلة بالجامعات الغربية.

الابتكار

## • تعريف الابتكار:

يعني الابتكار في المعنى الاصطلاحي هو عملية خلق أو إنتاج شيء جديد على أن يكون أصيلاً و ملائماً للواقع ، وذا مضمون و يحل مشكلة من المشكلات، و يكون ذا قيمة يحظى بالقبول الاجتماعي ، و قد عرف تورانس TORRANCE الابتكار بأنه قدرة الفرد على تجنب الطرق التقليدية في التفكير مع إنتاج أصيل و جديد يمكن تنفيذه أو تحقيقه .

## الابتكار المالي :

يري بيتر دركر (PETER DRUKER): ان الابتكار المالي هو وظيفة محددة في المشاريع(الاعمال التجارية أو مؤسسة للخدمة العامة) و هي وسيلة التي يتمكن صاحب المشروع من خلالها ان يخلق : اما موارد جديدة تنتج ثروة ، أو يمنح أمواله المتاحة إمكانيات إضافية لخلق الثروة.



- و يعرف جوزيف شومبيتر الابتكار على انه :
- ان الابتكار هو يجلب إلى السوق منتجا جديدا متميزا عن غيره و له وزنه.
- أن يقدم فنا إنتاجيا متقدما.
- أن يفتح أسواقا جديدة.

و يعرف كذلك الابتكار المالي على انه : خلق أدوات مالية أو تكنولوجيا و أسواق جديدة فضلا عن إظهار محاسن المنتجات للزبون و نشرها ، و اعتماد هذه المنتجات أو الخدمات المالية.

فالابتكار المالي هو : أي تطور جديد في نظام المالي الوطني أو النظام المالي الدولي :

1-تحسين كفاءة المخصصات لعملية الوساطة المالية

2-تحسين الكفاءة التشغيلية للنظام المالي عن طريق خفض التكاليف و مخاطر العملات في الأسواق الأولية و الثانوية التي يتم فيها التداول.

## • أنواع الابتكارات المالية :

الابتكارات المالية تشمل ثلاثة أبعاد :

1- تحويل المواد الخام إلى منتجات أكثر تطورا وفقا لاحتياجات من حيث المخاطر و الاستثمار ضمن مدة معينة ( خلق أدوات مالية مبتكرة و بسيطة، أدوات إدارة المحافظ المالية).

2- ايجاد آليات لتسعير هذه الأدوات المالية في الأسواق المنظمة و الغير المنظمة.

3- تطوير التكنولوجيا اللازمة لتداول هذه الأدوات و توفير جميع المعلومات ذات الصلة.

تصنيفات الابتكارات المالية :

1- ابتكارات تقلل المخاطر : و هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة في ورقة مالية معينة أو تمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين.

2-ابتكارات تعزيز السيولة : الابتكارات التي تعزز السيولة لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية و الأصول .

3-ابتكارات توليد الأسهم :

# ماهية الاسواق المالية

السنة الثالثة اقتصاد نقدي

الأستاذ غربي ناصر صلاح الدين

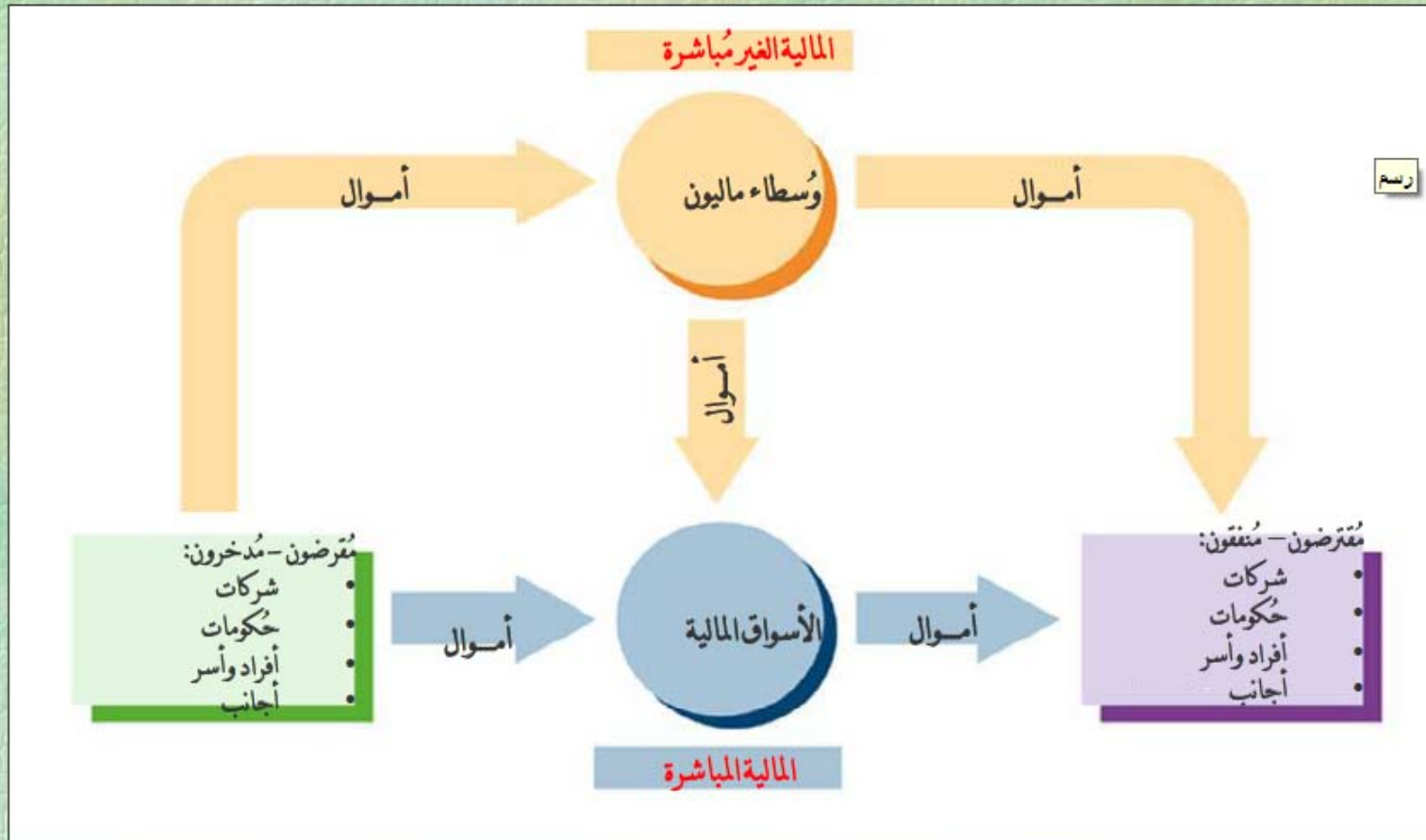
يعتبر النظام المالي عبارة عن شبكة من الأسواق المالية والمؤسسات المالية ورجال الأعمال والعائلات والحكومة وكذلك الآليات التي تضبط عملياته وتراقبه.

➤ و يتكفل النظام المالي بتوفير الاحتياجات المالية للمختلف المتعاملين الاقتصاديين من خلال تحويل الأموال من عند أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وذلك إما بطريقة مباشرة، أي من خلال الأسواق المالية أو بطريقة غير مباشرة، وذلك من خلال البنوك والمؤسسات المالية المختلفة.

➤ عبارة عن انتقال لرؤوس الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي بغرض تطوير مشروع عام أو خاص أو توسيع في استثمارات جديدة .

➤ كذلك بأنه إمداد المؤسسات بالمال اللازم لإنشائها أو توسعها، ويعتبر التمويل من أعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الاقتصادية والصناعية في مختلف أنحاء العالم. إذ لا قيام لأي عمل يهدف إلى تحقيق الربح أو استثمار يعود بالفائدة بدون وجود المال الكافي، وبقدر حجم التمويل وتسيير مصادره و حسن استثماره والقدرة على توظيف الأموال، يكون العائد أكبر وهو الهدف الاقتصادي من عملية التمويل.

# موقع الأسواق المالية في النظام المالي



## أهمية التمويل :

1. توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز في أوقات الحاجة لذلك .
2. تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.
3. تسريح الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها
4. يساعد على إنجاز مشاريع معطلة و أخرى جديدة و التي بها يزيد الدخل الوطني.
5. يساهم في تحقيق رغبة المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات.
6. يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من العجز المالي.
7. المحافظة على سيولة المؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس و التصفية.

● إن التعريف التقليدي للسوق ينصرف إلى اعتباره المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي وطالبي سلعة محددة، ويؤدي التفاعل بين قوى العرض والطلب إلى تحديد سعر السلعة المتداولة. غير أن عامل المكان في تحديد السوق بدأ يتلاشى مع تطور الاتصالات التي أدت إلى عدم إلزامية حضور المتعاملين في السوق للقيام بعملياتهم وهو ما ينطبق على أسواق رأس المال. يعرض هذا المبحث تقسيمات أسواق رأس المال، علاوة على الوظائف والخدمات التي تقدمها للمتعاملين في السوق المالي.



• يرتبط الاستثمار الحقيقي بالاستثمار المالي، فقيمة الأصول المالية للشركات تعتمد على الأصول الحقيقية لها، حيث يؤدي استخدام الأصول الحقيقية في العملية الإنتاجية إلى توزيع الدخل الناتج عن هذه العملية في شكل أصول مالية. وتوفر أسواق رأس المال عملية انتقال التدفقات بين الأفراد بحيث تتحقق العلاقة بين الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.

ويمكن اعتبار سوق المال على أنه نظام لتجميع، تحويل وتخصيص الموارد المالية، ويقوم هذا النظام بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية وتوزيعها على الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية. وتنقسم أسواق رأس المال إلى سوق نقدي يتسم بقصر آجال الاستحقاق في العمليات التي يتضمنها، وسوق مالي يهتم عادة بالعمليات طويلة الأجل.

أسواق المال

السوق رأس المال

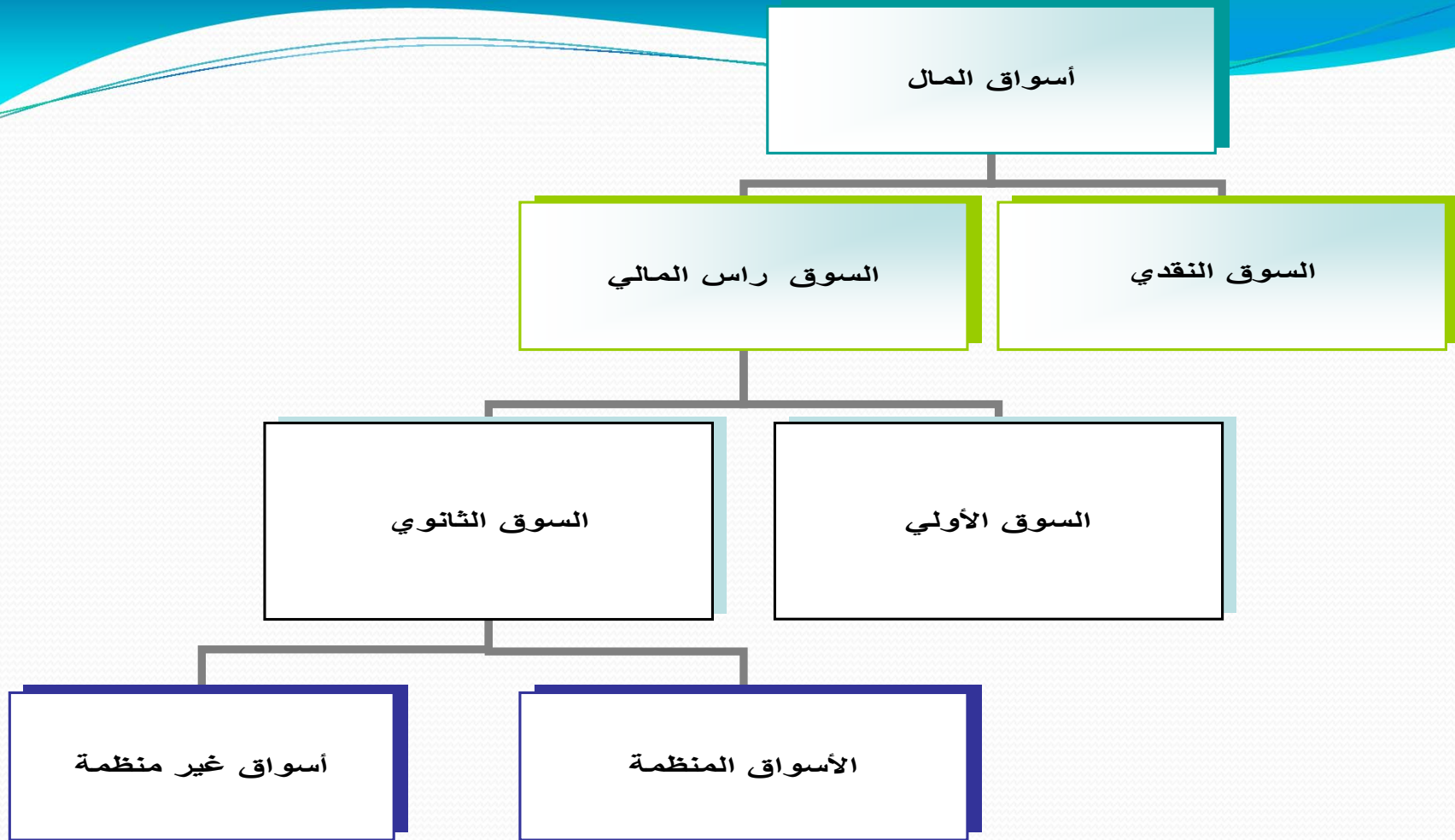
السوق النقدي

السوق الثانوي

السوق الأولي

أسواق غير منظمة

الأسواق المنظمة



## ● السوق النقدي: يعتبر السوق النقدي أقدم أسواق المال،

حيث ارتبط بظهور الأوراق النقدية، والسوق النقدي هو سوق للتمويل القصير الأجل يتم فيه تداول الأدوات المالية القصيرة الأجل. وتقوم البنوك المركزية لكل بلد بمهمة تنظيم العمليات المدرجة في السوق النقدي، وتتعامل في هذه السوق البنوك بأنواعها التي تقوم باستثمار فوائضها وتحصيل احتياجاتها من السوق النقدي اعتماداً على احتياطاتها لدى البنك المركزي، و بعض المؤسسات المالية

.

● وما يميز السوق النقدي هو أن حدة المخاطرة به أقل من تلك التي تميز الأسواق المالية، فقصر الأجل وسرعة التداول فضلاً عن كون الأدوات الاستثمارية صادرة عن الحكومات جميعها عوامل تعزز من الضمانات الممنوحة للمتعاملين في السوق من حيث انخفاض مخاطر عدم وفاء المدين بالتزاماته.

● و يؤدي السوق النقدي دوراً مهماً في الاقتصاد الوطني ، حيث تنعكس أهميته في :

● تأمين السيولة للجهاز المصرفي ، بحيث يمكن المصارف من توظيف ودائعا بطريقة مأمونة و ذات سيولة مرتفعة.

• سوق النقد يلعب دورا في رسم السياسة النقدية للدولة , اذ يمثل المسرح الذي يمارس فيه البنك المركزي فيه لنشاطه.

و تتوافر في السوق النقدي مجموعة من الاوراق المالية , التي تشكل بطبيعتها دين ، فتشترك جميعها بخاصية القابلية العالية للتسويق و مخاضرها المنخفضة ، فهي ذات اجال استحقاق قصيرة لا تتعدي السنة الواحدة و يمكن ان نذكر منها :

أذونات الخزينة ، الاوراق التجارية، شهادات الايداع المصرفية، القبولات المصرفية.

## • أهمية السوق النقدي :

1. تأمين السيولة النقدية و أدوات الدفع الأخرى
2. يعتبر الوعاء الذي تتجمع فيه الاحتياطات المالية للبنوك القابلة لاقتراض القصيرة الأجل
3. يعكس السوق النقدي مدى فعالية الائتمان المصرفي قصير الأجل في توفير السيولة المالية للمقترضين بالسرعة و المرونة
4. توظيف الموارد النقدية المتوفرة لدى البنوك التجارية
5. مواجهة الزيادات الطارئة في نفقات العامة عن الإيرادات العامة الحكومية
6. يعتبر سعر الفائدة في السوق النقدي مؤشرا هاما على ارتفاع او انخفاض تكلفة الاقتراض.
7. يلعب دور مهم في رسم السياسة النقدية للدولة .

## سوق راس المال: يمثل السوق المالي سوقًا طويلة الأجل يتم

فيها إصدار وتداول الأوراق المالية من أسهم وسندات بالإضافة إلى المنتجات المالية المبتكرة، ويتم في السوق المالي تعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتحويلها إلى استثمارات منتجة من طرف أصحاب العجز المالي. ولتحقيق هذه الغاية تقوم الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة بإصدار الأوراق المالية بغرض تغطية العجز الموازي وتمويل المشاريع الضخمة بالنسبة للحكومات، والتوسع في المشاريع القائمة أو القيام باستثمارات جديدة بالنسبة للمؤسسات. وتنقسم السوق المالي عادة إلى سوق أولي وسوق ثانوي.



• و تتميز هذه الاسواق بالمخاطرة لطول اجلها ، و لكنها في المقابل توفر عائد مرتفع قياسا بذلك العائد في السوق النقدي ، كما تتميز انها اكثر تنظيما و كبر حجم الصفقات المبارة فيها ، و تلعب دورا مهما في تطوير الشركات و نموها لانها تمدها بالتمويل الذي تحتاجه.

أسواق رأس المال

أسواق ثانوية

أسواق أولية

أسواق غير منتظمة

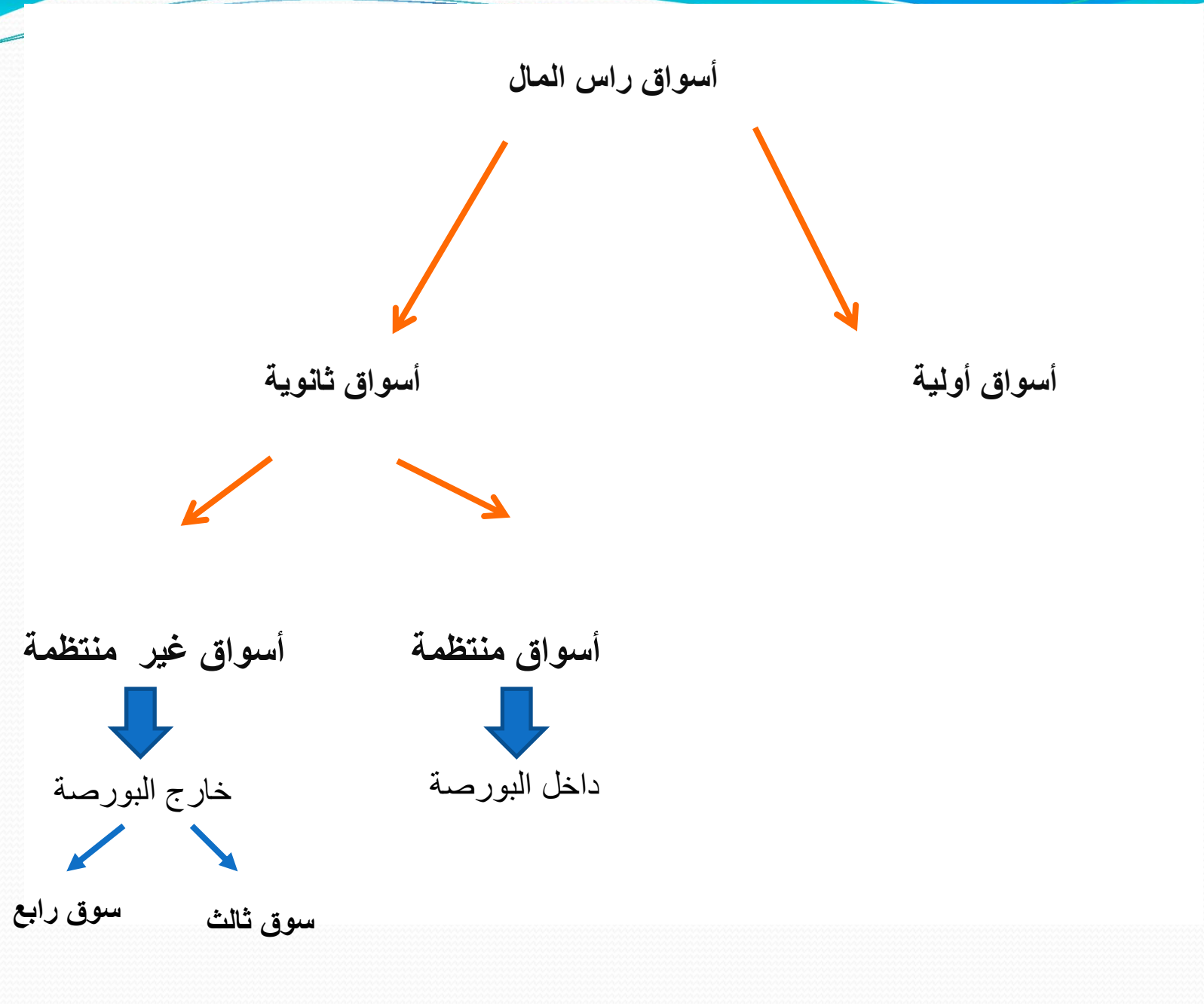
أسواق منتظمة

خارج البورصة

داخل البورصة

سوق رابع

سوق ثالث



● أ. السوق الأولي: يتم في السوق الأولي إصدار الأوراق المالية لأول مرة، فيتم تحويل المدخرات إلى موارد مالية طويلة الأجل تستفيد منها الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة، ومقابل تحصيل تلك الموارد يتم إصدار أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص، حيث يقتصر الاكتتاب الخاص على أعوان اقتصاديين محددين، بينما يسمح لجمهور المدخرين بدون استثناء اقتناء الإصدارات الجديدة عن طريق الاكتتاب العام. وتضطلع المؤسسات المالية المتخصصة -عادة بنوك الاستثمار- بمهمة الوساطة بين مصدري الأوراق المالية والمستثمرين فيها.

ب. السوق الثانوي: يجري في السوق الثانوي تداول الأوراق المالية المصدرة سلفاً في السوق الأولي، وتعمل السوق الثانوي على تحقيق السيولة وتنشيط المدخرات. وتتميز السوق الثانوي بالنشاط مقارنة بالسوق الأولي. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، حيث تضم السوق المنظمة البورصات التي تخضع لقوانين وتدابير تنظيمية تشرف على سيرها وقبول إدراج الأوراق المالية بها هيئات متخصصة. أما الأسواق غير المنظمة فليس لها مكان محدد للتداول وتعرف التعاملات بها بالتعاملات على المنضدة، وتمثل الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة الرسمية أهم المنتجات المالية المتداولة بها، خاصة السندات، في حين يتم تداول الأسهم على نطاق ضيق في هذه السوق. ونظراً لعدم تقيدها بالمكان، فإن تحديد أسعار التعاملات في الأسواق غير المنظمة يتم وفقاً للمفاوضات التي تتم بين البائع والمشتري، وتتميز هذه الأسواق بشبكة متطورة من الاتصالات تساهم في التخفيف من أعباء التعاملات.

● السوق الثالثة : تمثل هذه السوق قطاع من السوق الغير الرسمية او الموازية و تتكون من بيوت السماسرة من غير الاعضاء المسجلين في السوق المنظمة

● السوق الرابع : يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الافراد و الاغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الاوراق المالية في احجام كبيرة .

إن أداء القطاع المالي وصحة الاقتصاد لهما ارتباط شديد الصلة،

ففي حالة انتعاش دورة الأعمال، تقلص المشاكل المرتبطة بالقروض ويتحقق نشاط أكبر لأسواق رأس المال مما يساهم في تحقيق ربحية أكبر للمؤسسات المالية، بينما يحدث العكس في حالة الركود الاقتصادي. وللاستثمار الخاص دور بارز في التنمية الاقتصادية، حيث أثبتت الدراسات الحديثة ارتباط استثمارات القطاع الخاص بالنمو الاقتصادي مقارنة باستثمارات القطاع العام. ويتسنى لأسواق رأس المال تحقيق العلاقة بين تطور الاستثمارات والنمو الاقتصادي من خلال مجموعة من الوظائف التي تؤديها والتي تؤديها في الاقتصاد والتي نعرضها بالتفصيل:

## • الوظائف الاقتصادية لا سواق الاصدار في :

1. تأسيس شركات المساهمة : بهذه الوظيفة تصبح اسواق الاصدار احدي ركائز النشاط الاقتصادي التي يصعب احداث التنمية بدونها.

2. يسمح بتمويل الكبير للتأسيس الشركات و المشاريع الاقتصادية , او تلبية الاحتياجات المالية التي هو قائم منها.

## • الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول - الاسواق الثانوية في :

1. توفير السيولة السريعة للمستثمرين ووقت حاجتهم اليها و ذلك عن طريق تسهيل بيع و تدوير مكونات محافظهم.
2. توسيع دائرة الاختيار امام المستثمرين في تكوين محافظهم المالية .
3. ضبط اسعار الاوراق المالية وفق قانون العرض و الطلب .
4. زيادة سيولة و سلامة قيمة الاستثمار الاصيلي دون المساس بأصول المشروع الراسمالية.



## ● الوظائف الاقتصادية لسوق المالي المنظمة:

1. حماية المستثمرين من الغش من خلال الاحتياطات التالية:

- منع تداول الاوراق المالية الغير المسجلة في البورصة.
- منع السماسرة غير المقيدين في البورصة من اجراء أي عمليات داخلها .
- القواعد القانونية العقابية لمنع الانحرافات و الممارسات الغير الاخلاقية
- تحديد السعر وفق قانون العرض و الطلب.

● توزيع مدخرات المستثمرين على مختلف المشاريع الاقتصادية بما  
ينعكس على تنشيط كافة القطاعات الاقتصادية.

● توفير المعلومات المتعلقة بالأصول المالية في السوق اضافة الى  
الوضع المالي للجهة الاصدار حتي يتمكن المستثمر من المقارنة  
بين البدائل المتاحة.

● تنمية الوعي الاستثماري لدي المستثمرين من خلال تزويدهم  
بأحدث البيانات المالية و مختلف المعلومات عن الشركات  
المدرجة في السوق.

## • الوظائف الاقتصادية للأسواق المالية غير المنظمة :

1. السماح للمستثمرين بالاختيار بين السماسرة و الوكلاء بدلا من اجبارهم على التعامل فقط مع السماسرة المحتكرين للسوق المنظمة.
2. تحقيق قدر اعلى من السرعة في انجاز المعاملات و باقل قدر من العمولات , حيث يتنافس السماسرة و الوكلاء على تقديم افضل الخدمات و باقل الاسعار.
3. تعتبر السوق الغير المنظمة الاكثر تسهيلا و تسييلا لصفقات الاوراق المالية الضخمة.

## • الوظائف الاقتصادية التي تؤديها السوق الثالث

1. إقامة الفرصة لبيوت السمسرة الصغيرة غير الاعضاء في البورصة التي ليس لديها ممثلين في البورصة للتعامل مع هذه السوق .
2. إتاحة الفرصة لمؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات و التأمين للتمتع بميزة الخصم , حيث يسمح التعامل في هذه السوق بالتفاوض بين المستثمرين و بيوت السمسرة بشأن تقدير حجم العمولة.

1. لعمل في هذه السوق مستمر بدون تحديد بمواعيد رسمية بما يسمح للمتعاملين في هذه السوق بعقد صفقاتهم في أي وقت و باي كمية .

### الوظائف الاقتصادية لسوق الاوراق المالية الرابع:

1. اتاحة الفرصة للمتعاملين داخلية في عقد الصفقات المباشرة بينهم و التخلي عن السماسرة و البورصات و بالتالي توفير تكلفة التعامل و التحرر من القيود التي تضعها الاسواق المنظمة.
2. سرعة انجاز المعاملات نتيجة الاتصال المباشر بين الاطراف و الذي يتم من خلال تحديد الاسعار المرضية للطرفين.
3. تربط هذه السوق بين اطراف المتباعدة جغرافيا.

# شروط قيام بورصة في الاقتصاد

## المقومات الأساسية :

1. توفير المناخ الاستثماري الملائم : و يقصد بالمناخ الاستثمار المناسب بتوفير مجموعة من الاوضاع الاقتصادية و الاجتماعية و التشريعية .
2. المستقرة التي تؤثر في ثقة المستثمر.
3. الوعي الادخاري و الاستثماري : لابد من وجود وعي ادخاري بين أوساط الجمهور .

4. توفير المؤسسات المالية الوسيطة : تقوم هذه المؤسسات

بعمليات التسويق و الترويج و التغطية لإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالح الغير .

5. وجود فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص ، و عدم وجود قيود و حواجز تمنع تنقل رأس المال و المدخرات.

6. كثرة عدد الشركات المساهمة و تنوع الاوراق المالية : لكي تزدهر البورصة لابد من توفر عدد كبير من شركات المساهمة و اوراق متنوعة و ذات سمات مختلفة لجلب جمهور المدخرين.

## المقومات المساندة :

1. هيكل مؤسسي منظم تحكمه نظم إدارية و تشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة او لجنة تتكون من أعضاء السوق يتصفون بالحياد و الخبرة في شؤون المال و الاستثمار.
2. تشريعات واضحة لآلية التداول و المتاجرة في السوق ( ضمان المنافسة و عدم الاحتكار و أرضية خصبة للعرض و الطلب )
3. تشريعات و أحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش و التلاعب
4. أنظمة كفؤة للإفصاح المالي و المعلوماتية ذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بالسرعة و الدقة و الموثوقية العالية لضمان الشفافية.
5. نظم اتصال فعالة و متطورة بين عموم المتعاملين في السوق.

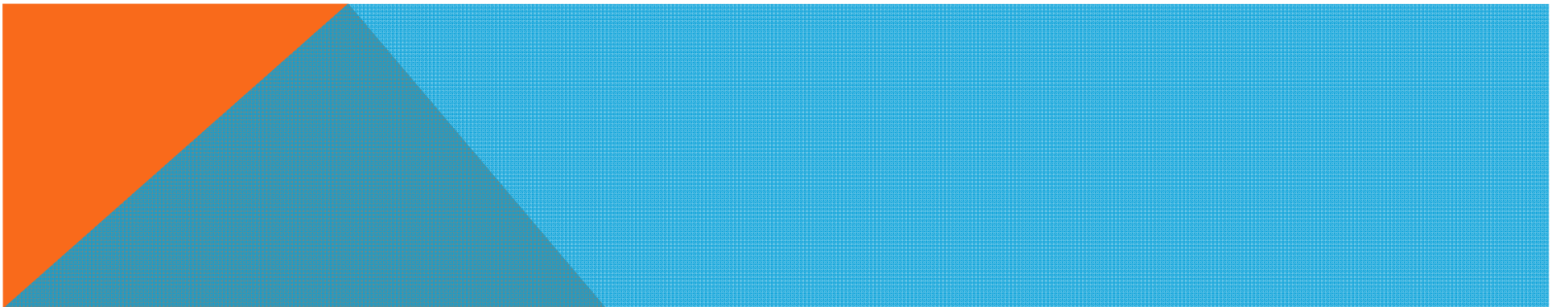


# المحاضرة الثالثة : الاوراق المالية

د. عربي ناصر صلاح الدين



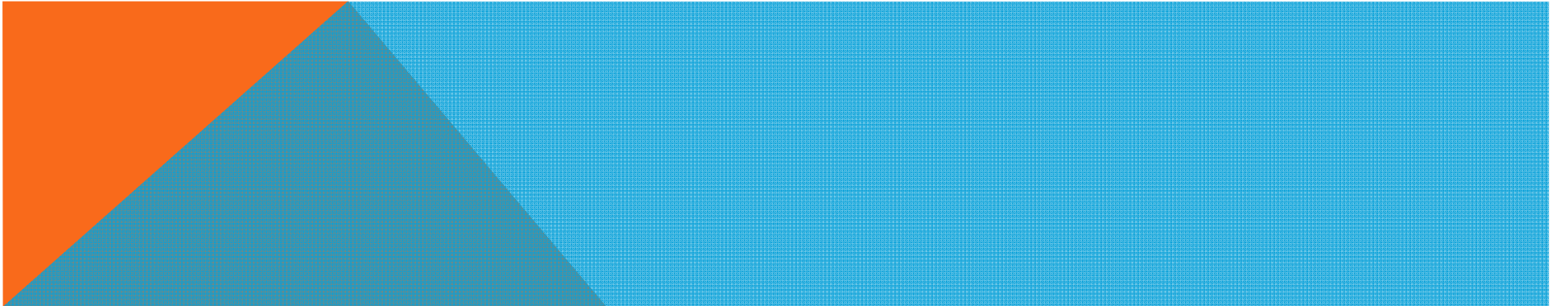
# الأوراق المالية



# أولاً: ماهية الأوراق المالية.

## تعريف الورقة المالية.

تعتبر الأداة المالية صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معاً.



## مزايا الورقة المالية.

تتصف الأداة المالية بمجموعة من المزايا أهمها:  
التجانس بين وحدات الأصول المالية مما يسهل عملية  
تقويمها وبيعها واحتساب معدل الفوائد لكل منها.  
وجود أسواق متطورة للتعامل بها.  
تعطي مالكيها حق المطالبة بالفائدة أو الربح.  
ليس لها كيان مادي لذلك فهي لا تحتاج إلى مصاريف  
نقل أو تخزين أو صيانة.

يحصل مالكيها على منفعة منها في حالة اقتنائها.  
انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع

تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى.  
وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم  
للمستثمرين العاديين.

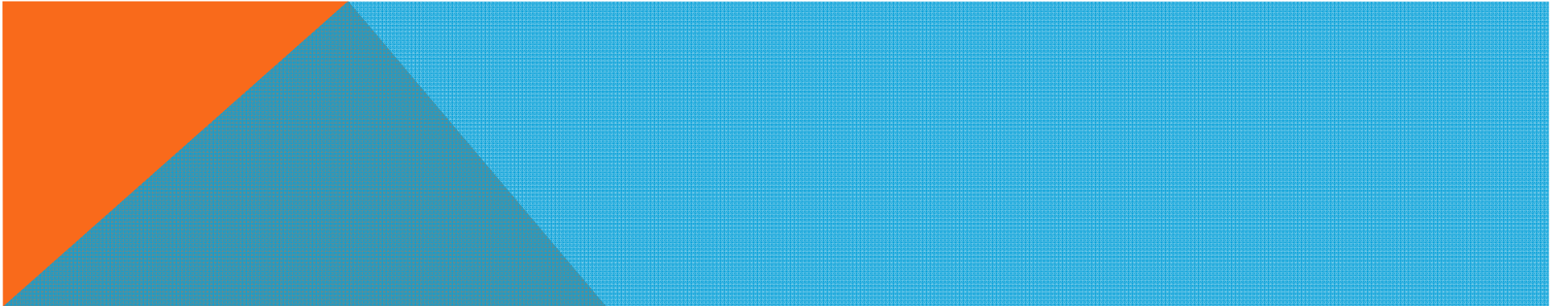
### مخاطر الورقة المالية.

أما عيوب الاستثمار في الورقة المالية يمكن تلخيصها  
فيمايلي:

تتصف بدرجة عالية من المخاطر بسبب تذبذب أسعارها.  
انخفاض درجة الأمان في الاستثمارات الحقيقية مع هذا لا  
يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة.

## تانيا :انواع الأدوات المالية:

يمكن تقسيم الأوراق المالية التي يجب التعامل بها في تمويل المشاريع الاقتصادية الكبرى الى ثلاثة أنواع:



## 1. أدوات ملكية:

تتمثل في الأسهم بنوعها العادية والممتازة حيث تعتبر حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج الى تمويل اضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية وبالتالي يمكن تقسيمها الى:

الفرع الأول: الأسهم العادية.

1. مفهوم الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية هي النوع الأكثر والأوسع استخداما من قبل الشركات في حصولها على الموارد التمويلية، وهي صك اثبات ملكية المساهم في رأسمال الشركة، ويترتب على ملكية المساهم للأسهم حقوق والتزامات تجاه الشركة.

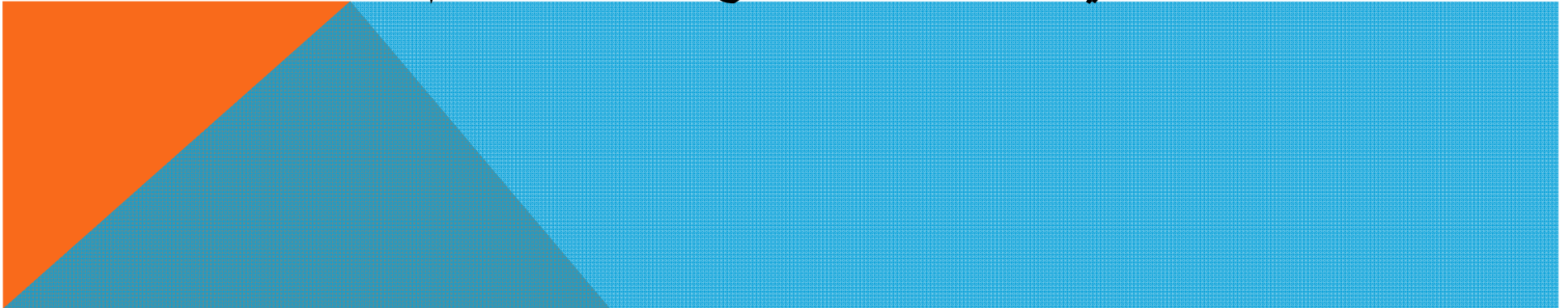
وبصفة عامة يمكن القول أن الأسهم العادية تمثل عقد ملكية في شركة المساهمة له قيمة اسمية (مفهوم قانوني) وقيمة دفترية (مفهوم محاسبي) وقيمة سوقية، حيث أنها القيمة التي يصدر بها السهم أصلا في عقد التأسيس.

أما القانون التجاري الجزائري فيعرفه:

السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها.



- يتمتع حامل السهم بحقوق ضمنها له قانون الشركات وهي:
- الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها.
  - له الحق بإبطال أي قرار تتخذه الجمعية العامة أو مجلس الإدارة، إذا كان مخالفا للقانون أو نظام الشركة الداخلي.
  - الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين.
  - حق التصويت في القضايا المطروحة على الهيئة العامة للمساهمين.
  - الحق في الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها.
  - حق نقل ملكية الأسهم عن طريق الاتجار بها أو الإرث.
  - حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.

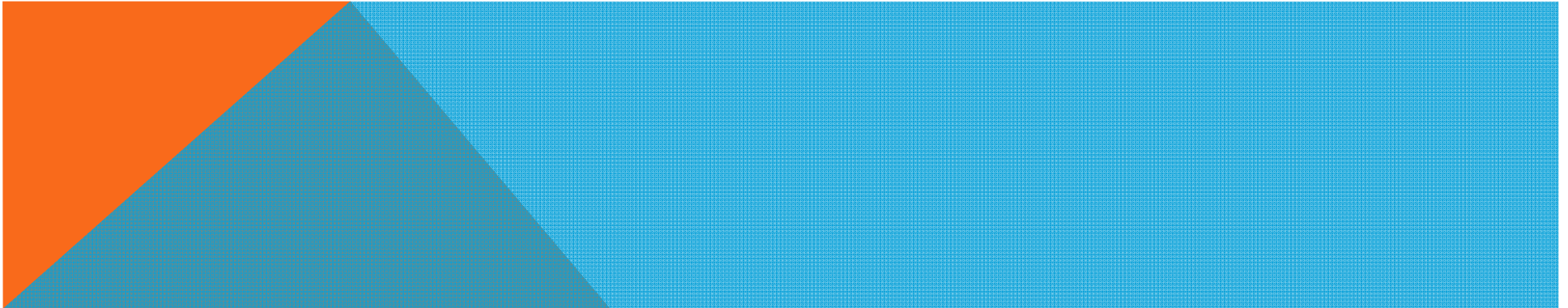


- حق الترشح لعضوية مجلس الإدارة ومساءلتهم ومناقشتهم في اجتماعات إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- الحق في الأرباح المحجوزة.

## 2. خصائص الأسهم العادية:

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص أهمها:

- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة.



في حالة تصفية الشركة أصحاب الأسهم العادية هو آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء.

يشكل السهم موضوعا للمضاربة في البورصة وتتحقق القيمة السوقية على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة.

لصاحب السهم حق المشاركة في تسيير المؤسسة وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة.

الدخل العائد من السهم العادي هو دخل متغير وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفاق الاقتصادية لهذه المؤسسة.

يسمح السهم العادي لصاحبه بالاستفادة من عائد وهو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة للخسائر.

السهم العادي هو ورقة مالية غير محدودة الأجل وأجله هو حياة المؤسسة ذاتها وبالتالي فهي تعتبر بالنسبة للمؤسسة

مصدر للتمويل الدائم.

3. اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:

بالإضافة إلى الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم العادية وهي:

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة.

الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

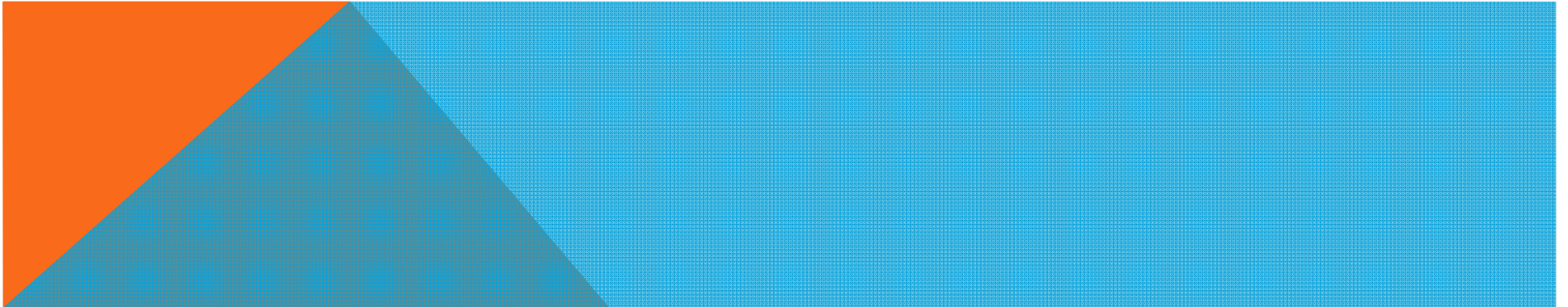
ان التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة.

## الأسهم العادية المضمونة:

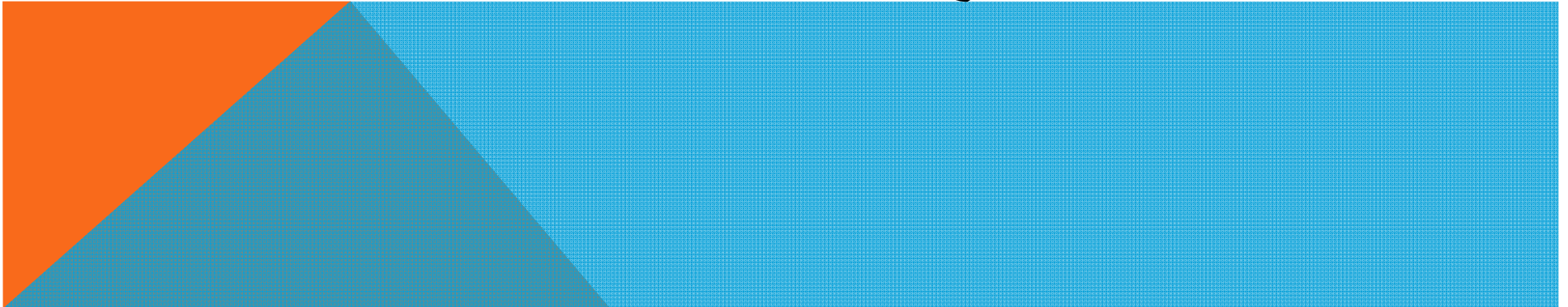
ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم.

4. المزايا التي تحققها الأسهم العادية للشركات المصدرة لها:

1- أن الأسهم العادية لا تمثل عبئاً مالياً على الشركة المساهمة المصدرة لها، لأنها لا تلتزم بدفع أية مدفوعات لحملة الأسهم.

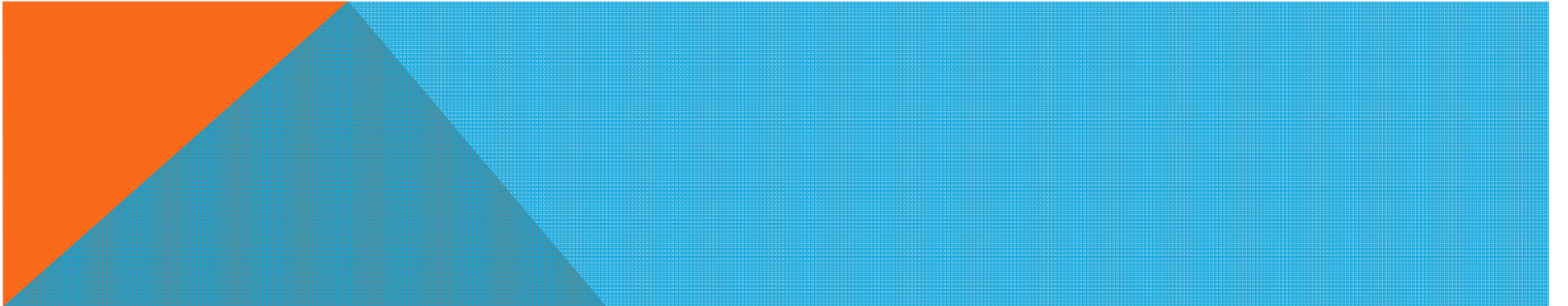


- 2- تعتبر هذه الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل.
- 3- إن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال. ويزيد من حجم الطاقة الافتراضية للمنشأة.
5. عيوب إصدار الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة:  
وعلى الجانب الآخر قد يعتبر إصدار الأسهم الجديدة أمر غير محبب وذلك لأربعة أسباب رئيسية وهي:
  - 1- زيادة قاعدة المالكين مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية.
  - 2- توزيع قاعدة توزيع الأرباح على الملاك القدامى والجدد وبالتالي انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة.



3- إن توزيع الأرباح الذي تقوم به الشركة المساهمة على حملة الأسهم العادية لا تخفف من العبء الضريبي، لأن الضريبة تفرض قبل توزيع الأرباح على المساهمين فيها.

4- إن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية، أعلى من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفع، إضافة إلى ارتفاع كلفة إصدارها.



**الفرع الثاني: الأسهم الممتازة ومستجداتها:**

تعتبر الأسهم الممتازة مصدرا هاما من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل، فهو هجين لأنها تجمع ما بين صفات الأسهم العادية وصفات من السندات فهي توفر لمالكيه عائد محدد كنسبة مئوية من قيمة السهم الاسمية.

ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية.

القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة.

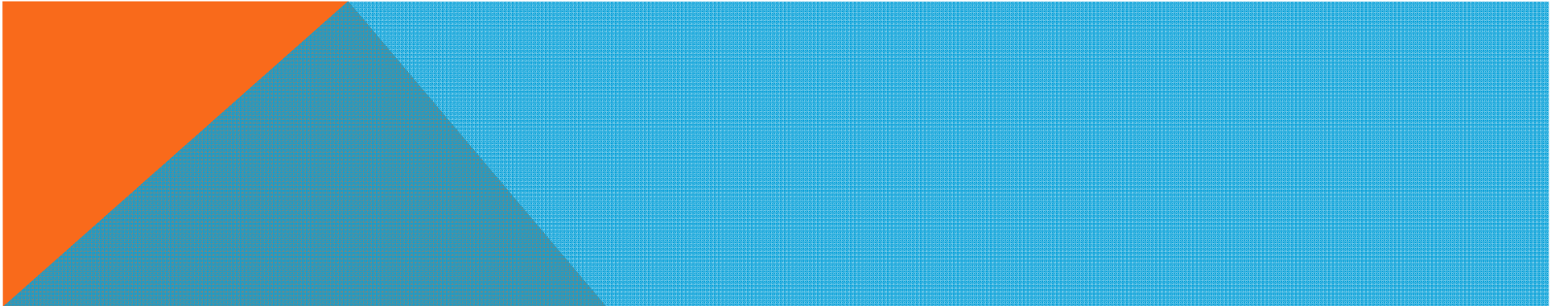




1. مزايا السهم الممتاز من وجهة نظر حاملها:

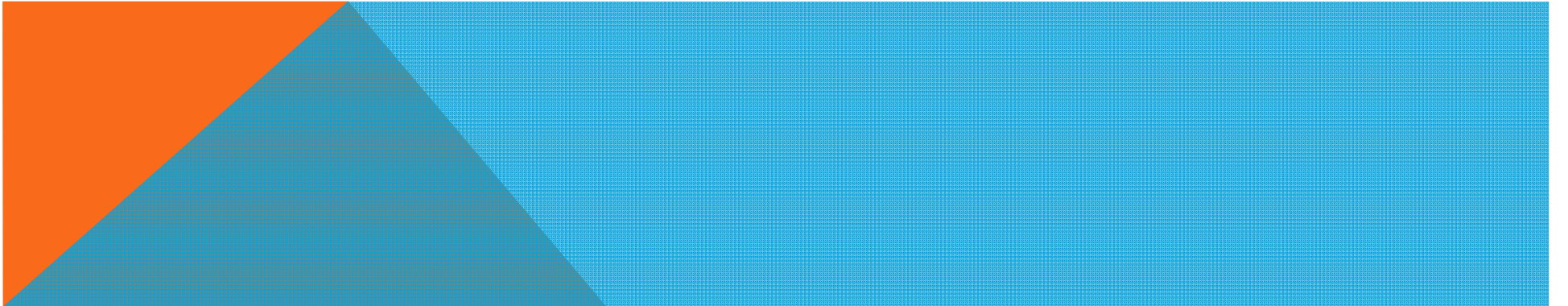
حصول حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو في صورة مبلغ محدد.

يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو في حالة حل الشركة.



2. مزايا اصدار الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة:  
إن الشركة مصدرة الأسهم الممتازة ليست ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح.  
زيادة الطاقة الاقتراضية للشركة، ذلك أن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقرضة إلى الأموال المملوكة.  
الحق في استدعاء الأسهم الممتازة التي أصدرتها الشركة، وذلك مقابل علاوة.

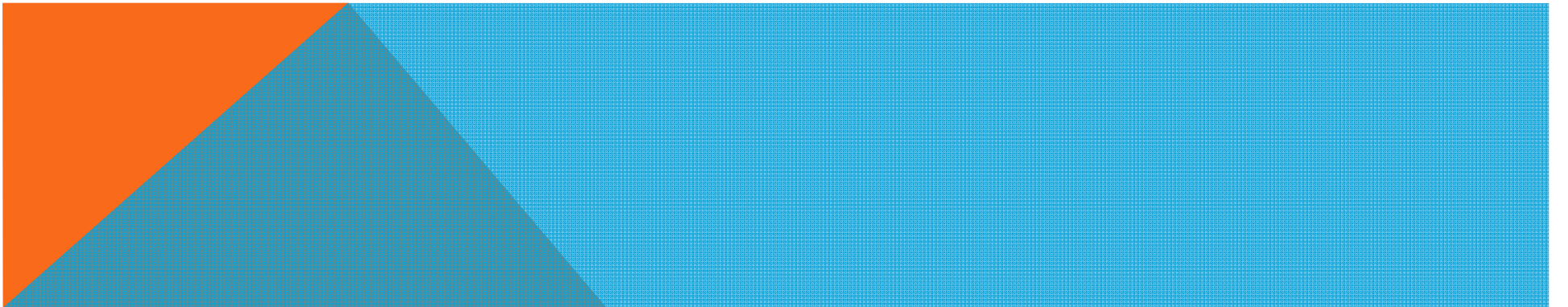
3. عيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة:  
ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض.



الزامية التوزيعات، فهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم  
من أرباح سنة لاحقة.

العائد العالي الذي يطالب به حملة الأسهم الممتازة، لأنهم يتعرضون  
لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقترضون.

حق التصويت أحيانا عند مواجهة الشركة لبعض المشكلات وفرض  
قيود على التوزيعات.



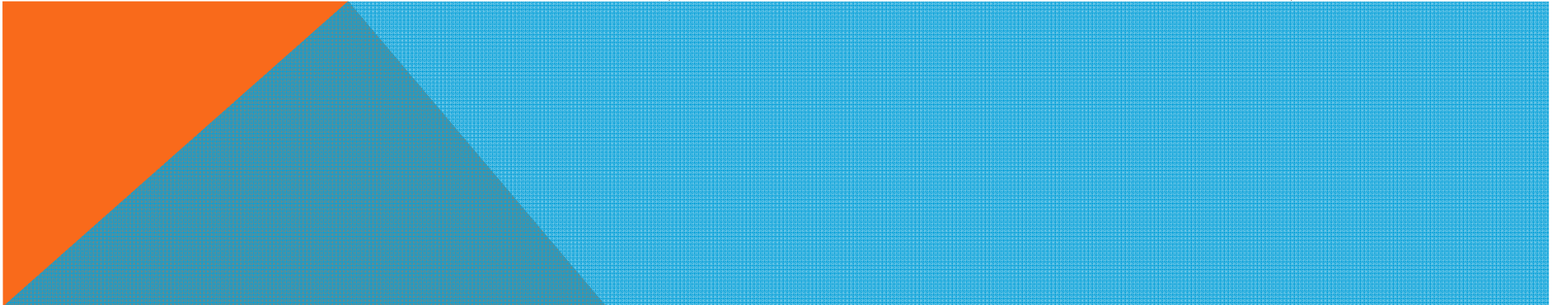
#### 4. أنواع الأسهم الممتازة:

##### 1. الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:

وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

##### 2. الأسهم المشاركة في الأرباح:

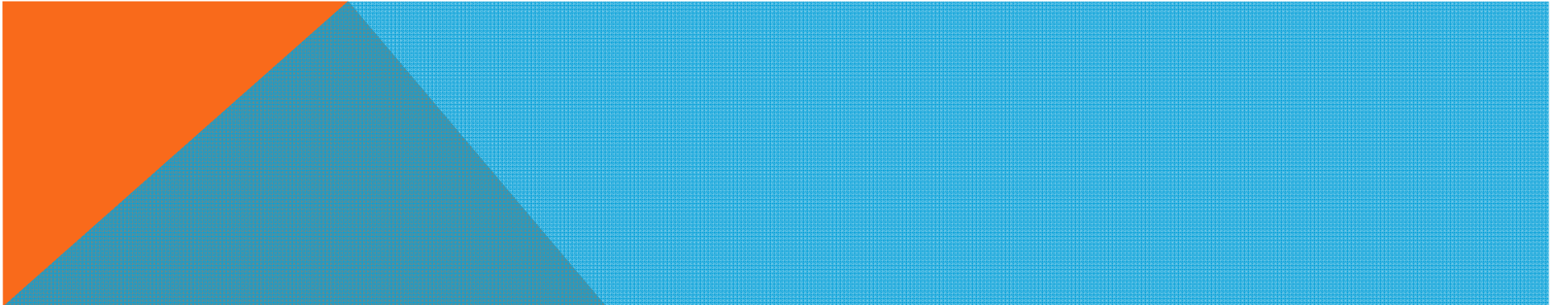
يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة.



**فمثلاً:** إذا صدرت الأسهم الممتازة بمعدل 10% وكانت من النوع المشارك سيتمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية 10%.

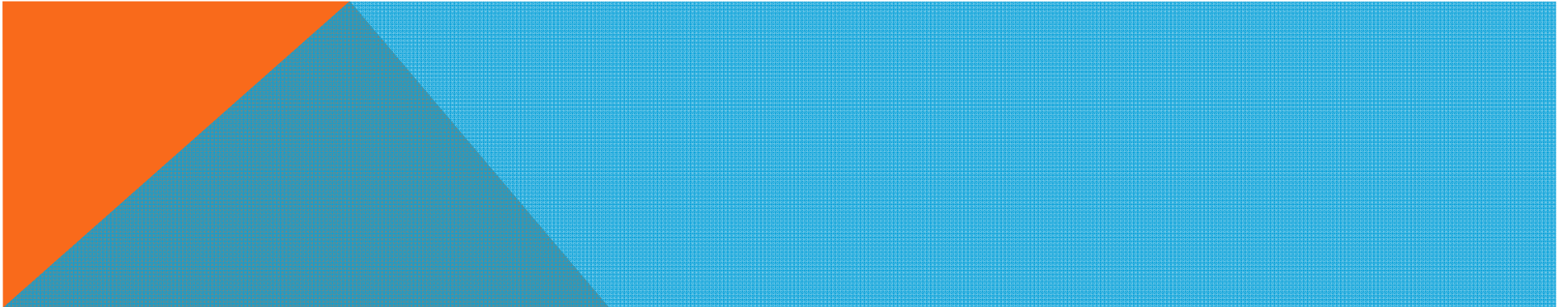
### 3. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

تعتبر قابلية السهم الممتاز التحويل إلى أسهم عادية ميزة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضليته الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.



#### 4. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار.



## 5. خصائص الأسهم الممتازة:

1. لحامل الأسهم الممتازة أولوية على حامل الأسهم العادية في أموال التصفية.

2. إن الأولوية في الحصول على الأرباح عند توزيعها تعطي نوعاً ما من الضمان لأصحابها للحصول على نسبة من هذه الأرباح المقرر توزيعها.

3. الحصول على مزايا الأسهم والسندات معاً، أي أن إصدار الأسهم الممتازة يشبه الاقتراض من حيث قلة تدخل أصحابها في إدارة الشركات.

4. يحق لحاملي الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية، لأنه بموجب القيمة الاسمية للسهم الممتاز يمكن الحصول

5. على عدد أكبر من الأسهم العادية، لتحقيق المساواة بين حاملي الأسهم والتخفيف من عبء الأسهم الممتازة على الشركة.

6. الفرع الثالث: مقارنة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية:

7. أوجه الشبه:

8. كلاهما أداة ملكية غير محددة الأجل.

9. عدم دفع العوائد لا يؤدي إلى إفلاس الشركة.

10. العوائد المدفوعة لا توفر الميزة الضريبية.

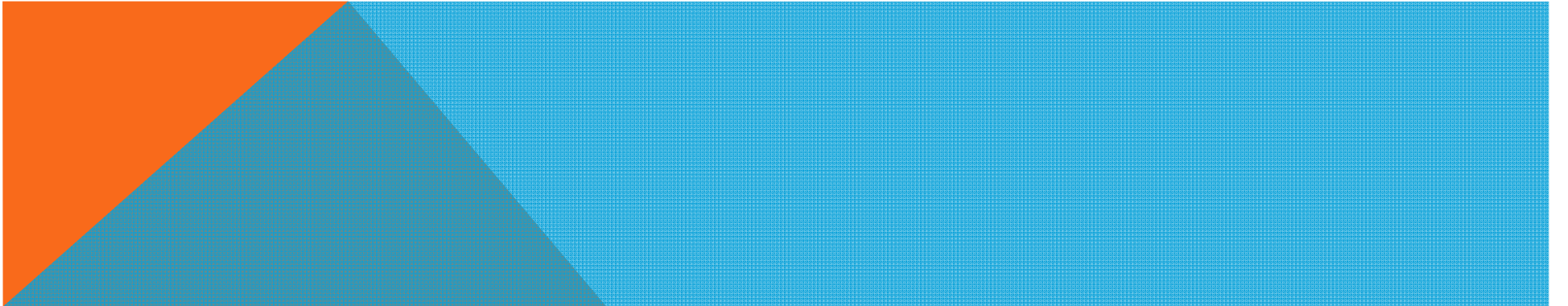
11. أوجه الاختلاف:

12. الأسهم الممتازة أقل انتشارا وشيوعا من الأسهم العادية.

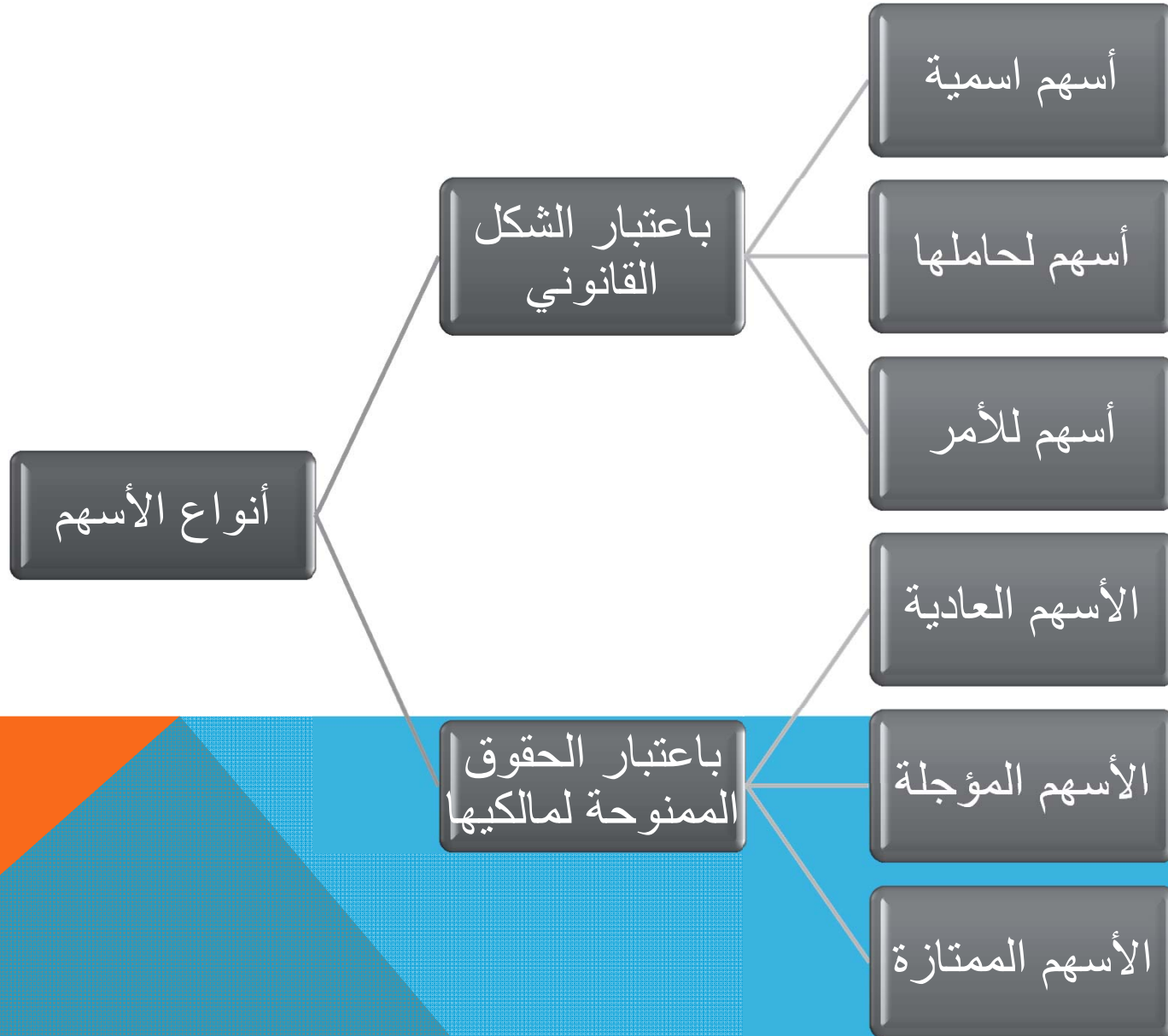
13. غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت، في حين يعتبر حقا أساسيا.

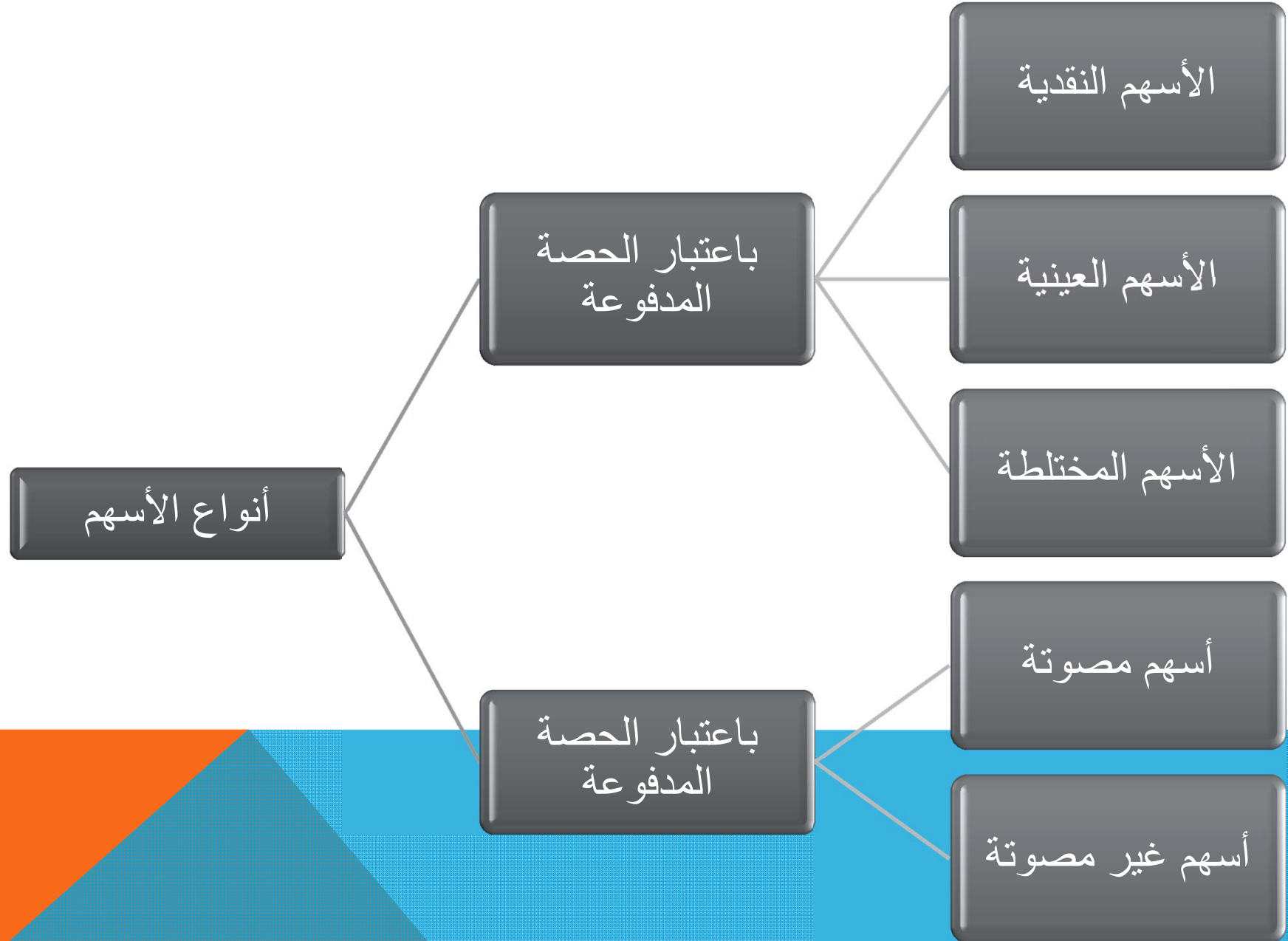


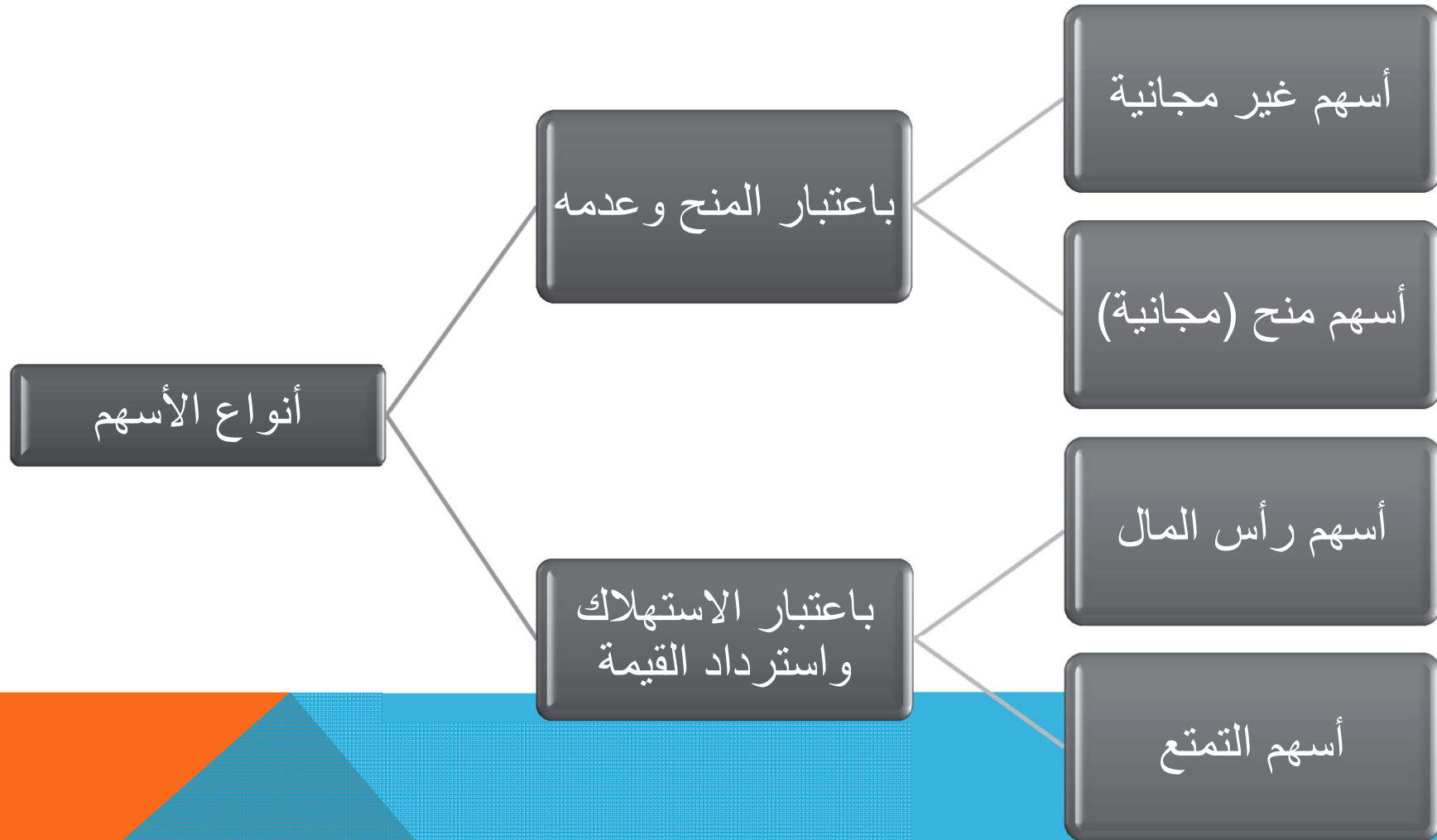
3. عند تصفية الشركة تكون أولوية السداد لحملة الأسهم الممتازة، أما الأسهم العادية فإنها لا تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية إلا بعد سداد التزاماتها جميعها.
4. تذبذب أسعار الأسهم العادية صعودا وهبوطا بصورة أكبر من الأسهم الممتازة.
5. تعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة بالنسبة للمستثمر من الأسهم العادية.



# أنواع أخرى للأسهم







## أدوات مديونية.

### 1. مفهوم السندات:

يعد السند أحد أشكال الاستثمار في الأصول المالية، فهو عبارة عن صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند (المقرض) بإرجاع القيمة المدونة على السند بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند (المقرض) وذلك خلال فترة زمنية متفق عليها.

تعتبر مصدر أساسي للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات أو مؤسسات وحتى الحكومات.

وهو مستند مديونية قابل للتداول ولأجل محدد وبفائدة محددة.

## 2. خصائص السندات:

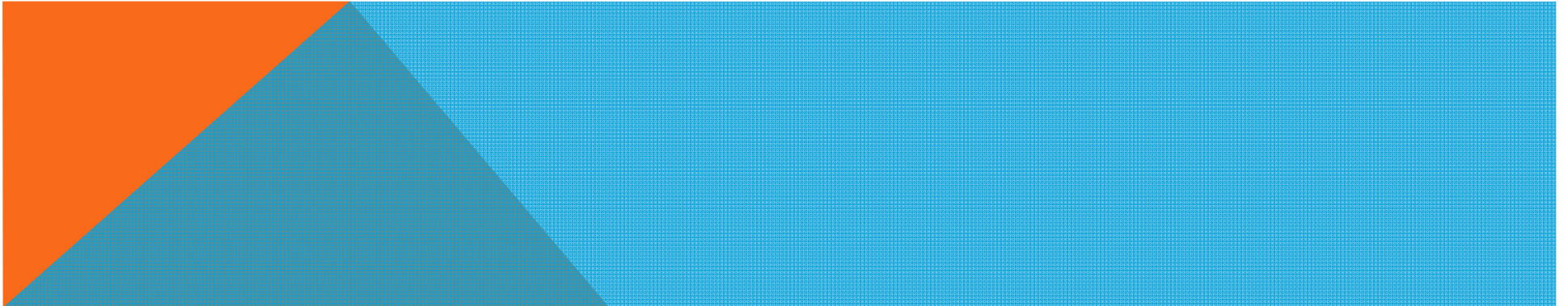
يمكن تحديد خصائص السندات والتي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية من خلال مجموعة من العناصر وهي كالتالي:

### الكوبون:

هو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند خلال حياة السند، ويتحدد معدل الكوبون للسند اعتمادا على أسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات التي لها نفس درجة المخاطر.

### تاريخ الاستحقاق:

إن فترة الاستحقاق إلى عدد السنوات التي بعدها، يحصل حامل السند على القيمة الاسمية للسند.



**القيمة الاسمية:**

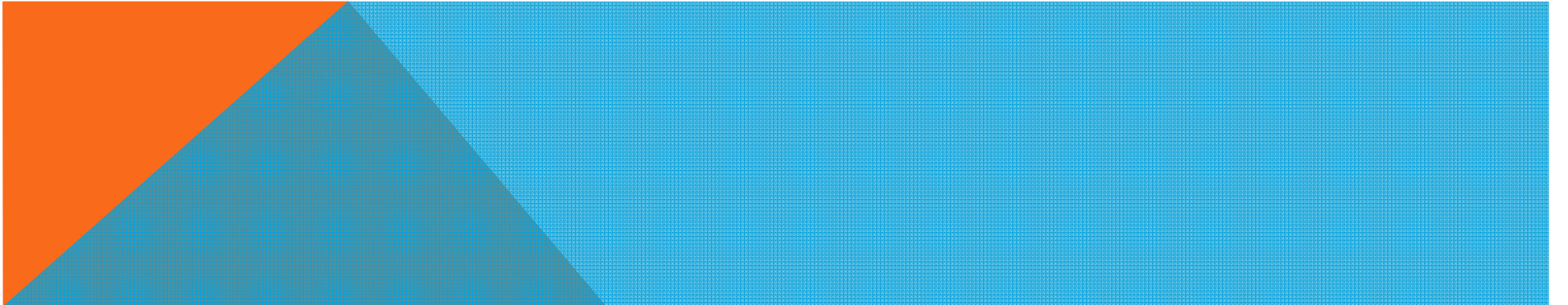
وهي القيمة المدونة على السند التي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق.

**شروط نقل الملكية:**

قد يصدر السند لحامله، وبالتالي يمكن نقل الملكية عن طريق البيع أو التنازل.

**أنواع الإصدار:**

قد تصدر السندات بضمان أصول معينة سواء كانت أصول حقيقية أو أصول مالية، معنى أن هذه الأصول تعد بمثابة رهن لضمان سداد القرض.



### 3. أنواع السندات

1. على أساس جهة الإصدار:

سندات حكومية: وتصدر عن الدولة ومؤسساتها مثل سندات الخزينة.

سندات أهلية (خاصة): تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص.

2. على أساس شكل الإصدار:

سندات لحامله: عندما يصدر خاليا من اسم المستثمر، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند.

سندات اسمية: يكون السند اسميا متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات على الجهة المصدرة،



ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته.

3. على أساس الأجل:

سندات قصيرة الأجل: والتي لا تتجاوز سنة واحدة، وهي أداة تمويل قصيرة الأجل تتداول في سوق النقد، تتمتع بدرجة عالية من السيولة وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة.

سندات متوسطة وطويلة الأجل: يكون استحقاقها بعد 5 سنوات فأكثر وقد تصل الى 25 عاما، تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة الأجل ومن الأمثلة عليها: السندات العقارية.

4. على أساس الضمان:

سندات مضمونة: تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف المدين عن

الوفاء بأصل السند أو بفائدته مثل: العقارات.  
سندات غير مضمونة: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع،  
ويطلق عليها مصطلح السندات العادية، ويتحمل المستثمر درجة  
عالية من المخاطرة.

5. حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء:

سندات غير قابلة للاستدعاء: يكون الحق لحاملها في الاحتفاظ بها  
لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء  
لأي سبب.

سندات قابلة للاستدعاء: هي سندات مشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر  
عادة بعلاوة استدعاء يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها.

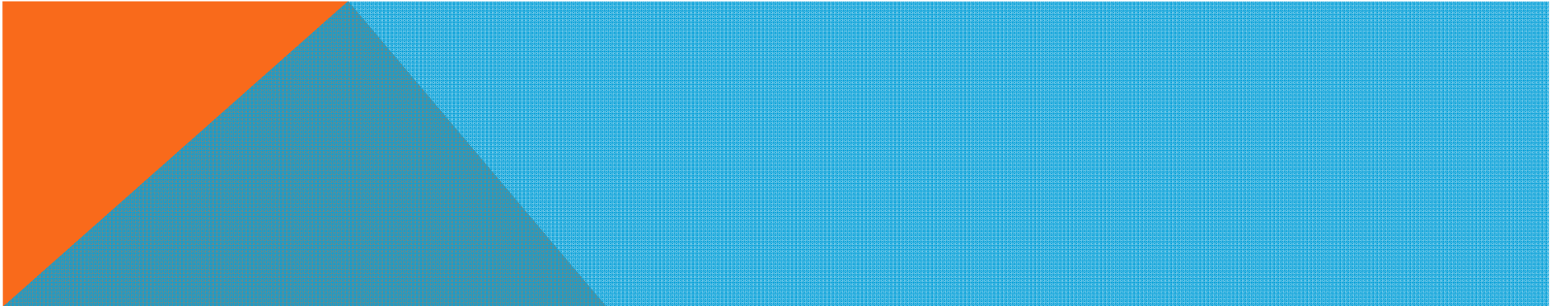
## 6. حسب قابليتها للتحويل:

سندات قابلة للتحويل: تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها الحق في تحويل سنداته إلى أسهم عادية.

سندات غير قابلة للتحويل: وهي لا تحمل ميزة التحويل إلى أسهم وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من معدل السندات القابلة للتحويل.

## 7. السندات الدولية:

يطلق مصطلح السندات الدولية على السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته ولصالح مقترض أجنبي.



4. مزايا ومخاطر الاستثمار بالسندات:

مزايا الاستثمار بالسندات:

1. ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر، بالإضافة إلى هذه الميزة يمتاز حامل السند عن حامل السهم بحق الأولوية في استفاء دينه على الشركة.

2. توفر بعض السندات للمستثمر ميزة الإعفاءات الضريبية.

3. ميزة ثبات واستمرارية العائد بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة.

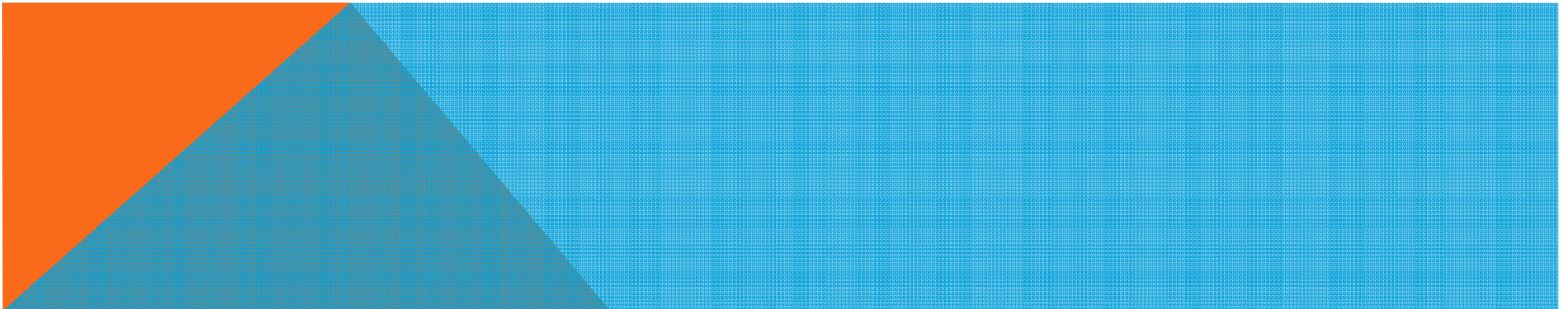
مخاطر الاستثمار في السندات:

1. مخاطر السيولة: يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة

الاسمية التي يصدر بها.

2. مخاطر تقلب أسعار الفائدة: تتحرك أسعار السندات صعودا أو هبوطا باتجاه معاكس بتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال.

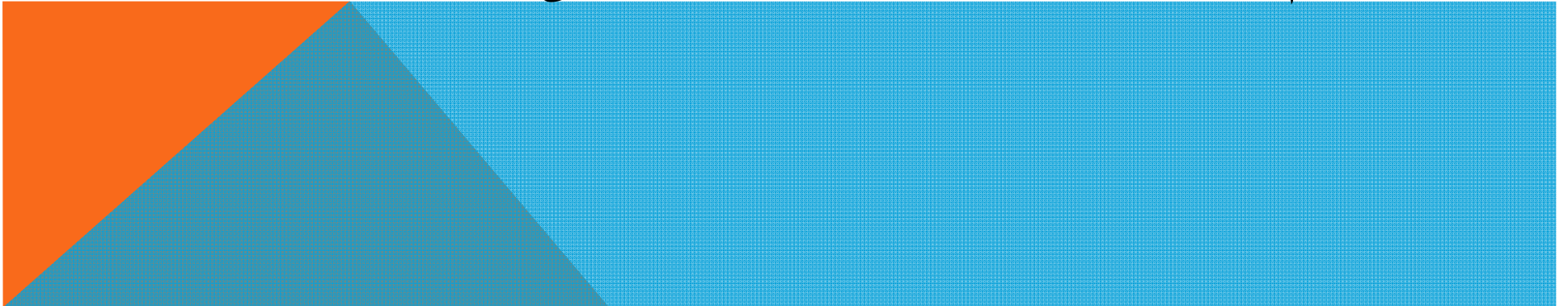
3. مخاطر الإفلاس: إن مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم، إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي إلى انخفاض حاد في الأسعار السوقية لها مما يؤثر على حقوق المساهمين وحملة السندات معا.



## 5. مقارنة بين السهم الممتاز والسندات:

يجمع السهم الممتاز بين خواص السهم العادي وخواص السند، ولكن أوجه الخلاف الأساسية بين السهم الممتاز والسند يمكن حصرها بمايلي:

1. السهم الممتاز أداة ملكية غير محددة الأجل، بينما السند أداة دين ذات أجل محدد.
2. فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة ربحاً أم خسارة ولا يجوز تأجيلها ويترتب على

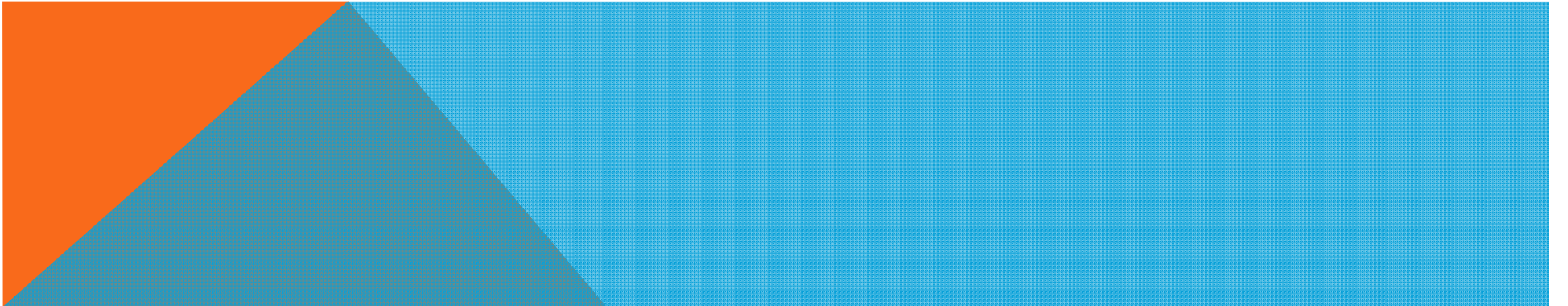


لعجز عن دفعها إفلاس الشركة، فيما لا يحصل المساهم الممتاز على الأرباح إلا في السنوات التي تكون فيها الشركة رابحة، كما يمكن تأجيل توزيع أرباح الأسهم الممتازة من سنة إلى أخرى دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة.

3. تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد مصروفا تمويليا. بينما لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة وذلك باعتبارها توزيعا للربح لا عبئا عليه.

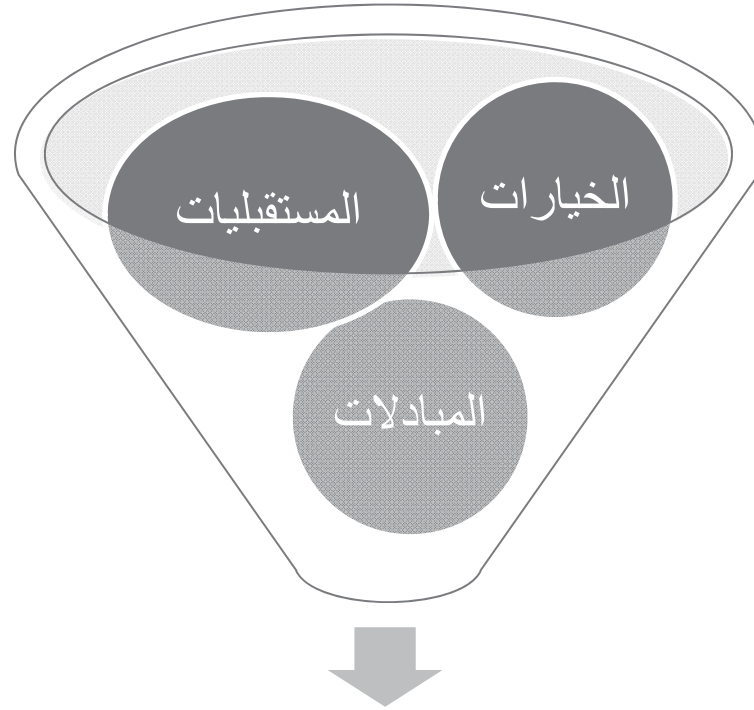
4. توفر الأسهم الممتازة لحاملها ميزة ضريبية، ذلك لأن بعض التشريعات الضريبية تنص على إعفاء نسبة معينة تصل أحيانا إلى 85% من الأرباح الموزعة لها من ضريبة الدخل، هذه ميزة لا تتحقق لحامل السند.

5. توفر السندات لحاملها أمانا أكثر مما توفره الأسهم الممتازة لأنها تصدر في معظم الأحيان مضمونة أو مكفولة، هذا إضافة للأولوية التي يتمتع بها حامل السند عن حامل السهم الممتاز في الحصول على فائده السنوية وكذلك في الحصول على دينه من أصول الشركة من حالة إفلاسها أو انتهائها.





المطلب الثالث: الأدوات المشتقة.



الأدوات المشتقة

## الفرع الأول: عقود الاختيار.

العقد الاختياري يعطي الحق لصاحبه ودون أن يكون ملزما بذلك في شراء أو بيع سهم أو سند أو أي ورقة مالية بسعر معين وفي وقت لاحق أي في وقت مؤجل وهناك نوعين من العقود الاختيارية:

يعطي الحق للمستثمر في شراء سهم أو سند في المستقبل دون أن يكون ملزما بذلك.

عقد اختياري  
للشراء

يعطي الحق للمستثمر في بيع سهم أو سند في المستقبل دون أن يكون ملزما بذلك.

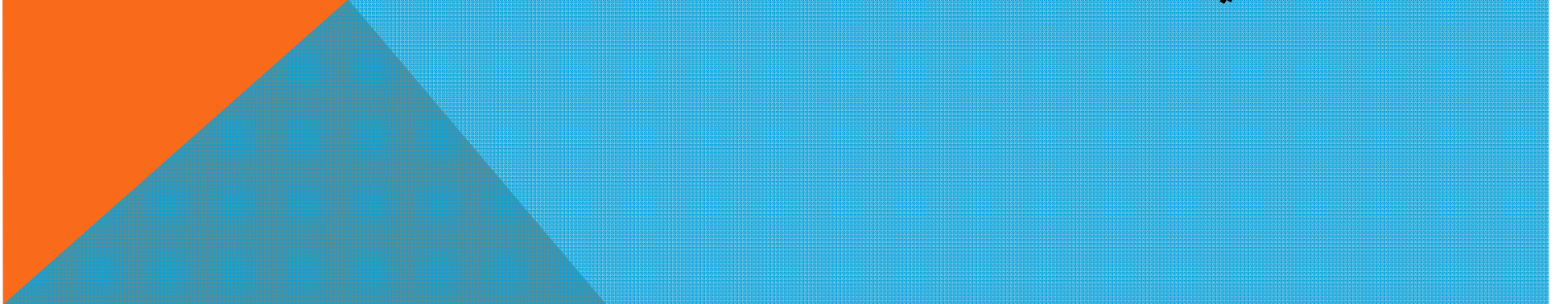
عقد اختياري  
للبيع

## خصائص العقود الاختيارية:

يطلق على السعر الذي يتم به بيع أو شراء الأصل محل الاختيار بسعر التنفيذ أو السعر العملي. حيث هذه الأسعار تحدد لكل ثلاثة أشهر فكلما انتهى زمن أسعار الفترة الأولى تعطى أسعار أخرى للفترة الثانية.

مبلغ المكافأة يكون ملزماً (الذي يبيع أو يشتري يدفع مبلغ مقابل ممارسته لهذا الاختيار) حيث هذا المبلغ يتغير بتأثير مدة العرض وظروف السوق المالي.

بالإضافة إلى أنه يمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي- الأوروبي- الآسيوي.



□ فالخيار الأمريكي: يعطي الحق لحامله في تنفيذه بسعر متفق عليه مسبقاً على أن يتم التنفيذ في أي وقت يمتد من يوم إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهاؤه.

□ الخيار الأوروبي: يختلف عن الخيار الأمريكي من حيث موعد التنفيذ حيث لا ينفذ إلا عند التاريخ المحدد لانتهاؤه والمنصوص عليه في العقد.

□ الخيار الآسيوي: هو عقد اختيار لا يتضمن تاريخ تنفيذ أي عكس الخيارين السابقين أما عن سعر تنفيذ هذا الاختيار يساوي متوسط الأسعار الجارية للأصول منذ إبرام الاختيار إلى غاية يوم التنفيذ أين تكون أسعار الاختيار ثابتة ومحددة.

## الفرع الثاني: العقود المستقبلية.

العقد المستقبلي هو التزام نمطي إما بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ مستقبلي محدد ويتم تحديد طبيعة الاتفاق المبرم بين طرفي التعاقد في أوراق العقود المستقبلية من حيث: الأصل، حجم العقد، الكيفية التي يتم من خلالها تقديم عروض الأسعار، مكان التسليم وكيفية دفع قيمة العقد.

الأصل: تتنوع الأصول موضوع العقود المستقبلية بين الأصول المالية والمادية.

حجم العقد: يقصد به كمية الأصل الذي ينبغي أن يسلم بموجب عقد واحد.

ترتيبات التسليم: لا يتم تسليم الأصل محل العقد في غالب الأحيان إذ يتم إنهاء العقود قبل حلول موعد استحقاقها يشار

إلى تاريخ التسليم في العقود المستقبلية بشهر التسليم.  
نظام الهامش: من متطلبات بورصات العقود المستقبلية أن يودع كل طرف من أطراف العقد مبلغاً معيناً يسمى "الهامش" تتراوح قيمته ما بين 5% إلى 10% من قيمة العقد كضمان لحسن تنفيذه من الطرفين.

- تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي للطرفين (البائع والمشتري)
- العقد الاختياري ملزم بالنسبة للبائع وغير ملزم بالنسبة للمشتري.

ملاحظة:



## خصائص العقود المستقبلية:

الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلا لكن بشروط يتم الاتفاق عليها في الوقت الحاضر.

لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك بل تتم في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم.

## الفرع الثالث: عقود المبادلة.

هي اتفاق بين طرفين يتضمن تعهدا بتداول تدفقات مالية خلال فترة زمنية مستقبلية متفق عليها وفقا لشروط يتم التراضي عليها بين طرفي العقد.

ويوجد نوعين من عقود المبادلات: مبادلات العملة ومبادلات أسعار الفائدة إذ تستحوذ هذه الأخيرة حالياً على نحو 90% من حجم عمليات المبادلة المتداولة لكونها أداة هامة للتغطية ضد مخاطر معدلات الفائدة.

المبحث الثالث: قيمة الورقة المالية:-

المطلب الأول: تعريف قيمة الورقة المالية.

قيمة الورقة المالية نابعة على قدرتها على خلق المنفعة وعموما نقول أن الدخول أو الأرباح التي تعطىها الأوراق المالية هي التي تعكس قيمتها في الحياة العملية.