

الفصل الأول: مدخل إلى الهندسة المالية

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

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

أولاً- الهندسة المالية(فلسفتها، نشأتها وأسباب ظهورها)

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

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

فظهر الهندسة المالية كمفهوم جديد في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي في السنوات الأخيرة من القرن العشرين، أتاح إمكانية الحصول على عوائد متعددة من صفقات يومية للأدوات المالية، وبذلك أصبحت الهندسة المالية تؤدي دور مهم في تنشيط البورصات العالمية من خلال تحقيق ابتكارات مالية جديدة تساعد الشركات الاستثمارية، فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية، بالإضافة إلى ظهور أسواق مالية ناشئة ومراكز مالية عالمية¹.

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

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

في مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة العلمية الواسعة مثل Recharad Rohy Fischer black في البحث عن كيفية تطوير منتجات الأسواق المالية وذلك لتلبية حاجات المعاملين المتزايدة والمتجددة، وفي منتصف الثمانينات ظهرت الهندسة المالية للوجود بهدف اعانة وخدمة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية التي يفرضها السوق وبيئة المشاريع، وفي عام 1992 أنشئ الاتحاد للمهندسين الماليين لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو 2000 عضو من شتى أنحاء العالم². يمثلون الممارسين والأكاديميين، والمهنيين للمحاسبة، والقانون والنظم، والمجتمعات رفيعة المستوى في التقنيات العلمية، كما قام الاتحاد بوضع معايير للصناعة تركز على النظرية والتطبيق.

3- أسباب ظهور الهندسة المالية: قد ساهمت عوامل عديدة في ظهور الهندسة المالية، نذكر من بينها³:

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

² عبد الصمد سعودي، مسعودة بن لخصر، أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية (دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار الفرصة)، العدد2، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الشهيد حمة لخصر، الوادي، 2017، ص 122.

³ خلف الله بن يوسف، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، مطبوعة جامعية، المركز الجامعي أفلو، الأغواط، 2016/2017، ص4.

ثانياً - تعريف الهندسة المالية

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

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

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

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

تعني الهندسة المالية إنشاء منتجات مالية جديدة ومحسنة من خلال التصميم المبتكر أو إعادة تغليف الأدوات المالية الحالية. يستفيد المهندسون الماليون من أدوات رياضية متنوعة من أجل إنشاء استراتيجيات استثمار جديدة. يمكن أن تكون المنتجات الجديدة التي أنشأها المهندسون الماليون بمثابة حلول للمشكلات أو كطرق لتعظيم العوائد من فرص الاستثمار المحتملة⁴.

⁴ Neta Baporikar, **Understanding Financial Engineering**, MBA Review, Australia, 2009, P42.

يمكننا في الأخير تعريف الهندسة المالية بأنها: "التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل". وهو بذلك يشير أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة⁵:

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

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

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

ثالثاً - مجالات الهندسة المالية

تحدد نطاق الهندسة المالية في ثالث مجالات أساسية هي:

1- المجال الأول: ابتكار أدوات مالية جديد أو تطوير القديمة: طور المهندسون الماليون الأوراق المالية التقليدية مثل الأسهم والسندات إلى العديد من الأوراق المالية المستحدثة، منها⁶:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2-1- التسجيل من الرف: قبل طرح أي ورقة مالية للاكتتاب فإنه يجب القيام بعملية التسجيل وذلك من خلال تقديم طلب التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة، حيث تقوم هذه الأخيرة بالتأكد من أن البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها للتداول، ولتحقيق ذلك ألزم القانون المنشأة بتقديم طلب أو صحيفة تسجيل في كل مرة ترغب فيها بإصدار أو راق جديدة، ويقتضي التسجيل بتزويد هيئة الأوراق المالية والبورصة ببيانات عن المنشأة المعنية، ومعلومات عن الاتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار المنوط به عملية الطرح، ونذكر بعض أهم تلك البيانات⁷:

✓ طبيعة نشاط المنشأة وبناءها التنظيمي وهيكلها المالي؛

✓ أسماء أعضاء مجلس الإدارة؛ وكبار المديرين؛

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

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

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

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

✓ أي معلومات أخرى ترى اللجنة ضرورة تزويدها بها.

في كل مرة ترغب شركة ما في إصدار المزيد من الأوراق المالية وبسبب حاجتها إلى توفير تلك البيانات فإنها تواجه صعوبات تكمن في الوقت والجهد بالإضافة إلى انتظار قرار هيئة الأوراق المالية والبورصة، لذلك فإن مزايا التسجيل على الرف تتمثل في كونه يخفض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع من شهور إلى أيام، فهو بالتالي يخلق المنافسة بين بنوك الاستثمار الرغبة بالقيام بعملية الإصدار، إضافة إلى أنه في حالة إذا لم تستطع المنشأة توزيع الكمية المصدرة، فإنه يمكنها الانتظار ثم تحاول ثانياً وثالثاً، إلى أن تنتهي من توزيع الكمية كلها، أو حتى تنتهي المدة المحددة في طلب التسجيل بالرغم من هذه المزايا إلا أن بعض المنشآت تخلت عن التسجيل من الرف فالمستثمرون يظنون أن التسجيل عن الرف ما هو إلا إجراء تقوم المنشأة من خلاله باستغلال فرص ارتفاع سعر السهم عن قيمته العادلة، لتقوم بطرح المزيد من الأسهم للاكتتاب، وإذا ما تمكنت المنشأة من تصريف الإصدار كله عند هذا السعر، تكون بذلك قد حققت هدفها، ومن ناحية أخرى إذا انخفضت القيمة عن قيمته العادلة قبل أن تنتهي من تصريف الإصدار كله، فسوف تتوقف وتترقب إتاحة الفرصة مرة أخرى⁸.

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

ويلجأ العميل إلى الشراء بالهامش عندما يتوقع أن القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة سوف تزيد في المستقبل، وبذلك يضمن سداد القرض وفوائده بالإضافة إلى ما يجنيه من أرباح، وقد يخيب ظنه فيخسر كل شيء⁹.

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

⁸ منير ابراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 227، 228.

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

ولذا، فإن البيع على المكشوف يعد أحد المشتقات المالية التي تنتمي إلى العقود الآجلة من المشتقات، وهي التي ترد على أصول، دون أن تكون هذه الأصول مرادة للمتعاقدين، وإنما يراد تحقيق الربح من خلال فروق الأسعار. وعند النظر إلى البيع على المكشوف، نجد أن هناك بعض المتعاملين في السوق المالية، لا يرغبون في المخاطرة بالبيع والشراء مخافة مخاطر الخسارة، ومن هنا فإنهم يتحفظون من الخسارة، بنقل مخاطرها إلى غيرهم، عن طريق الاكتفاء بإقراض الأوراق المالية إلى الغير، دون الدخول في مخاطر الخسارة التي كانت ستنتج عن البيع¹⁰.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

لقد اتاحت المتاجرة بالحزمة الفرصة أمام المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، لأن تبني محفظة وإعادة تشكيل أخرى ربما بسبب ظروف طارئة يتعرض لها السوق، تحقق السيولة والكفاءة بالنسبة للسوق¹¹.

2-6- التداول الإلكتروني: قد ساهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في توسع وزيادة استعمال الأنترنت وفتحت أمام الأسواق المالية أبواب جديدة وذلك بظهور مفهوم " التداول الإلكتروني " وهو عبارة عن إمكانية بيع و شراء الأوراق المالية أو مشتقاتها الكترونياً من أي مكان عبر شبكة الأنترنت أو المعلومات موفرة الوقت والجهد بطريقة فعالة لكافة المستخدمين. ويتجسد استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال في الأسواق المالية من خلال تبنيها للتداول الكرتوني، حيث أنه ليس بالفكرة الجديدة فقد اقترح فيشر بالك عام 1971 مراحل رقمه الأسواق المالية في إطار شبكة الاتصالات الإلكترونية تدار بواسطة محطات طرفية من الحواسيب مربوطة بالمركز تعمل على تسهيل تنفيذ الصفقات عبر أنظمة اتصال متطورة تستعمل لإرسال أوامر الشراء والبيع من قبل الوسطاء وتنفيذها في شكل عروض وطلبات يتم تنفيذها من أجل تخفيف الضغوط على المتخصصين وصناع السوق، وتعد الابتكارات والإبداع في تكنولوجيا الاتصال هو محور تركيز رقمنة عمليات تداول الأوراق المالية وتعتبر بورصة ناسداك الرائدة في إحلال التداول الكرتوني حمل التداول التقليدي¹².

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

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

3- المجال الثالث: ابتكار حلول خالقة ومبدعة للمشكلات المالية: وتتمثل في ابتكار أو تطوير حلول خالقة ومبدعة للمشاكل المالية التي تواجه منشآت الأعمال مثل¹³:

- ابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار؛

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

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

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

رابعا- علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي

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

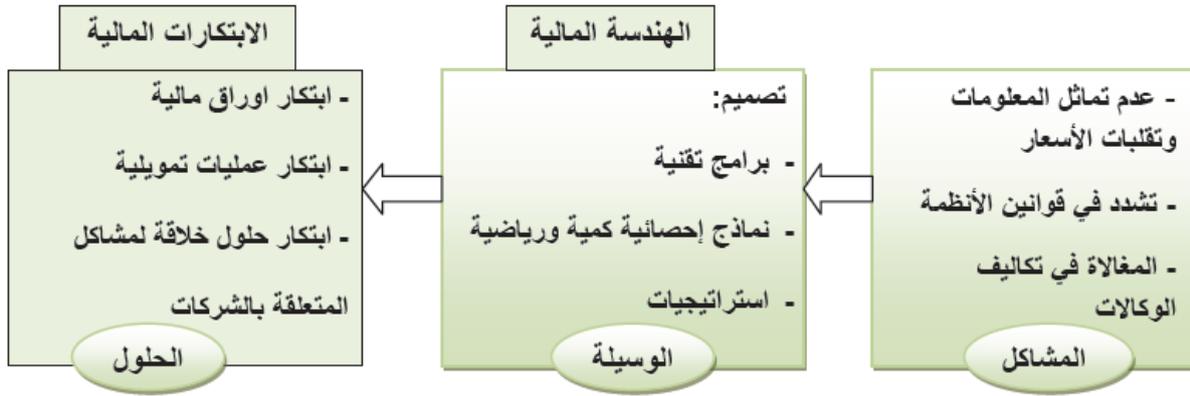
وعليه فإن الهندسة المالية ليست الابتكار المالي غير أنهما عمليتين متكاملتين ومترابطتين، فالهندسة المالية تحتاج للابتكار والابتكار يحتاج المهندسين الماليين القادرين على توظيف خيراتهم ومهاراتهم لخلق منتجات جديدة أو لتطوير المنتجات الموجودة سابقا وتكييفها مع احتياجات المتعاملين، فالابتكار المالي فرع من الهندسة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

¹³ مغنية موسوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 16.

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

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

الشكل(1): علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي



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

خامسا - المهندسون الماليون والمهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية

المهندسون الماليون لا ينتمون إلى بنوك الاستثمار والأعمال فقط، أو البنوك التجارية دون غيرها ولكن أيضا إلى منشآت الأعمال التي تتاجر في السلع أو في الأوراق المالية، وينتشرون أيضا على وجه الخصوص في جهات البحث والتطوير، ومنهم من يشتغل بالرياضيات والإحصاء، ومنهم من يعمل في المحاماة، ولا شك أن تنوع المهندسين الماليين في هذا المجال، يظهر الفرض المتاحة لأصحاب المناهج التحليلية لحل المشاكل والقدرة على إدراك الحلول الخلاقة للمشاكل المعقدة¹⁵.

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخص واسع الاطلاع والمعرفة وأن يتميز بمجموعة من المهارات الآتية¹⁶:

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

¹⁵ جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص90.

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

- معرفة بالتحليل المالي والتخطيط المالي؛

- عقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل؛

- إدارة المنتجات المالية جديدة ومشتقاتها.

سادسا- أهداف الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق أربعة أهداف أساسية تتمثل في¹⁷:

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

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

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

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

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

¹⁷ ناصر بوشارب، حسناوي بلبال، الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبديل الإسلامي، المجلد 3، العدد3، مجلة التكامل الاقتصادي،

جامعة أحمد دارية، أدرار، 2015، ص153.

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

أسئلة الفصل الأول

1/ أجب عن الأسئلة التالية:

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

2/ عرف المصطلحات التالية:

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

الفصل الثاني: الأسواق المالية

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

أولاً- مفهوم السوق المالي

يعرف السوق المالي أنه مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل والطالبيين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية¹⁸.

يلتقي في الأسواق المالية عارضي وطالبي رؤوس المال سواء في السوق الأولية بمناسبة الإصدارات الجديدة أو الإدراج في بورصة الشركات، وفي السوق الثانوية بفضل السيولة والشفافية التي توفرها¹⁹.

تنقسم السوق المالية إلى أسواق رأس المال وأسواق نقدية، وتتفرع هذه الأسواق إلى أسواق فرعية أخرى، حيث تتداول في هذه الأسواق مختلف الأصول المالية والمادية وبآجالها المختلفة، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما²⁰:

- أسواق النقد؛

- أسواق الأوراق المالية.

وهذا ما سنتناوله في العناصر الموالية.

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

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

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

ثانيا - السوق النقدي

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

1- تعريف السوق النقدي: سوق النقد هو سوق القروض قصيرة جدا، وهو سوق التعامل بين بنوك والذي يضمن تحقيق التوازن اليومي من آجال العمليات المدينة والدائنة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل منه على قروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطات لدى البنك المركزي²¹.

2- خصائصه: تتميز السوق النقدية بالميزات التالية²²:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة؛
 - تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل؛
 - تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية؛
 - الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول؛
 - انخفاض درجة المخاطرة في هذه السوق نظرا لانخفاض درجة العائد بالإضافة إلى انخفاض درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ من التذبذبات الحاصلة في سعر الفائدة السوقية في الأجل القصير بالإضافة إلى الانخفاض في درجة المخاطرة الائتمانية وهي عدم قدرة المدين على تسديد الالتزامات المالية؛
 - سوق النقد لا يتحدد بمكان معين، إذ تشكل البنوك بأنواعها والمؤسسات المالية مجال نشاط هذا السوق.
- 3- أدوات السوق النقدي:** تتمثل فيما يلي²³:

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

²¹ كمال بن يمينة، مرجع سبق ذكره، ص 249.

²² رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 42.

²³ كمال بن يمينة، مرجع سبق ذكره، ص ص 249 ، 250.

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

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

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

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

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

ثالثا - سوق الأوراق المالية

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

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

2- أقسام سوق الأوراق المالية: نجد²⁴:

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

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

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

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

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

2-2-2-2- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم²⁵.

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

²⁵ نفس المرجع، ص 45.

3- أدوات سوق الأوراق المالية

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

3-1-1- الأسهم: يمثل السهم العادي (عادة ما يسمى فقط السهم) حق الملكية في حصة من رأس مال الشركة. إنه سند يمنح حقا في دخل وأصول الشركة. يوافق المساهمون في اجتماع عام، على تعيين هيئات الحوكمة والتصويت على القرارات التي يقترحها المديرون بشأن التوجهات الرئيسية للشركة²⁶.

3-1-1- قيم تداول الأسهم:

تعتبر قيمة السهم من أهم الأشياء التي يسعى المستثمر إلى البحث عنها ومعرفتها ويجب علينا أن نميز بين مجموعة من القيم²⁷:

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

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

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

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

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

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

²⁶ Ferderic Misquin, **Monnaie, banque et marchés financiers**, 10e édition, édition Pearson, Paris, 2013, P5.

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

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

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

3-1-2- خصائص الأسهم: تتمتع الأسهم في الشركات المساهمة بالخصائص الآتية²⁸:

- أنها متساوية في قيمتها الاسمية، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من بعضها الآخر، ويترتب على هذا أن جميع الأسهم متساوية في الالتزامات والحقوق من حيث التصويت أو تحمل الديون الواقعة على الشركة، أو توزيع أرباح الشركة.
- عدم قبول السهم للتجزئة، ويجوز أن يشترك في السهم الواحد أكثر من شخص يمثلهم أمام الشركة شخص واحد، وكذلك أن اشتركوا في عدة أسهم.
- قابلة للتداول والتصرف فيها بالبيع والشراء والرهن وغيرها.
- تحديد مسؤولية المساهم مالك السهم بقيمة السهم فقط، ولا يطالب المساهم بما يزيد هذه القيمة مهما بلغت ديون الشركة ونقصت موجوداتها.

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

3-1-3-1- حسب الشكل القانوني

- أ- **الأسهم الاسمية:** هي التي يسجل في صكها اسم مالكيها، وتثبت ملكيتها.
- ب- **الأسهم لحاملها:** هي لا يسجل اسم صاحبها، أي لا تحمل اسم المساهم وتثبت ملكيتها لحماها كائنا من كان.
- ج- **أسهم للأمر أو الإذن (الأمر أو لأمر):** وهي أسهم تتضمن عبارة (لأمر)، وتتداول بطريق التظهير كسائر السندات التي تحمل شرط الأمر.

3-1-2- حسب الحقوق والامتيازات

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

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