

جامعة 8 ماي 1945 / قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مطبوعة بيداغوجية في مقياس

الهندسة المالية

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر علوم اقتصادية

تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الدكتور: شرياق رفيق

أستاذ محاضر (أ) / جامعة قالمة

السنة الجامعية 2018/2019

فهرس المحتويات	
الصفحة	العنوان
01	المقدمة
02	المحور الأول: مدخل إلى الهندسة المالية
02	1- تعريف الهندسة المالية
04	2- نشأة مصطلح الهندسة المالية
05	3- أسباب ظهور مصطلح الهندسة المالية
07	4- مجالات الهندسة المالية
08	5- الشروط التي يحكم من خلالها على نجاح الهندسة المالية
08	6- أسس الهندسة المالية
10	7- أهمية الهندسة المالية
10	8- مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية
14	المحور الثاني: الابتكارات المالية في سوق النقد
14	1- شهادات الإيداع القابلة للتداول
16	2- الأورو ودولار
17	3- إتفاقيات إعادة الشراء
18	4- البطاقة الائتمانية
18	5- رأس المال المخاطر
19	المحور الثالث: الابتكارات المالية في سوق رأس المال
19	1- الأسهم العادية المستحدثة
26	2- سندات مستحدثة
34	3- أسهم ممتازة مستحدثة
37	المحور الرابع: عقود المشتقات (الخيارات)
38	1- تعريف عقود الخيار
39	2- أطراف عقد الخيار
39	3- أنواع الخيارات

45	4- أغراض المتعاملين بعقود الخيار
47	5- تصفية وتسوية عقود الخيار
49	المحور الخامس: عقود المشتقات (المستقبلات والعقود الآجلة)
49	أولاً: العقود المستقبلية
49	1- تعريف العقود المستقبلية
50	2- سمات وخصائص العقود المستقبلية
51	3- العناصر الأساسية للعقد المستقبلي
52	4- الشروط الواجب توفرها في الأصل حتى يمكن إجراء عقد مستقبلي عليه
52	5- نشأة العقود المستقبلية
53	6- أغراض المتعاملين بالعقود المستقبلية
54	7- أنواع العقود المستقبلية
56	8- تصفية العقود المستقبلية
57	9- تسوية العقود المستقبلية
58	10- نظام الهامش والتسوية اليومية للعقود المستقبلية
60	11- أوجه الاختلاف بين عقود الخيار والعقود المستقبلية
61	ثانياً: العقود الآجلة
61	1- تعريف العقد الآجل
61	2- خصائص العقد الآجل
62	3- أوجه الإختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية
37	المحور السادس: عقود المشتقات (المبادلات)
64	1- تعريف عقود المبادلات
64	2- نشأة عقود المبادلات
65	3- أنواع عقود المبادلات
70	المحور السابع: العمليات المبتكرة لتحسين الأداء
70	1- التسجيل على الرف
72	2- سمسرة الخصم

74	3- المتاجرة بالحزمة
76	4- الشراء بالهامش
76	5- البيع على المكشوف
78	المحور الثامن: الهندسة المالية الإسلامية
78	1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
79	2- أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية
81	3- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية
82	4- خصائص الهندسة المالية الإسلامية
84	5- متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية
85	6- مداخل الهندسة المالية الإسلامية
88	المحور التاسع: الصكوك الإسلامية
88	1- تعريف الصكوك الإسلامية
89	2- خصائص الصكوك الإسلامية
89	3- أنواع الصكوك الإسلامية
95	4- أطراف عملية التصكيك
96	5- آلية وخطوات عملية التصكيك
99	قائمة المراجع

المقدمة:

في ضوء تحرير أسواق المال وعالميتها بداية من تسعينيات القرن الماضي، فقد ساهمت قوى المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية في هذه الأسواق، كما ساهم تطور وسائل الإتصال وتكنولوجيا المعلومات فضلا عن التطورات الحاصلة في مجالات الأعمال الأخرى في ابتكار فكر مالي يرتكز أساسا على مفهوم الهندسة المالية.

وتعد الهندسة المالية عملية تطويرية إنطلاقا من الدور الذي تؤديه في تنشيط الأسواق المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الإستثمارية بصفة عامة، فضلا عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية.

ولا شك أن استخدام أدوات الهندسة المالية من قبل المنشآت المالية والمصرفية له أثره الإيجابي، لأنها تدعم بشكل فعال تنوع أكثر للمحافظ الاستثمارية، وتزيد من عوائدها وتخفف من مخاطرها، ويكون لها الأثر الفعال في ابتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة المخاطر والحماية والتحوط من تلك المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها بسبب التقلبات التي تحصل في أسواق السلع والأوراق المالية وغيرها من الأصول.

ولعل الهدف الرئيسي للهندسة المالية هو إيجاد المنتجات المالية الجديدة التي تساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملا وكفاءة وسيولة وعمقا واستقرار.

ولأجل الإلمام بماهية الهندسة المالية والتعرف على أهم الإبتكارات التي قدمتها كحلول لمشاكل التمويل قمنا بإعداد هذه المطبوعة البيداغوجية، معتمدين في ذلك على أسلوب بسيط بعيدا عن التعقيد، لنسهل الفهم على الطالب وغيره من المبتدئين في هذا المجال، سائلين الله أن ينفع بها كل طالب علم.

المحور الأول: مدخل إلى الهندسة المالية

1- تعريف الهندسة المالية (Financial Engineering):

مفهوم الهندسة المالية يبدو حديثا نسبيا من حيث الإصطلاح والتخصص، لكنه من حيث التعامل فهو قديم قدم التعاملات المالية، وأغلب تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات والأسواق المالية، لذا تختلف تعاريف هذا المصطلح باختلاف الزاوية التي ينظر منها إليه.

فهناك من يعتبرها استراتيجية متناغمة من عناصر متلازمة، وعلى أساس ذلك عرفها Finnerty بأنها: تصميم وتطوير وتطبيق أدوات وآليات مالية مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، ويتضمن ذلك ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- إبتكار أدوات مالية جديدة (كتقديم انواع جديدة من الأسهم والسندات، بطاقات الإئتمان، عقود المبادلة التي تغطي احتياجات منشآت الأعمال...)

- إبتكار آليات (عمليات) مالية جديدة من شأنها تخفيض تكاليف التعامل (كالتسجيل على الرف، التداول الإلكتروني، التجارة الإلكترونية، سمسار الخصم...)

- إبتكار حلول جديدة (خلاقة ومبدعة) للإدارة التمويلية (إستراتيجيات جديدة لإدارة المخاطر الإستثمارية ومخاطر السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع، تقديم أنماط جديدة لإعادة هيكلة المنشآت للتغلب على مشكلات قائمة كتحويل الشركات المساهمة إلى شركات خاصة...)

وللإشارة فإن التطوير يكون لما هو قائم، والتصميم (الإبتكار) لكل ما هو جديد.

والمقصود بالابتكار هنا ليس مجرد الاختلاف عن ما هو موجود، بل يجب أن يكون هذا الإخلاف متميزا يحقق مستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، أي أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات الموجودة تحقيقه.

وهناك من يقدم مفهوما للهندسة المالية بالنظر لطبيعة علاقتها بإدارة المخاطر، وتعرف وفقا لذلك بأنها: عملية ابتكار منتجات مالية جديدة، بحيث تؤدي إلى تحسين فرص إدارة المخاطر؛ أو هي الفلسفة التي تهتم بإدارة الأدوات المالية خارج الميزانية، بالإضافة إلى بنود المركز المالي وحسابات الأرباح والخسائر والتي تشتمل على تجارة الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية لأجل قادمة.

ويعرفها آخرون بالنظر لعلاقتها بإدارة الأصول والخصوم على أنها: بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم؛ أو هي: تلك العملية التي تسمح بإعادة صياغة وتركيب المنتجات المالية الموجودة لاستحصال الميزة الضريبية المتغيرة في ظل المناخ الإقتصادي العام.

كما تعرف الهندسة المالية بأنها استخدام الأدوات المالية مثل المشتقات (المستقبلات والمبادلات والخيارات...) والمنتجات ذات الصلة من أجل إعادة هيكلة أو إعادة تنظيم التدفقات النقدية وذلك من أجل تحقيق أهداف مالية محددة وبالأخص إدارة المخاطر المالية.

أما الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (International Association of Financial Engineers) فقد عرفت الهندسة المالية بأنها: التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة والإستغلال الأمثل للفرص المالية المتوقعة؛ ومن وجهة نظر أخرى، هي استخدام الأدوات المالية والمنتجات ذات العلاقة لإعادة هيكلة وتنظيم التدفق المالي لتحقيق الاهداف المالية العملية، وبشكل خاص إدارة المخاطر المالية، وعليه فإن الهندسة المالية ليست اداة بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات.

فقد شبه (Robinson) الهندسة المالية بالهندسة المعمارية، والمهندس المالي بالمهندس المعماري، وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلالها إيجاد العديد من

التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الإعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية وإمكانية تصميم وبناء مختلف التشكيلات باستعمال الأدوات المالية الجديدة، ويقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال استراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية، تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقدراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة ثانية، من أجل تحديد الاستراتيجية المثلى للهندسة المالية من وجهة نظر المتعاملين.

2- نشأة مصطلح الهندسة المالية

قلنا بأن الهندسة المالية من حيث الممارسة والتعامل قديمة قدم المعاملات المالية، فعبر التاريخ كانت هناك الكثير من المعاملات التي يمكن وصفها بأنها من قبيل الهندسة المالية، فبعدما كان الناس يتبادلون (يتقايضون) السلع بعضها ببعض في تبادلاتهم، أصبحت النقود المعدنية (ذهب وفضة) وسيطا في المبادلات المالية، ثم حلت محلها الأوراق النقدية، وأخذ الناس بعدها يبتكرون العقود التي تخدم مصالحهم، فظهرت منتجات مالية جديدة كالأسهم والسندات، إذ في سنة 1599م تأسست شركة الهند الشرقية وطرحت أسهمها للتداول، وفي القرن 16م أخذت الحكومات تقترض من الأفراد، وكذلك الشركات وذلك عن طريق إصدار السندات، ثم توسعت الإبتكارات إلى درجة تحويل عمليات الدفع اليدوية إلى بطاقات دفع في عام 1914م، تلاها العمل بالبطاقات الإئتمانية عام 1950م، وفي الربع الأخير من القرن العشرين ظهر أحد أهم منتجات الهندسة المالية ألا وهو المشتقات المالية التي صنعت عهدا جديدا في تاريخ الهندسة المالية، إلى غير ذلك من المنتجات والإبتكارات، ولازال الباب مفتوحا والمجال واسعا أمام الهندسة المالية لتبتكر وتطور أدوات وآليات مالية أخرى.

هذا من حيث الممارسة، أما من حيث المصطلح فالهندسة المالية مصطلح حديث، إذ في بداية التسعينيات من القرن العشرين توفرت أسباب وعوامل وأحداث كثيرة أدت إلى نشأة مصطلح الهندسة المالية، وهذا ما نوجزه في العنصر الموالي.

3- أسباب (عوامل) ظهور مصطلح الهندسة المالية:

توجد العديد من العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله إلى أرض الواقع، ومن تلك الأسباب نذكر:

- حصول أحداث عالمية كانهيار نظام بريتون وودز، والذي نتج عنه تقلبات شديدة في أسعار صرف العملات، والإنهيارات المتتالية لأسواق الأوراق المالية العالمية.

- الحاجة لتجاوز بعض القيود التي تحول دون تحقيق مختلف المنشآت المالية والمصرفية وغيرها لأهدافها الإقتصادية (كالربح، السيولة وتقليل المخاطرة...)، وهذه القيود قد تكون قانونية (مثل السياسة النقدية، منع عقود أو معاملات معينة...)، أو قيود تقنية (كصعوبة نقل منتجات معينة، أو تحويل مواد إلى مواد أخرى...)، أو قيود اجتماعية (كتفضيل بعض المنتجات على أخرى...)، فالحاجة لتجاوز هذه القيود هي التي تدفع إلى الإبتكار المالي الذي هو أساس الهندسة المالية، وباختصار " الحاجة أم الإختراع".

- التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في محيط الإقتصاد العالمي، مما شكل خطرا كبيرا على المؤسسات المالية وهدد وجودها، (كمخاطر أسعار الفائدة، مخاطر أسعار الصرف، مخاطر التقلب في أسعار الأوراق المالية، مخاطر أسعار السلع...) هذا ما ولد الحاجة لإدارة تلك المخاطر من خلال إبتكار منتجات مالية جديدة، وتطوير قدرات عالية للسيطرة على هذه المخاطر.

- ظهور إحتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل، ف"الحاجة أم الإختراع"، فالأدوات التمويلية القديمة لم تعد تلي رغبات المستثمرين ومختلف المشاركين في الأسواق المالية، لذلك ظهرت الحاجة إلى ابتكار واستحداث أدوات وآليات جديدة لمقابلة الإحتياجات الجديدة والمتطورة لتلك الأطراف.

- تطور تقنية المعلومات وظهور مفهوم السوق العريض، فالأكيد أن تقنية الحاسوب قد أثرت على بشكل كبير على القطاع المالي، سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله، فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذا القطاع، مثل ماهية النقود ذاتها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة، مثل كيفية عمل

التحويلات النقدية بين العملاء، لكن ظهور شبكات الإتصال وبخاصة الأنترنت ساعد على تحويل الأسواق العالمية إلى سوق مالي كبير تنعدم فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى حيث تصل المعلومة المرسله، ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الإحتياجات ومقابلتها بالإعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في السوق العالمي الكبير، ومعلوم أنه كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأدوات والآليات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، لأنهم سيجدون مجالا واسعا للحركة، وكلما صمموا أو ابتكروا أداة أولية جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

- تزايد عدد الأسواق المالية وكبر حجمها أدى إلى المنافسة في ابتكار أدوات مالية جديدة بآليات أقل تكلفة لاستقطاب المزيد من طالبي التمويل.

- مع تطور الأدوات التمويلية، يحتاج طالبو التمويل الحصول عليها بتكاليف أقل، مما أدى إلى الحاجة إلى تطوير الآليات التمويلية، ليتم الحصول على الأدوات بسهولة وبتكلفة أقل.

- وجود بعض المشاكل في مجال الإدارة التمويلية فرض ضرورة ابتكار حلول لمعالجتها، وإعداد صيغ تمويلية تلائم الظروف المحيطة ببعض المشاريع.

- ظهور مفهومي الفعالية والكفاءة، ويقصد بالفعالية (Effectiveness) في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة وإشباع رغبات واحتياجات المشاركين فيه ، بينما يقصد بالكفاءة (Effeciency) مدى استطاعة هذه الأسواق على مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة أقل أو بوفورات ملحوظة وبسرعة ودقة عاليتين، وهذين المعيارين يكتسيان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموما نحو درجات عالية من تقديم الخدمات للعملاء بجودة عالية، ولذلك نجد في هذا الظرف أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبيا مثل إعادة تمويل القروض (loan refinancing)، وتتخلص الأسباب المباشرة لنشأة هذه الأدوات الجديدة في:

* هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل من تكاليف المعاملات بين مختلف الوحدات (الفاعلية)

* عن طريق هذه الأدوات يمكن خلق أنواع جديدة من الأوراق المالية، وبذلك يكن تقاسم المخاطر بطرق جديدة وإلى أبعاد جديدة

* بواسطتها يمكن التغلب على العوامل الخارجية المؤثرة، مثل تغير قوانين الضرائب واختلاف القوانين المنظمة للأسواق المالية من بلد لآخر.

هذه الأسباب وغيرها جعلت السوق المالي الأمريكي يستعين ببعض أولئك الحائزين على درجات علمية عالية من الأكاديميين وغيرهم ليقوموا بتطوير المنتجات والآليات المالية، وفي منتصف الثمانينات من القرن الماضي أطلق على عملية ابتكار وتطوير المنتجات المالية إسم "الهندسة المالية"، ومنذ ذلك الوقت أصبح هذا المصطلح منتشرا ومتداولاً بقوة في مراكز الأبحاث وبين أهل الإقتصاد، بل وأصبح تخصصاً يدرس في الجامعات.

4- مجالات الهندسة المالية:

- في إطار تقديم الهندسة المالية حلولاً للمشاكل التي تواجهها الصناعة المالية، فهي تستعمل الأدوات الكمية (الرياضية) والحاسوب والنظرية الإقتصادية (النماذج الإقتصادية والمحاسبية) لاتخاذ القرارات المثالية، وتغطي الهندسة المالية المجالات التالية:
- الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الإيدار والإقراض
 - تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني
 - نشاط الإستثمارات، مدير المحفظة والمحلل المالي القانوني
 - تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الإستثمار والتأمين ومكاتب التثمين
 - إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية - الخاصة والعامة، المحلية والدولية- لغرض الربح أو لغير ذلك.

5- الشروط التي يحكم من خلالها على نجاح الهندسة المالية

يمكن الحكم على نجاح الهندسة المالية من خلال الأخذ بمجموعة من الشروط الأساسية، والتي تتمثل في:

- أن يكون المنتج أو الآلية إبداعية مبتكرة
- قدرة هذه المنتجات أو الآليات على تمكين المصدرين والمستثمرين من إنجاز العمليات التي لم يكن باستطاعتهم القيام بها من قبل
- الرفع من مستوى كفاءة الأسواق
- أن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو المصدرين لها، أو حتى الوسطاء

6- أسس الهندسة المالية:

تقوم الهندسة المالية على عدة أسس يمكن تقسيمها إلى: أساس عام تقوم عليه الهندسة المالية ويعد سببا في وجودها، وأسس خاصة تضمن تحقيق الهندسة المالية للأهداف التي أوجدت من أجلها:

أ/ الأساس العام:

تقوم الفكرة الأساسية للإبتكارات المالية (والتي هي موضوع الهندسة المالية) على أنه باستثناء العقائد الدينية لا يوجد شيء مقدس ، وهذا يعني أن الفكر الإنساني يجب أن لا يكون مقيدا بحدود معينة وأفكار ثابتة، بل يجب ان يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال زيادة وتنوع البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم.

ب/ الأسس الخاصة:

لتجنب المخاطر التي يمكن أن تنطوي عليها الهندسة المالية في حالة عدم تقييدها، يجب أن تقوم على مجموعة من القواعد والأسس الخاصة، والتي تتمثل في:

- يجب أن يكون الربح حقيقيا وبعيدا عن الأنشطة الوهمية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية.

- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطا وسيطا بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وعناصر التكلفة.

- تمثل المؤسسات المالية في النظام الاقتصادي أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج، وعليه يجب أن تحقق توازنا في السوق النقدي ليقابل التوازن في السوق الحقيقي (السلعي) وكذا أسواق العمل، مما يؤدي في النهاية إلى التشغيل الكامل لموارد الدولة.

- يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحيطة، بما يحقق التوازن والإستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة للتمويل واستعمالاته الاقتصادية.

- الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية العاكسة لدورة حياة المشروع وترشيد القرار المالي في كل مرحلة وبالشكل الذي يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقراري التمويل والإستثمار، ويظهر ذلك واضحا في دراسات جدوى المشروعات ، وفي دراسات التصفية والإندماج أوالإفصال.

- يجب قياس النتائج المترتبة على القرار المالي (سواء كانت نتائج مادية أو معنوية) من حيث العائد والمخاطرة والتكلفة في الأجلين القصير والطويل (أي تغير النتائج عبر الزمن).

- تتطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية فيها، حيث تهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح، والتي تأتي عن طريق التخصيص الدقيق والكفاء لعوامل الإنتاج، كما أن سياسات الإستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال تسعى لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل.

- يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات، مثل قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل، قرارات تخصيص الأموال المتاحة على مختلف الإستخدامات لضمان الربحية وقرارات حل المشاكل المالية وتحليل النشاط المالي.

7- أهمية الهندسة المالية :

تكتسي الهندسة المالية أهمية كبيرة، من خلال دورها في عديد المجالات، ونذكر من ذلك:

- إدارة المخاطر: معلوم أن المخاطرة تعني احتمال تحقيق عائد فعلي يختلف عن العائد لمتوقع،

وتواجه منشآت الأعمال نوعين رئيسيين من المخاطر هما: مخاطر الأعمال والمخاطر المالية.

وترتبط مخاطر الأعمال (المخاطر التشغيلية) بظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة مثل المستوى

التكنولوجي، الابتكار والتطوير، ظروف المنافسة...، وليس أمام المنشأة أي سبيل للتغطية ضد هذه

المخاطر.

أما المخاطر المالية فترتبط بمتغيرات مالية لا دخل للمنشأة فيها، وهذه المخاطر -عكس سابقتها- يمكن

التحكم فيها بفضل الهندسة المالية. فممنشآت الأعمال تتعرض لأربعة أنواع رئيسية من المخاطر المالية

هي: مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر حقوق الملكية (تقلب أسعار الأسهم)، مخاطر

أسعار السلع، إضافة إلى مخاطر التضخم والتي تعتبر متضمنة بصورة أو بأخرى في المخاطر الأربعة

السابقة.

-إدارة السيولة: وقد يكون هذا الأمر ذا أهمية أكبر بالنسبة للمؤسسات المالية، وترتكز السيولة أساسا

على قاعدة التوافق بين آجال استحقاق الخصوم والأصول بما يكفل عدم حدوث ضغوط تمويلية آنية

أو مستقبلية.

- المنافسة وتجاوز القيود القانونية: تعمل مختلف المنشآت على دفع عجلة الابتكار من أجل استحداث

منتجات مالية جديدة، أو تطوير منتجات قائمة، بهدف تلبية احتياجات الزبائن واغتنام مختلف الفرص

الاستثمارية المتاحة.

8- مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية

إذا كان الهدف من استخدام الهندسة المالية هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لأجل زيادة

الربحية، فسيؤدي ذلك إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الإقتصادي، وتعد شركة

إنرون (Enron) –والتي كانت سابع أكبر شركة في الولايات المتحدة الأمريكية- أحدث مثال على المخاطر التي ينطوي عليها التطبيق الخاطئ للهندسة المالية، حيث حصلت هذه الشركة على جائزة الشركة الأكثر ابتكاراً ست مرات، إلا أن استخدامها لهندسة مالية غير ملائمة أدى إلى إفلاسها. وبصفة عامة، يؤدي التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية إلى مخاطر جسيمة وإفلاس الشركات وتدهور أسواق المال، فالمقامرة وعدم حساب المخاطر وغياب الرقابة على أسواق المال وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة، وكمثال على ذلك المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر الأسواق.

9- المهندسون الماليون:

كل مجالات الهندسة المالية تتطلب معرفة بالمنتج، وليس معنى ذلك أن يكون كل المهندسين الماليين على علم بكافة المنتجات المالية، فذلك يعد أمراً مستحيلاً، بل يجب على كل مهندس يعمل أو يتخصص في منتج أو مجال معين أن يكون ملماً بذلك المنتج أو المجال. والمهندسون الماليون لا يوجدون فقط في بنوك الإستثمار والأعمال أو البنوك التجارية دون غيرها، ولكن يوجدون أيضاً في منشآت الأعمال التي تتاجر في السلع أو في الأوراق المالية، وينتشرون أيضاً على وجه الخصوص في جهات البحث والتطوير، ومنهم من يشتغل بالرياضيات والإحصاء، ولا شك أن تنوع المهندسين الماليين في هذا المجال يظهر الفرص المتاحة لأصحاب المناهج التحليلية لحل المشاكل والقدرة على إيجاد الحلول الخلاقة للمشاكل المعقدة.

ويؤدي المهندسون الماليون في منشآت الأعمال تحديداً ثلاثة أدوار:

- فهم مسوقون: أي يعملون لخدمة حاجات الزبائن ومحاولة إغرائهم بالفكرة.
- وهم مولدوا أفكار (مبتكرون): أي يعملون على تصميم وتطوير منتجات مالية جديدة.
- وهم أيضاً مستغلوا الثغرات القانونية: حيث أنهم يسعون دائماً إلى استغلال الثغرات وتوظيفها.

ويحتاج المهندسون الماليون كغيرهم من المهندسين الآخرين في تأدية مهامهم إلى آلات ومعدات مفهومية ومادية، والتي تشمل الأفكار والمفاهيم والمناهج الدراسية والأدوات المالية المتنوعة، والتقنيات الإلكترونية لنقل الأموال...، وفي نفس الوقت هم بحاجة إلى امتلاك قاعدة جيدة في مجالات متعددة، كالنظرية الإقتصادية والمالية، الرياضيات الحديثة، الإحصاء والحاسب الآلي...

وتنشأ الحاجة للمهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية على وفق تطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً، أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية ودرء المخاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الإستثمارية، فهي بذلك تعد من أدوات التحوط المالي (Financial Hedging)، وتتحدد مقاصد الهندسة المالية على وفق الحالة التي تواجه المنشأة المعنية، وهذا ما يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصاً واسع الإطلاع والمعرفة، وأن يتميز بالمهارات التالية:

- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العائد.

- فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والإقتصاد والطريقة التي من خلالها يمكن اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة الإستثمارية وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.

- معرفة واسعة بالقانون المحلي والدولي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.

- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة المحلل والعالمي.

- معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتوفير تقنيات جديدة في علم المالية.

- عقل مدرك واهتمام بحل الإرتباك الذي قد يحصل.

ونظراً لأهمية الدور الذي يلعبه المهندسون الماليون في الساحة المالية عموماً، فقد أنشئ خصيصاً لهذه الفئة المتميزة "الرابطة الدولية للمهندسين الماليين" لرعايتهم والإرتقاء بصناعة الهندسة المالية وذلك في عام 1992، وهي مؤسسة مهنية غير ربحية، مكرسة لتعزيز مهنة التمويل الكمي من

خلال توفير مناخ لمناقشة تطور القضايا المحورية في هذا المجال، وتتألف من حوالي 2000 عضوا من الأكاديميين والممارسين من البنوك والوسائط، وصناديق التحوط، وصناديق التقاعد والمنظمين والمحاسبين، وشركات المحاماة والإستثمارات والجامعات في جميع أنحاء العالم.

المحور الثاني: الابتكارات المالية في سوق النقد

تغطي الهندسة المالية ثلاثة مجالات رئيسية هي:

- إستحداث أوراق مالية جديدة
 - إستحداث أنظمة تسهم في رفع الكفاءة
 - إيجاد سبل لحل المشكلات التي تواجه منشآت الأعمال
- إلا أن استحداث أوراق مالية جديدة كان ولا يزال أكثر المجالات خصوبة على الإطلاق، حيث يمكن تصنيف الأوراق المالية المستحدثة إلى ثلاثة أقسام:
- أوراق مالية تمثل تطويراً لأوراق مالية تقليدية
 - أوراق مالية جديدة في طبيعتها وهي عقود المشتقات
 - أوراق مالية ناتجة (مخلقة) من أصول مالية أخرى، وهذا ما يسمى بـ "التوريق"
- وفيما يتعلق بالقسم الأول نجد:

1- شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates Deposit):

أ- تعريف شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي أوراق مصرفية (وثائق) تصدرها المصارف بقيمة مختلفة وأجال متفاوتة -لا تتجاوز السنة في الغالب-، تثبت لحاملها إيداع مبلغ معين من المال لفترة محددة وبفائدة محددة -قد تكون ثابتة أو متغيرة-، فهي بذلك تشبه الودائع لأجل، وهي شهادات قابلة للتداول في السوق الثانوية بعد الإصدار، لذا تعتبر تطوراً لمفهوم الوديعة المصرفية التقليدية، وتصدر هذه الشهادات بقيمة إسمية كاملة يدفعها مصدرها لحاملها عند الإستحقاق زائد الفوائد.

ويتم إصدار هذه الشهادات وتسويقها بأحد الأسلوبين:

* الإصدار العام أوالمعلن (Tranche Issue):

وذلك بإعلان المصرف عن إصداره شهادات ودعوته الجمهور للإكتتاب فيها، وفي هذه الحالة تصدر الشهادة لأمر المكتتب، ويمكن لصاحبها تداولها عن طريق التظهير.

* الإصدار الخاص أوالإصدار بناء على طلب المستثمر (Tap Issue):

وهنا يتم إصدار الشهادات بناء على طلب مسبق من طرف المودعين، وبشروط يتفق عليها بينهم وبين المصرف، والخاصة بالمبلغ، الفترة وسعر الفائدة، ويتم تداولها بطريقة المناولة، ولما كانت شهادات الإيداع هذه تمثل ودائع لأجل فإنه ليس لصاحبها أن يسترد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ استحقاقها، إلا أنه ولكونها قابلة للتداول فيمكنه التصرف فيها ببيعها والحصول على قيمتها مقابل خصم.

2- أنواع شهادات الإيداع:

- شهادات تصدرها البنوك المحلية وبالعملة المحلية وباستحقاق أقل من سنة، وتعد البنوك المركزية والبنوك التجارية الجهات الأكثر إصدارا لهذه الشهادات، وقد تصدر شهادات لأجال تتجاوز السنة وتسمى شهادات الإيداع أجل ، وبمعدلات فائدة أعلى تدفع مرتين في السنة.

- شهادات إيداع بمعدل فائدة عائم (Floating rate) يتم تعديله على أساس سعر فائدة مرجعي، إما يوميا أو أسبوعيا أو شهريا أو كل 3 أو 6 شهور، وغالبا تتراوح آجال هذه الشهادات بين 18 شهرا و 5سنوات.

- شهادات إيداع باليورودولار: وهي عبارة عن شهادات تصدر بالدولار الأمريكي في لندن من قبل البنوك الأمريكية والكندية والأوروبية واليابانية.

- شهادات إيداع بالدولار الأمريكي: وتصدرها البنوك المحلية الأمريكية، كما تصدرها بعض البنوك العربية.

ج- مزايا شهادات الإيداع:

- تتمتع بمرونة عالية من حيث آجالها ومعدلات فائدتها، مما يجعلها ملائمة لمعظم المستثمرين.
- قابليتها للتداول في السوق الثانوية وبسهولة عالية، مما يعني القدرة على تسيلها قبل تاريخ استحقاقها.
- انخفاض مخاطر عدم السداد، حيث توجد في معظم الدول مؤسسات ضمان الودائع، مهمتها ضمان مبلغ الوديعة لغاية سقف معين.
- تنوع إصداراتها سواء بحسب طلب المستثمر (الإصدار الخاص)، أو الإصدار المعلن (العام) بفئات واستحقاقات ومعدلات فائدة مختلفة.

2- الأورو دولار (Euro-Dollar)

- يتمثل اليورو- دولار في مبالغ بالدولار الأمريكي، يتم إيداعها في بنوك أوروبية لفترة زمنية محددة عادة ما تكون ستة أشهر فما أقل، وتدفع عليها فائدة محددة، وتستخدم البنوك هذه الودائع وبالعملة الأمريكية في منح قروض لمختلف المؤسسات.
- تعتبر هذه الودائع ذات أهمية باعتبارها خالية من مخاطر عدم السداد، وكذا سهولة بيعها وشراؤها، إضافة إلى عدم خضوعها للإجراءات والقوانين التي تفرضها الولايات المتحدة الأمريكية على الودائع لدى بنوكها المحلية

3- إتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements)

والتسمية الشائعة لهذه الإتفاقيات هي الريبو (Repo)، وتمثل أحد أساليب الإقتراض قصير الأجل التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية تتمتع بسيولة عالية (سهلة التسويق)، وذلك لليلة واحدة أو بضعة أيام فقط.

فاتفاقية إعادة الشراء عبارة عن عقد بيع أوراق مالية يتعهد البائع بإعاد شرائها في تاريخ محدد وبسعر محدد يذكر في عقد الإتفاقية مسبقا.

وتعني إتفاقية إعادة الشراء أن يلجأ أحد التجار إلى سمسار متخصص في هذه الإتفاقيات ليقترض منه مبلغا محددًا من المال لمدة يوم أو ليلة أو بضعة أيام، وبموجب هذا لإتفاق يبيع التاجر -وبصفة مؤقتة- أوراقا مالية بما يعادل قيمة لمبلغ الذي يحتاجه ، ويقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة (إتفاقية) إعادة شراء تلك الأوراق من ذات امستثمر بسعر أعلى قليلا من سعر الذي باع له به هذه الأوراق على أن تنفذ الصفقة في الموعد المحدد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للأموال المقترضة، والفرق بين قيمة عقد البيع وعقد إعادة الشراء يمثل عائدا على الأموال المقترضة، وإن كان بالإمكان أن يجري عقدا البيع وإعادة الشراء بنفس القيمة على أن يحدد معدل الفائدة مسبقا.

فاتفاق إعادة الشراء بهذه الصورة ما هو الا قرضا قصير الأجل بضمان الأوراق المالية محل العقد، حيث أن هذه الأوراق لا تنقل ملكيتها للسمسار (المستثمر) بل تبقى في حوزة التاجر، لكنها مرهونة لصالح السمسار.

وهناك نوعين من اتفاقيات إعادة الشراء (Repo) هما:

- النوع الأول: يسمى بالريبو ليوم واحد (Overnight Repo)

- النوع الثاني: يسمى بالريبو ذوالأجل (Term Repo)،. حيث يكون اجل الإتفاقية يتجاوز يوم واحد.

4- البطاقة الائتمانية (Credit Card):

ظهرت بطاقة الائتمان لتكون ابتكارًا جديدًا يضاف إلى قائمة الابتكارات المالية، وهي تمثل بديلاً عن النقود، تحمل قيمةً ماليةً محددة، وتستخدم في مختلف عمليات البيع والشراء، وبذلك أصبحت وسيلة لتسهيل التعامل في أي مكان وفي أي وقت.

وبطاقة الائتمان عبارة عن بطاقة تمنح من قبل البنوك والمؤسسات المالية للمتعاملين معها، حيث تحمل كافة المعلومات الخاصة بحاملها، وتمكنه من استعمالها في السحب من رصيده أو في تسديد قيمة مشترياته من السلع والخدمات، كما تمكنه أحياناً من الحصول على قرض.

5- رأس المال المخاطر:

يعتبر رأس المال المخاطر من بين أحدث منتجات الهندسة المالية، حيث يمثل أداة لتحقيق التنمية الاقتصادية والتكنولوجية، وتعتبر التجربة الأمريكية نموذجًا ناجحًا يحتذى به في هذا النوع من الاستثمارات.

ويعرف رأس المال المخاطر على أنه أموال تستثمر في مشروعات معرضة للخطر أو هو رأس المال الموضوع في مشاريع استثمارية قابلة للخسارة.

ويعتبر رأس المال المخاطر من أهم الأدوات التمويلية والاستثمارية، وذلك بسبب إجماع البنوك التقليدية عن تقديم التمويل للمشروعات الصغيرة ذات المخاطر العالية، وبالتالي التمويل بتكاليف مرتفعة دون توفر الضمانات الكافية وهو ما ينافي طبيعة عمل البنوك التقليدية والتي تمول المشروعات الكبيرة والمستقرة والناجحة في مراحلها المستقرة.

إن من بين ما يميز هذا النوع من الاستثمارات أن صاحب رأس المال المخاطر يعتبر مشاركاً في المشروع الاستثماري وليس مجرد ممول له.

المحور الثالث: الإبتكارات المالية في سوق رأس المال

نتناول في هذا المحور أهم الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية والسندات والأسهم الممتازة.

أولاً: الأسهم العادية المستحدثة:

1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

فالمعروف هو أن المنشأة الواحدة لها مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، غير أنه وفي الثمانينات أدخلت شركة جنرال موتورز إلى أسواق رأس المال نوعين إضافيين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت مجموعة من الأسهم سميت بـ "E Class"، وربطت توزيعاتها بما يحققه قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية من أرباح، ومجموعة أخرى سميت بـ "H Class"، وربطت توزيعاتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

فهذا النوع من الأسهم يعد أداة للحكم على أداء القسم المعني، فارتفاع سعر سهم قسم معين يعني أداء متميزاً لذلك القسم، فضلاً عن أن ذلك يعد ابتكاراً لتحقيق اللامركزية للأقسام الإنتاجية، خاصة لما يكون حجم المنشأة كبيراً، وأقسامها ذات طبيعة مختلفة، بدلا عن فصل القسم ليكون شركة مستقلة.

وللإشارة فإن هذا النوع من الأسهم تواجهه مجموعة من الصعاب أهمها خلق تضارب بين مصالح حملة أسهم كل قسم، خاصة لما يكون هناك اعتماد متبادل بين أقسام المنشأة.

2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

هي أسهم تعامل توزيعاتها معاملة الفوائد، فالأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من النفقات التي تخصم قبل احتساب الضريبة، لكن في الولايات المتحدة الأمريكية صدر في الثمانينات تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها - في

ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة- بخصم التوزيعات المقررة لتلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة، وذلك لتشجيع مشاركة عمال المنشأة في ملكيتها، كما نص هذا التشريع (القانون) على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين- المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم- من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

أما عن كيفية تمويل شراء تلك الأسهم، ووفقا للخطة المشار إليها، تقوم وحدة تنظيمية مختصة نيابة عن العاملين، بالحصول على قرض طويل الأجل من مؤسسة مالية (بنك) يستخدم في تمويل شراء جزء من الأسهم العادية أو حصة في رأسمال الشركة التي يعملون بها، ويسدد القرض وفوائده من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، كما قد يتم التسديد من مساهمات مالية سنوية إضافية تقدمها المنشأة المعنية، وذلك في حدود 25% من إجمالي مرتبات العاملين، ولتشجيع المنشآت على تقديم مثل تلك المساهمات، فقد نص التشريع على خصم تلك المساهمات من الوعاء الضريبي قبل احتساب الضريبة، كما هو الحال بالنسبة لتوزيعات أسهم العاملين.

فهذا التشريع بكامله يعد هندسة مالية، إذ يشجع أعضاء الإدارة والعاملين على امتلاك حصة في رأسمال الشركة التي يعملون بها، وهذا ما يزيد من ولائهم وحثهم على بذل المزيد من الجهد لتحسين الأداء، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة.

كما أن تضحية الحكومة بالحصيلة الضريبية في المدى القصير، سينتج عنه تحسين أداء تلك المنشآت بسبب تخفيض تكلفة الوكالة، وهو ما يترتب عليه في المدى الطويل زيادة في الحصيلة الضريبية، فضلا عن الأثر الإيجابي لذلك على أداء الإقتصاد الوطني ككل.

من جهة أخرى فإن خصم التوزيعات عن تلك الأسهم قبل حساب الضريبة، يعد دافعا لتفضيل المنشآت بيع الأسهم للعاملين بدلا من المساهمين الخارجيين، كما أن السماح للمنشأة بتقديم مساهمات مالية إضافية للعاملين- تخصم هي الأخرى من الوعاء الضريبي- يمثل سبيلا آخر لتحقيق

الهدف الذي يسعى إليه هذا الإبتكار، وهو تشجيع العاملين على امتلاك جزء من أسهم منشأتهم، في الوقت الذي لن تدفع المنشأة تلك المساهمات من مالها الخاص، إذ ستشاركها مصالح الضرائب في ذلك، بما يعادل الوفورات الضريبية على تلك المساهمات، بل قد تذهب المنشأة إلى أبعد من ذلك حيث تقدم جزءاً من أصولها كضمان للمؤسسات المالية التي تقدم القرض، مما يعني إمكانية الحصول على القرض بمعدل فائدة منخفض، وهو ما يعد دافعا آخر لتشجيع العاملين على شراء أسهم منشأتهم. زيادة على كل ما سبق، فإن المزايا الضريبية الممنوحة للمؤسسات المالية التي تقدم قروضا في إطار هذه الخطة، تحثها على البحث عن اتحادات عمالية تسعى إلى تمليك العاملين حصة من أسهمها، حيث أن فوائد هذه القروض معفاة بنسبة 50% من الضريبة، مما يشجع تلك المؤسسات المالية على هذه منح القروض بمعدل فائدة أقل من معدل الفائدة على القروض الأخرى.

3- الأسهم العادية المضمونة:

ظهر هذا النوع من الأسهم أيضا في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984، وهي أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة بعد تاريخ الإصدار، فإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد الأدنى، أو إذا تجاوز الحد الأدنى ولكن بعد انقضاء المدة المحددة، فليس لصاحبه حق المطالبة بالتعويض.

ويكمن الإبتكار في هذا النوع من الأسهم في كونه يوفر لصاحبه الحماية، وذلك في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم عن المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض، وبالتالي فإن احتمال التعرض لخسائر رأسمالية ينحصر في الحالة التي تنخفض فيها القيمة السوقية للسهم دون أن تصل إلى المستوى الموجب للتعويض، وحينئذ لن تتجاوز الخسارة الفرق بين سعر الشراء والسعر المنخفض الذي بلغه السهم، إذن لا يوجد حد أقصى لمكاسب المستثمر، أما الخسائر فإنها محدودة كما أشرنا.

أما عن كيفية التعويض فيكون من خلال إصدار أسهم عادية إضافية وتوزيعها على المستثمرين، وهذا يحمل في طياته زيادة في ثروة الملاك الجدد على حساب الملاك القدامى، فانخفاض القيمة السوقية أمر يصيب جميع الملاك (القدامى والجدد)، في حين ان الملاك الجدد فقط يحصلون على أسهم مجانية كتعويض، مما يعني زيادة حصتهم في ملكية الشركة.

وإذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم بشكل كبير، فإن التعويض يتطلب إصدار قدر كبير من الأسهم الإضافية لتعويض الملاك الجدد، وذلك سوف يؤدي إلى مزيد من الانخفاض في القيمة السوقية للسهم، بسبب الانخفاض المتوقع في ربحية السهم، إضافة إلى ذلك فإن الإنخفاض الكبير في القيمة السوقية قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة وذلك في حالة ما إذا كان الإصدار الجديد يؤدي إلى تجاوز الحد الأقصى لعدد الأسهم المصرح بها، لأن حصول ذلك قد يؤدي إما إلى تصفية الشركة، وإلا استمرار الشركة مع انتقال ملكيتها إلى الملاك الجدد. وفي هذا الإطار قدمت الهندسة المالية بديلاً لتعويض الملاك الجدد عن انخفاض القيمة السوقية للسهم، ويتمثل هذا البديل في إمكانية دفع قيمة التعويض نقداً، أو في صورة أسهم ممتازة أو أوراق تجارية ومالية تمثل مديونية قصيرة الأجل وتحمل سعر فائدة متغير، ولها تاريخ استحقاق وقيمة إسمية محددتين مسبقاً.

وإن كان هذا البديل لا يخلو هو الآخر من السلبيات، خاصة وأنه قد يؤدي هو أيضاً إلى التصفية (الافلاس) وذلك في حالة عدم توفر النقدية الكافية لذلك، أو الفشل في الوفاء بالالتزامات المترتبة على تلك الأوراق.

بالرغم من كل العيوب والانتقادات التي تعرض لها هذا النوع من الاسهم إلا أن له العديد من

المزايا التي فاقت هذه العيوب. (راجع منير ابراهيم هندي، الجزء 1 التوريق ص342-347)

4- شهادات الإيداع:

إن آلية جمع رؤوس أموال الشركات لم تعد مقيدة داخل نطاق جغرافي معين، فقد أصبحت الشركات في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء تبحث عن التمويل بأقل تكلفة ممكنة، لذلك اشتدت المنافسة في مختلف البورصات العالمية في مجال توفير صيغ تمويلية تتناسب مع متطلبات الشركات ومع رغبات وميول المستثمرين .

وهناك سبيلين لامتلاك المستثمر لأسهم في شركات مقيدة في بورصة أجنبية:

الأول: يتمثل في قيام المستثمر المحلي بشراء الأسهم من البورصة الأجنبية مباشرة،

الثاني: يتمثل في انتقال الورقة المالية من البورصة الأجنبية إلى حيث يقطن المستثمر المحلي،

ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين حالتين هما:

أ- قيد الورقة المالية في بورصة أجنبية (أي في البورصة المحلية للمستثمر الأجنبي): وهو شراء المستثمر لسهم منشأة أجنبية مقيدة في بورصته المحلية. مثل شراء المستثمر المغربي لسهم منشأة جزائرية مقيدة في بورصة الدار البيضاء.

ب- قيام المستثمر بشراء إيصال أو شهادات إيداع أمريكية أو دولية.

- **شهادات الإيداع الأمريكية (American Depository receipts (ADRS))** هي تلك الشهادات التي يتم إصدارها (قيدها) وتداولها في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل إيداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الأجنبية.

- **شهادات الإيداع الدولية (Global Depository Receipts GDRS)** هي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في بورصات دولية أخرى وخاصة في أوروبا.

وقد صدرت تلك الشهادات لأول مرة سنة 1927 كمحاولة لمساعدة الشركات البريطانية للتخلص من القيود القانونية المفروضة عليها، والتي تقضي بمنع الشركات البريطانية من قيد أسهمها في أسواق أجنبية، وبفضل تلك الشهادات تمكنت الشركات البريطانية من تصريف إصداراتها في السوق

الأمريكي من خلال شهادات الإيداع الأمريكية، والآن هناك دول عربية (مثل مصر ولبنان) تصدر هي الأخرى مثل تلك الشهادات.

فهذه الشهادات عبارة عن ورقة مالية كغيرها من الأوراق المالية قابلة للتداول في السوق المنظم (وذلك بعد قيدها طبعا) أو غير المنظم، حيث تقوم بإصدارها المؤسسات أو البنوك الدولية (مثل بنك نيويورك)، وتصدر بالدولار الأمريكي أو بإحدى العملات الأجنبية الأخرى مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، وذلك بناءً على اتفاق مع الشركة المُصدرة المحلية. ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى بنك مراسل حيث مقر الشركة المصدرة للسهم (في المعتاد يكون بنك محلي)، وبالتالي يتم تداول هذه الأوراق كبديل عن الأوراق المالية الأصلية، ومالك شهادات الإيداع هو في الحقيقة مالك للأسهم المحلية المقابلة لها - وحسب نسبة التحويل المتفق عليها-، وله الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم وغيرها من الحقوق، هذا وتبقى ملكية الأسهم للبنك المصدر للشهادات إلى أن يطلب حامل الشهادة استبدالها بالأسهم ذاتها، وذلك مقابل رسوم يدفعها للبنك.

ولهذه الشهادات أنواع هي:

- أ- **شهادات تتمتع بكفالة (Sponsored):** وذلك في حالة قيام الشركة المحلية بإيداع حصة من أسهمها المصدرة لدى بنك أجنبي (أو لدى بنكه المراسل)، ليقوم البنك بتوريق مكونات محفظة تلك الأسهم في شكل شهادات إيداع، أي أن التمويل المبدئي لعملية إصدار الشهادات أتى من الشركة المصدرة للأسهم.
- ب- **شهادات إيداع غير مكفولة (Non-Sponsored):** وذلك في حالة إصدار شهادات إيداع على أساس أسهم إشتراها البنك مباشرة من الشركة المعنية، ثم يقوم بتوريقها، أي أن التمويل المبدئي لعملية إصدار الشهادات أتى من البنك الأجنبي المعني.

5- أسهم المؤشرات:

إستجابة للدعوة للمزيد من الابتكار والكفاءة لأدوات الاستثمار، فتحت سوق نازداك (NASDAQ) أبوابها لقيود ما يسمى بأسهم المؤشرات (Index Shares)، وذلك في محاولة لتحقيق هدف واحد من أهم أهداف المستثمرين، وهو تخفيض مستوى المخاطر التي يتعرض لها عائد استثماراتهم. فأسهم المؤشرات هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات السوق، حيث تم قيد أول سهم للمؤشرات في بورصة نازداك في 10 مارس 1999، وهو سهم مؤشر نازداك 100 .

مما ساعد سوق نازداك على تحقيق نجاح في هذا الجانب، كما ارتفعت معدلات السيولة وعزف المستثمرون عن بورصة نيويورك بسبب ارتفاع تكاليف المعاملات وعدم توفر نظام تداول الكتروني فيها. ولكن ما هي مزايا هذه الأسهم؟

فيبورصة نازداك حققت عدة مكاسب جراء قيامها بإدراج أسهم المؤشرات للتداول فيها حيث اكتسبت موقعا تنافسيا جيدا بين البورصات المحلية والعالمية بفعل انخفاض تكاليف التداول فيها وارتفاع معدلات السيولة، كما تحقق لسوق نازداك فرصة التعامل على أسهم مقيدة في بورصة نيويورك، (والتي ترفض القيد المزدوج لأسهم الشركات المقيدة فيها).

أما بالنسبة للمستثمر فتعطي له هذه الأسهم -أحيانا- ميزة حق الحصول على توزيعات نقدية، وهو ما لا يتيح وحدات صناديق المؤشرات، والتي عادة ما تكون من النوع ذات النهاية المغلقة، كما تتيح أيضا للمستثمر ورقة مالية على درجة عالية من التنوع، تمثل حصة شائعة في محفظة أسهم لشركات رائدة.

ثانيا: سندات مستحقة:

1- السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds):

هي سندات تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى لنفس الشركة (أسهم عادية بالخصوص أو ممتازة أو سندات أولى أي منها)، بشروط محددة وفي خلال فترة زمنية معينة مسبقا في عقد الإصدار.

ومن مزايا هذه السندات أنها تساعد الشركات الراغبة في إصدار أسهم عادية لكنها تجد صعوبة في ذلك، بسبب نقص المعلومات عن تلك الشركات كونها حديثة التحول من شركة خاصة إلى شركة مساهمة، فنظرا لكون السندات ذات مخاطر أقل مقارنة بالأسهم العادية (كونها تصدر بضمان أصول الشركة، وتأتي في المرتبة الأولى من حيث الأولوية في تحصيل المستحقات سواء في حالة استمرار الشركة أو في حالة إفلاسها).

فالشركات التي تصدر مثل هذه السندات سوف تستفيد من تخفيض تكلفة التمويل، إذ أن قابلية هذه السندات للتحويل تعد ميزة بالنسبة للمستثمر، وبالتالي عليه أن يدفع مقابلا (ثمنا) لذلك يتمثل في ضرورة قبوله معدل فائدة أقل من معدل فائدة سندات أخرى مماثلة تصدرها نفس الشركة لكنها غير قابلة للتحويل.

وعادة ما ينص في عقد إصدار هذه السندات على حق استدعائها من طرف الشركة المصدرة، وذلك بغرض إجبار حاملها على تحويلها، والأكد أن حق الإستدعاء هذا سوف لن يستغل إلا في حالة كون قيمة التحويل قريبة من القيمة السوقية للسند، ذلك أن أي زيادة في قيمة التحويل (بسبب ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي) تعني انتقال الثروة من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد (أصحاب الأسهم الناتجة عن التحويل)، حيث وفي ظل ذلك سوف يحصلون على أسهم بقيمة تزيد عن القيمة السوقية للسند المحول، أي بقيمة أقل مما ينبغي، ثم هم يعاملون معاملة المساهمين القدامى.

والأكيد أن المستثمر لن يقوم بالتحويل إلا إذا كانت قيمة التحويل أكبر من القيمة السوقية للسند القابل للتحويل، لأنه في تلك الحالة سوف يحقق أرباحاً رأسمالية، أما في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي فإن قيمة التحويل للسند المعني سوف تنخفض لكن لن تتعدى مستوى محدد، وهو قيمة السند كورقة غير قابلة للتحويل. وهذا يمثل تغطية ضد المخاطر.

فهذا الابتكار يحقق الركنين الأساسيين لبقاء واستمرار أي منتج جديد -، وهما: "قاعدة عدم وجود غذاء مجاني"، و"قاعدة جعل جميع الأطراف سعداء".

فالمنشآت التي لم يكن باستطاعتها في البداية إصدار أسهم عادية أتيح لها ذلك لاحقاً من خلال هذه السندات، كذلك المنشآت الراغبة في تخفيض تكلفة التمويل، وكذا تلك التي ترغب في تأجيل تحقيق ربحية للسهم، تحقق لها ذلك من خلال هذه السندات.

أما بالنسبة للمستثمر فبإمكانه تملك ورقة مالية ذات دخل ثابت، مع إمكانية تحويلها مستقبلاً إلى ورقة مالية أخرى ذات دخل أعلى، إضافة إلى أن التحويل لن يكون إلا بعد تأكد المستثمر بأن تملكه سهم الشركة أصبح أمراً مرغوباً، أي عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم العادي، غير أن تلك المزايا -كما قلنا- ليست أغذية مجانية، بل على المستثمر أن يدفع ثمنها والمتمثل في قبول معدل فائدة أقل من فائدة السندات المماثلة.

« **قيمة التحويل** = القيمة السوقية للسهم العادي مضروبة في معدل التحويل (عدد الأسهم العادية مقابل السند الواحد).

« **معدل التحويل** = عدد الأسهم العادية المقابلة لكل سند

« **سعر التحويل** = القيمة الإسمية للسند القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل.

2- السندات القابلة للإستبدال:

أستحدثت في الـ 1986، وهي تشبه السندات القابلة للتحويل، غير أن السهم محل الإستبدال بالسند هو سهم تصدره شركة أخرى، ويكون معدل فائدة هذه السندات أقل من نظيره

بالنسبة للسندات غير القابلة للإستبدال والتي تصدرها نفس الشركة أو تلك التي تحمل نفس مستوى المخاطرة. وأسباب ذلك هي:

- ميزة اختيار (إمكانية) الإستبدال

- عادة ما تتمتع المنشآت المصدرة لتلك السندات بمركز مالي قوي

- ميزة التنوع، وخاصة في حالة انتماء المنشأتين لصناعتين مختلفتين، مما يجعل قيمة السند القابل للإستبدال أكبر مقارنة بقيمة السند القابل للتحويل (في ظل ثبات باقي العوامل الأخرى)، كون أن انخفاض أداء إحدى المنشأتين لا يؤثر على القيمة السوقية لورقة المنشأة الأخرى.

ومما يجب أن يعلمه المستثمر هو تمتع السندات القابلة للتحويل بميزة ضريبية لا تتوفر في السندات القابلة للإستبدال، حيث أن الفرق بين القيمة السوقية للسهم محل الإستبدال وتكلفة شراء السند القابل للإستبدال، تعتبرها المصالح الضريبية الأمريكية مكاسب رأسمالية تخضع للضريبة بمجرد إتمام الإستبدال، عكس السندات القابلة للتحويل، حيث لا تخضع تلك المكاسب للضريبة إلا عند بيع السهم محل التحويل.

أما عن مزايا هذا الإبتكار:

بالنسبة للمنشأة المصدرة، فإن هذه السندات يتوقع أن تساهم في تخفيض تكلفة التمويل طالما أن معدل الكوبون منخفض، وذلك للأسباب سابقة الذكر، إضافة إلى ذلك الإنخفاض في التكاليف هناك انخفاض آخر فيما يتمثل في الوفورات الضريبية على الفوائد، زد على ذلك فقد يكون من الأفضل للمنشأة تدبير المال عن طريق إصدار هذه السندات بدلا من بيع الأسهم محل الإستبدال التي تملكها فعلا، بسبب أن عائد تلك الأسهم بعد الضريبة قد يكون أكبر من التكلفة الفعلية للسندات، فضلا عن إمكانية الإستفادة من الوفورات الضريبية التي تحققها السندات. وزيادة على كل ذلك فإنه طالما أن هذه السندات قابلة للإستدعاء فإنه بإمكان المنشأة استدعاؤها قبيل ارتفاع القيمة السوقية للسهم

محل الاستبدال (حتى لا تكون قيمة الاستبدال أكبر من القيمة السوقية للسند)، وبالتالي تجنب انتقال الثروة من الملاك القدامى (في الشركة المصدرة للأسهم) إلى الملاك الجدد.

وبالنسبة للمستثمر فبإمكانه تحقيق عائد مرتفع إذا قام بالإستبدال، وذلك في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم محل الاستبدال، أما إذا لم يتم بالاستبدال بسبب عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم فإنه سيبقى على حقه في الحصول على فوائد مقررة للسند، غير أن هذه التغطية ليست مجانية، بل لها ثمن يتمثل إما في انخفاض معدل الكوبون على هذه السندات، أو في شراء هذه الأخيرة بقيمة أعلى من قيمتها الإسمية، أو الإثنين معا.

3- السندات بقسيمات الإكتتاب في الأسهم * OBSA :

وهي سندات تعطي لحاملها الحق في الإكتتاب (شراء) في أسهم الشركة المصدرة، حيث أن تسليمه لقسيمة (warrant) من القسيمات التابعة لسنداته يمكنه من الإكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة مسبقا، وبإمكان المنشأة تغيير شروط تلك القسيمات في أي وقت تراه مناسبا، وذلك لحث حملتها على تنفيذها وعدم الإنتظار لفترة طويلة.

ويمكن بيع (تداول) القسيمات منفصلة في بورصة الأوراق المالية كغيرها من الأوراق المالية الأخرى، ومع ذلك يبقى حامل السندات المعنية يحتفظ بحقه كدائن، إضافة إلى إمكانية أن يصبح مساهما في فترة قادمة.

وانطلاقا من خصائص السندات بقسيمات الإكتتاب في الأسهم، فإن لها مجموعة من المزايا، حيث تهدف المنشآت التي تصدرها إلى الإستدانة على الأمد الطويل ثم الحصول على أموال خاصة من خلال اكتتاب حملتها في أسهمها فيما بعد، كما تهدف أيضا إلى تحسين سيولة تلك السندات من خلال ترغيب المستثمرين في شرائها، زد على كل ذلك تخفيض تكلفة التمويل (خاصة في حالة كون المنشأة

المصدرة صغيرة يراها المستثمر بأنها ذات مخاطر عالية مما يعني ارتفاع معدل العائد (الفائدة) المطلوب على سنداتهما).

ويكمن الإبداع في تلك الصكوك في أنها توفر التمويل عند الحاجة إليه فقط، ففي حالة نمو المنشأة – وبالتالي احتياجها لأموال إضافية في مرحلة النمو هذه- سترتفع القيمة السوقية لأسهمها مما يدفع بالمستثمرين إلى استغلال تلك الصكوك (القسيمة) في شراء أسهم المنشأة وبالسعر المحدد مسبقاً، وفي حالة عدم نمو المنشأة فلن تستغل تلك الصكوك من قبل المستثمرين لانتهاء إمكانية تحقيق مكاسب من وراء ذلك، وبالإضافة إلى ذلك فإن هذه الصكوك ستمكن المنشأة من تصريف إصداراتها المستقبلية من الأسهم دون تكاليف إصدار تذكر.

كذلك فإنه إذا ما أصبحت الحاجة ملحة لأموال إضافية، فإنه بإمكان المنشأة حث حملة الصكوك على تنفيذها، وذلك من خلال ثلاث وسائل:

- رفع مستوى التوزيعات، بغرض تشجيع المستثمرين على تنفيذ تلك الصكوك أملاً في الاستفادة من التوزيعات المرتفعة.

- النص في عقد الإصدار أنه من حق المنشأة رفع سعر الإصدار، وبالتالي سيسارع حملة الصكوك إلى تنفيذها دون انتظار.

- تعديل فترة التنفيذ وجعلها قصيرة نسبياً، مما لا يسمح لحملة الصكوك بالانتظار طويلاً.

والوسيلتين الأخيرتين مرهونتين بكون القيمة السوقية للسهم أعلى أو على الأقل قريبة من سعر التنفيذ.

أما بالنسبة للمستثمر فسيستفيد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم، حيث سيحصل عليه بقيمة أقل من قيمته السوقية، مع محافظته على حقوقه كدائن، وفي حالة كون الصك قابل للتداول منفصلاً عن السند فإن المستثمر قد يحقق أرباحاً رأسمالية من خلال بيع الصك – حيث أن ارتفاع قيمة السهم

ينتج عنه ارتفاع مساو له في قيمة الصك-، دون حاجة لأموال يستخدمها في شراء الأسهم المعنية ثم إعادة بيعها.

4- سندات بمعدل فائدة متغير أو عائِم (Floating Bonds):

ظهرت هذه السندات كحل لمعالجة خطر التضخم، وهي سندات يحصل حاملها على فوائد متغيرة حسب تغيرات معدل الفائدة السوقي، وذلك من خلال ربط سعر الفائدة عليها بعائد ورقة مالية ذات حساسية للتغير في اتجاهات أسعار الفائدة في السوق، مثل أذونات الخزينة حيث يعاد النظر في معدل فائدتها كل ستة (06) شهور، وبذلك تحقق هذه السندات نوع من العدالة بين المقرض والمقترض، وذلك فيما يتعلق بالتغطية ضد مخاطر تغيرات أسعار الفائدة الناتجة إما عن تقلبات معدلات التضخم أو في أسعار الفائدة الحقيقية.

5- السندات ذات القيمة الإسمية القياسية (Indexed Bonds):

إذا كان النوع السابق قد عالج خطر التضخم على العائد الدوري، فإن أثر التضخم على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق لازال قائماً، وهنا جاءت الهندسة المالية بالسندات ذات القيمة الإسمية القياسية، وهي سندات تحدد قيمة قياسية أو معادلة للقيمة الإسمية للسند عند طرحه للتداول، حيث عند تاريخ الإستحقاق يحصل صاحب السند على تلك القيمة القياسية (أي القيمة الاسمية مقدرة بأصل مرجعي كالذهب أو أي عملة تتمتع بدرجة عالية من الإستقرار).

6- سندات الدخل (Income Bonds):

هي سندات لا يحق لحملتها المطالبة بالفائدة في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، غير أنه قد ينص في عقد الإصدار على حق حامل السند في الحصول على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنوات لاحقة.

فهذه السندات تحمي الشركات المصدرة لها من خطر احتمال التوقف عن السداد، في حالة عدم قدرتها على الوفاء بالفوائد الدورية في مواعيدها، ويتمثل ثمن هذه الحماية في كون معدل هذه السندات أكبر من نظيره في حالة سندات مماثلة وليس لها حق تجميع الأرباح.

وقد تعطى ميزة إمكانية تحويل سندات الدخل غير المجمعة للأرباح إلى أسهم عادية، وذلك بغرض الحد من مغالاة المستثمرين في معدل العائد المطلوب على هذه السندات، كما قد ينص في نشرة الإصدار على التزام الشركة باحتجاز جزء من أرباحها، لتستخدمها في سداد قيمة تلك السندات عند تاريخ استحقاقها.

7- سندات القوة القاهرة (Act-of-God Bonds):

وهي سندات تسعى شركات التأمين لإصدارها، حيث تكون بمعدل فائدة ثابت، لكن في حالة تعرض شركة التأمين المصدرة لأزمة حادة يعطى صاحب السند أحد الخيارين الآتيين:

- فقدان حقه في استرداد جزء من القيمة الاسمية للسند، أو

- قبول تحويل السند إلى سهم عادي

والأكيد أن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها صاحب السند لها ثمنها، إذ سيكون معدل فائدة هذه السندات كبيراً.

8- السندات القابلة للإستدعاء (Callable Bonds):

ينص عقد إصدار هذه السندات على حق الجهة المصدرة لها في إعادة شراء كل السندات المصدرة أو جزء منها في أي وقت تراه مناسباً بعد انقضاء فترة معينة من تاريخ إصدار تلك السندات، على أن يكون سعر الشراء أكبر من القيمة الإسمية للسند، والفرق يسمى علاوة الإستدعاء.

فالشركة قد تلجأ إلى تنفيذ حق الاستدعاء في حالة انخفاض معدلات الفائدة السوقية وذلك بغرض إحلال تلك السندات بسندات جديدة تحمل معدل كوبون أقل، وبالتالي تخفيض تكلفة التمويل، وثمن ذلك هو معدل الكوبون المرتفع على هذه السندات، كما قد تستدعي تلك السندات بسبب توفر السيولة لدى الشركة، وفي هذه الحالة يكون سعر الإستهعاء مساويا للقيمة الإسمية للسند دون زيادة تذكر.

ولعل مما يميز تلك السندات ويجعلها أكثر جاذبية، هو شرط انقضاء فترة زمنية محددة كي يصبح بإمكان الشركة تنفيذ حق استدعاء تلك السندات، وفي ذلك الشرط فرصة للمستثمر أن يحصل -ولو خلال فترة محددة- على الفوائد المحددة، إضافة إلى ذلك فقد ينص في عقد الإصدار على سعر الإستهعاء والذي يتضمن زيادة على القيمة الإسمية للسند هامشا إضافيا.

9- السندات الرديئة:

أستحدث هذا النوع في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأس مال شركتهم، وذلك عن طريق إصدار سندات تستخدم حصيلتها لشراء جزء كبير من أسهم الشركة المتداولة في السوق.

10- السندات التي لا تحمل معدلا للفائدة (ذات الكوبون الصفري Zero-Coupon Bonds):

تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد صاحبها كامل القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند، وبين قيمته الإسمية -التي يستردها عند تاريخ الإستحقاق- أو سعر البيع في حالة بيعه في السوق.

وهذه السندات بمفهومها التقليدي ليست جديدة، إذ تمثل أذونات الخزينة أحد أهم أنواع تلك السندات، لكن الجديد (الإبداع) في هذه السندات يكمن في توريقها من سندات حكومية أو تقليدية. وذلك بقيام مؤسسة مالية بشراء سندات تقليدية لها تاريخ استحقاق ومعدل كوبون محدد، وفي مقابل تلك السندات تقوم بإصدار سندات بقيمة اسمية محددة وذات تواريخ استحقاق متباينة، تتناسب مع تواريخ استحقاق التدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في الفوائد الدورية والقيمة الإسمية للسندات الأصلية.

ثالثاً: أسهم ممتازة مستحدثة

1- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

هي أسهم يحتفظ أصحابها بحقوقهم في الحصول على الأرباح المقررة لها عن السنوات التي لم يتم فيها توزيع تلك الأرباح، فإذا لم تحقق الشركة أرباحاً في إحدى السنوات، أو قررت عدم توزيعها، فإنه في أي سنة لاحقة تحقق فيها الشركة أرباحاً، وقررت توزيعها، فقبل أن تدفع لحملة الأسهم العادية أي توزيعات، يجب أن تدفع لحملة الأسهم الممتازة الأرباح المقررة عن هذه السنة وعن السنوات التي لم تجر فيها التوزيع.

2- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

يحق لحملة هذه الأسهم بعد حصولهم على النسبة المتفق عليها من الأرباح، وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أي نسبة محددة مسبقاً، مشاركة المساهمين العاديين فيما تبقى من أرباح.

3- أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة (معدل كوبون عائِم):

ظهرت لأول مرة في الـ 1982م. وأصبحت توزيعاتها بعائد ورقة مالية ذات حساسية للتغير في اتجاهات أسعار الفائدة في السوق، مثل أذونات الخزينة، حيث تعدل تلك التوزيعات كل ثلاثة أشهر تبعاً للتغيرات الحاصلة في عوائد أذونات الخزينة، بشرط أن لا تقل نسبة التوزيعات ولا تزيد عن الحدود

العليا والدنيا المشرعة، (بشرط أن لا يزيد معدل الكوبون ولا يقل عن حد معين ينص عليه في نشرة الإصدار).

إن ميزة الحدود العليا والدنيا هته، تجعل تلك الأسهم تعاني من تقلبات في قيمتها السوقية، مما يجعلها أقل جاذبية لبعض المستثمرين، خاصة اولئك الذين يولون اهتماما لمخاطر السعر (مثل البنوك التجارية)، إلا أن هذه الأسهم تبقى تمثل لعبة عادلة بين المنشأة المصدرة والمستثمرين.

4- أسهم ممتازة لها حق التصويت:

ظهرت عام 1981، وتعتبر أحد أشكال التعويض الذي تقدمه منشآت الأعمال لملاك الأسهم العادية المضمونة في حالة انخفاض القيمة السوقية لهذه الأخيرة.

5- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية:

هي أسهم ممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها في حالة ما إذا كانت قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء، وتحدد في نشرة الإصدار طريقة تحويل الأسهم الممتازة ونسبتها وكذا موعد (فترة) تحويلها منذ بداية الإصدار.

6- أسهم ممتازة ذات كوبون متغير وقابلة للتحويل:

بخلاف الأسهم الممتازة والسندات القابلة للتحويل والتي يتحدد فيها معدل التحويل سلفا، فإن هذه الأسهم لا يتحدد لها معدل تحويل، بل من حق المستثمر وفي أي وقت يشاء أن يحصل على عدد من الأسهم العادية بما يعادل القيمة الإسمية للسهم الممتاز.

فهذه الأسهم تحقق للمستثمر ميزة الحماية ضد مخاطر انخفاض القيمة السوقية للسهم الممتاز بسبب ارتفاع معدلات الفائدة، ذلك أن التحويل يتم على أساس القيمة الإسمية وليس على أساس القيمة السوقية (أي ليس على أساس معدل تحويل محدد مسبقا).

إضافة إلى ذلك، فمعلوم أن ارتفاع أسعار الفائدة في السوق سوف يؤثر على كل من الأسهم الممتازة والعادية، وبما أن التحويل يتم على أساس القيمة الإسمية (والتي هي ثابتة)، فإن ذلك يعني حصول المستثمر على عدد أكبر من الأسهم العادية مقابل السهم الممتاز. غير أن تلك المزايا ليست مجانية - كما قلنا - بل سيدفع المستثمر ثمنها المتمثل في قبول معدل عائد منخفض.

أما عن مزايا هذه الأسهم بالنسبة للشركة المصدرة، فعادة ما يعطى لها الحق - إذا ما رغبت - في دفع قيمة التحويل نقداً، وللمستثمر - إذا ما رغب - استخدام تلك القيمة النقدية في شراء أسهم عادية للشركة من السوق، كما تعطى الجهة المصدرة الحق في تغيير شروط الإصدار (مثل معدل الكوبون، طريقة حساب عدد الأسهم العادية المقابلة لكل سهم ممتاز...).

7- أسهم مؤجلة الأرباح:

هي أسهم تؤجل أرباحها إلى ما بعد حساب أرباح الأسهم الممتازة والعادية، ويكتتب في هذه الأسهم مؤسسوا الشركة، وذلك بغرض إعطاء ثقة أكبر بنجاح الشركة، وبالتالي تشجيع المستثمرين على الإكتتاب في الأسهم العادية للشركة وغيرها.

8- أسهم ممتازة ذات صكوك الشراء:

هي أسهم ممتازة تصدرها الشركات، معها صكوك (Warrants) تمنح حاملها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة المعنية مستقبلاً وبسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة في نشرة الإصدار.

ويمكن أن تتداول هذه الصكوك بذاتها أو أن يتم تداولها مع السهم الممتاز المصاحبة له.

9- أسهم ممتازة يتغير معدل كوبونها بتغير قيمتها السوقية:

ظهرت عام 1984، حيث يتحرك معدل الكوبون على هته الأسهم عكس اتجاه تحرك قيمتها السوقية، هذه الخاصية تستهدف استقرار القيمة السوقية للسهم وجعلها قريبة (أو مساوية) لقيمته الإسمية، مما يوفر الحماية للمستثمر ضد مخاطر السعر التي يتكبد بسببها خسائر رأسمالية (مخاطر السعر: هي المخاطر الناجمة عن انخفاض القيمة السوقية للسهم بسبب ارتفاع معدلات الفائدة في السوق).

المحور الرابع: عقود المشتقات (الخيارات)

يقوم المهندسون الماليون باستحداث أنواع جديدة من الأوراق المالية التي تلي احتياجات المستثمرين ورغباتهم اللامتناهية، وتسمى هذه الأوراق الجديدة بـ " عقود المشتقات Derivatives Contracts"، واشتقت هذه التسمية من كون قيمة هذه الأوراق تشتق من قيمة مرجعية كقيمة السهم أوالسند مثلا، وبدأ استعمال المشتقات منذ بداية السبعينات من القرن الماضي، وتطور استخدامها بمرور الزمن حتى أصبحت هناك أسواق خاصة بها، ويهدف استعمال هذه المشتقات إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات قيم الكثير من الأصول، كما تستخدم كذلك لغرض المضاربة. والمشتقات المالية (Financial Derivatives)، أو كما تسمى أيضا "المطالبات المحتملة" ليست أصولا مالية ولا عينية، بل هي عقود -كغيرها من العقود الأخرى- تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، ويترتب بموجبها حقا لأحد طرفيها والتزاما على الطرف الثاني.

فعقود المشتقات عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية (في السوق الحاضر) للأصول المالية أوالعينية محل التعاقد، مثل الأسهم والسندات والعملات والذهب وغيرها من السلع. وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل محل العقد.

ويتضمن العقد المشتق كلا أو بعضا من الجوانب التالية:

* تحديد الأصل محل العقد والذي قد يكون: سعر ورقة مالية، سعر فائدة محدد، سعر عملة أجنبية،

سعر سلعة، مؤشر أسعار...

* الإتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل

* تحديد الكمية التي سيطبق عليها السعر (الكمية محل التعاقد)

* تحديد مدة سريان العقد

أما عن المتعاملين بالمشتقات المالية وأغراضهم فينقسمون المتعاملون إلى ثلاث شرائح هي:

- **شريحة المتحوطین (Hedgers):** رغم أن التحوط من أهم أسباب ظهور المشتقات المالية، إلا أن هذه الشريحة لم تعد تمثل إلا نسبة ضئيلة جدا من المتعاملين بها، ويتمثل الهدف الرئيسي للمتحوطین في تفادي أو التقليل من الخسائر، فهم يقومون بنقل المخاطرة إلى غيرهم .

- شريحة التجار

- **شريحة المضاربين (Speculators):** والفرق بين التجار والمضاربين، هو أن التاجر يتخذ مراكز للبيع والشراء طويلة، بخلاف المضارب الذي يتخذ مراكز قصيرة قد تكون لدقائق فقط، والهدف الأساسي لكل من التاجر والمضارب هو تحقيق الربح (الربح الرأسمالي)، وهم بذلك يقبلون تحمل المخاطرة.

وتنقسم عقود المشتقات إلى أربعة أنواع رئيسية نذكرها حسب ظهورها وتسلسلها التاريخي:

العقود الأجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، ثم عقود المبادلة، إضافة إلى عقود مشتقات تمثل مزيجا من تلك العقود الرئيسية، مثل عقود الخيارات على عقود المبادلة، وعقود الخيارات على العقود المستقبلية.

وستتناول في هذا الفصل عقود الخيار

1- تعريف عقود الخيار (Options Contracts):

عقود الخيار (أو الاختيار) هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها، والملزمة لمحورها، حيث تعطي لحاملها (مشتري الخيار) حق خيار تنفيذ أو عدم تنفيذ صفقة شراء أو بيع مجموعة من الأصول (أوراق مالية، معادن ثمينة، أسعار الفائدة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة...) بسعر محدد مسبقا يسمى "سعر التنفيذ" "Exercise price" وذلك قبل حلول تاريخ معين (الخيار الأمريكي) أو في تاريخ محدد (الخيار الأوروبي) يسمى "تاريخ نفاذ صلاحية العقد"، وهذا مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لمحور العقد على سبيل التعويض أو المكافأة، يسمى " علاوة أو سعر أو ثمن الخيار " " Option premium or Price".

وتجدر الإشارة إلى أن عقد الخيار يوفر حماية لمشتريه، حيث أن خسائره محدودة بقيمة

المكافأة، أما أرباحه فغير محدودة، بل ترتفع كلما حصل ما يلي:

- ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ التنفيذ (حالة خيار الشراء).

- انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية محل العقد (حالة خيار البيع).

- تزايد تغيرات الأسعار ارتفاعا وانخفاضا (حالة الخيار المزدوج).

أما بالنسبة لمحرر الخيار فإن أرباحه محدودة بقيمة المكافأة، أما خسائره فليست محدودة بل

ترتفع بارتفاع أرباح مشتري الخيار.

أما عن أهم محددات تلك المكافأة، وحسب القاعدة العامة فإنها تتحدد بقوى العرض والطلب

في البورصة، أي بتحقيق التوازن بين العرض والطلب، هذا التوازن يتأثر بمجموعة من العوامل أهمها:

القيمة السوقية للأصل (الورقة المالية) محل العقد، سعر تنفيذ الخيار، تاريخ التنفيذ، التقلب في سعر

الورقة المالية، مستوى أسعار الفائدة والتوزيعات النقدية التي تدفع لصاحب الورقة المالية محل

الخيار (لمزيد من التفصيل راجع: جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال: منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ص573-

583).

2- أطراف عقد الخيار:

أ- مشتري حق الخيار (Option Buyer): وهو الطرف الذي يدفع ثمن حصوله على حق الخيار.

ب- بائع أو محرر حق الخيار (Option Writer or Seller): وهو الطرف الذي يتلقى ثمن الخيار من مشتري

الخيار.

ج- شركة وساطة (Brokerage Firm): حيث يشترك في تنفيذ كل عملية وسيطان أحدهما عن البائع

وآخر عن المشتري، ويؤدي كل وسيط دوره كوكيل في تنفيذ الأمر الصادر إليه من عميله.

3- أنواع الخيارات

تنقسم عقود الخيار وفقا لمجموعة من الاعتبارات إلى عدة أنواع هي:

أ/ من حيث تاريخ التنفيذ: وفقا لهذا المعيار نميز بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي:

أ1/ الخيار الأمريكي (American Option):

هو عقد يسمح لمشتريه بأن يمارس حقه في تنفيذ الخيار في أي وقت خلال سريان العقد، أي في الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد إلى غاية تاريخ استحقاق العقد، وعمليا فنادرا ما يلجأ مشتري الخيار إلى تنفيذه قبل آخريوم من صلاحيته، لأنه بإمكانه بيعه في السوق لطرف آخر، وبمبلغ أكبر من المبلغ الذي يحصل عليه لو نفذ العقد.

أ2/ الخيار الأوروبي (European Option):

في هذا النوع من الخيارات لا يمكن لمشتريها تنفيذها إلا في تاريخ استحقاقها. وواضح أن الخيار الأمريكي أكثر مرونة من الخيار الأوروبي فيما يتعلق بحرية تنفيذه في أي وقت يشاء صاحبه، وهذا ما يجعل مكافأة النوع الأول أكبر.

أ3/ الخيار الآسيوي (Asian Option):

يذكر بأن هذا النوع هو من أكثر أنواع الخيارات تعقيدا، ويعرف بأنه "عقد لا يتم فيه التقابض (التسوية النهائية) وفقا لسعر الأصل محل التعاقد في أي وقت خلال مدة العقد، ولكن وفقا للمتوسط الحسابي لسعر الأصل طوال مدة العقد"، وعلى أساس ذلك يسمى هذا الخيار أيضا بخيار متوسط السعر. وتجدر الإشارة إلى أن الخيار الآسيوي ذكره بعض الباحثين ضمن أنواع الخيارات التي يتم التعامل بها خارج الأسواق المنظمة، هذا ويبقى الخياران الأمريكي والأوروبي هما الأكثر شيوعا وانتشارا.

ب/ من حيث نوع الصفقة: تنقسم عقود الخيار حسب هذا المعيار إلى ثلاثة أنواع هي: خيار الشراء، خيار البيع، الخيار المزدوج.

ب1/ خيار الشراء أو النداء (Call option):

هو اتفاق أو عقد يعطي الحق- وليس الإلزام- لمشتري الخيار في شراء عدد معين(*) من الأصول (كالأوراق المالية) في أو قبل تاريخ معين، وبسعر متفق عليه مسبقا، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد، ويكون ثمن العقد (سعر الخيار أو المكافأة) ثمنا رمزيا.

* لما يكون الأصل محل العقد أسهم فعادة ما يكون 100 سهم للعقد (للخيار الواحد).

فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية للأصل (ورقة مالية مثلا) الذي يرغب في شرائه في المستقبل، ومن أجل تجنب مخاطر هذا الإرتفاع يتعاقد -من خلال عقد خيار شراء- مع طرف ثاني يكون مستعدا لبيع تلك الورقة المالية خلال نفس الفترة بالسعر الجاري، مقابل مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحرر الخيار، ويبقى يراقب الأسعار، فإذا ارتفعت القيمة السوقية للورقة المالية في أو قبل تاريخ الإستحقاق (إذا كان الخيار أمريكيا)، أو في تاريخ الإستحقاق تحديدا (إذا كان الخيار أوروبيا)، حينئذ سيطلب مشتري الخيار تنفيذ العقد، ويحقق بذلك ربحا صافيا يتمثل في: (القيمة السوقية للورقة المالية - سعر التنفيذ- قيمة المكافأة التي دفعها لمحرر العقد).

ملاحظة هامة:

تجدر الإشارة إلى أنه -في الغالب- بدلا من أن يتم دفع قيمة التنفيذ واستلام الأوراق المالية، يقوم المحرر بدفع الفرق بين القيمة السوقية وسعر التنفيذ المتفق عليه لمشتري الخيار وينتهي العقد، وذلك في حالة ما إذا ارتفعت القيمة السوقية في تاريخ التنفيذ.

أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للورقة المالية محل العقد قبل تاريخ التنفيذ فغالبا ما لا يلجأ صاحب الخيار إلى تنفيذه في ذلك التاريخ، بل ينتظر حتى آخر يوم من فترة التنفيذ، ذلك لأن التنفيذ الفوري للخيار يحقق ربحا إجماليا (قبل خصم المكافأة) لصاحبه يتمثل في القيمة الذاتية (أو الحقيقية أو الحالية) للخيار والتي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للورقة المالية وسعر التنفيذ، في حين أنه في الغالب تكون القيمة السوقية للخيار أكبر من قيمته الذاتية، إذ أنه طالما لا زال في فترة صلاحية العقد بقية (القيمة الزمنية)، فإن حدوث ارتفاعات في القيمة السوقية للورقة المالية أمرا لا زال ممكنا، وبالتالي الأفضل لمشتري الخيار بيعه في السوق، بدلا من تنفيذه قبل انتهاء الصلاحية، ولأجل كل ذلك يقال عادة "أن قيمة الخيار الأمريكي حيا (أي قيمته السوقية) أكبر من قيمته ميتا (أي قيمته الذاتية في حالة التنفيذ)، حيث أن:

$$\text{القيمة السوقية للخيار الأمريكي} = \text{القيمة الذاتية} + \text{القيمة الزمنية}$$

وهذا التحليل (الملاحظة) ينطبق على خيار البيع كذلك، مع مراعاة الإختلافات بين خيار الشراء وخيار البيع.

ويوصف خيار الشراء بأنه داخل النقود (In the money) أي له قيمة حقيقية (ذاتية) لما يكون سعر الأصل محل العقد عند التنفيذ أعلى من سعر التنفيذ، وأنه خارج النقود (Out the money) في حالة سعر الأصل أقل من سعر التنفيذ، أما بالنسبة لخيار البيع فعكس الحالتين السابقتين تماما، ويوصف الخيار (خيار بيع أو خيار شراء) بأنه على النقود (At the money) عندما يتساوى السعران.

ب2/ خيار البيع أو الطرح (Put option):

هو عقد بين طرفين يمنح بموجبه الطرف الأول ويسمى "بائع أو محرر الخيار" للطرف الثاني ويسمى "مشتري الخيار أو المستثمر" الحق في الخيار في بيع أصل معين أو عدم بيعه، وذلك خلال فترة مستقبلية أو في تاريخ محدد، وبسعر يحدد مسبقا في العقد، مقابل حصول بائع الخيار من مشتري الخيار على مبلغ (مكافأة) محددة.

وواضح من خلال تعريفنا لخيار البيع أنه يميل إلى شرائه أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار، بينما يراهن محرروا خيارات البيع على ارتفاع الأسعار، ففي حالة تحقق توقعات مشتري الخيار وانخفضت أسعار الأصل محل العقد (ورقة مالية مثلا)، فإنه سوف يمارس حقه في البيع لمحرر العقد بالسعر المتفق عليه، أما في حالة ما إذا لم تتحقق توقعات مشتري الخيار وارتفعت الأسعار فسيستخدم حقه في عدم تنفيذ العقد ويفضل بيع تلك الأوراق المالية في السوق.

ب3/ الخيار المزدوج (Double option):

وهو عقد يسمح لصاحبه (مشتريه) في أو قبل تاريخ استحقاقه بشراء أو بيع عدد متفق عليه من الأوراق المالية (أو أي أصل آخر) بسعر محدد مسبقا وبتكلفة مساوية لضعف تكلفة الخيار العادي.

إذن يمكن القول أن الخيار المزدوج هو نوع من العمليات الخيرية أين يكون لمشتري الخيار الحق في أن يتقدم لتنفيذ هذا الخيار كبائع أو كمشتري، وذلك حسب تغيرات أسعار الأصل المتفق عليه

من تاريخ عقد الصفقة حتى تاريخ الإستحقاق (حالة الخيار الأمريكي) أو في تاريخ الإستحقاق (حالة الخيار الأوروبي)، وحسب ما يراه مناسباً.

ففي حالة ارتفاع الأسعار خلال تلك الفترة أو في تاريخ الإستحقاق عن السعر المتفق عليه، فإن صاحب الخيار سينفذ الخيار كمشتري ويحقق بذلك أرباحاً، لأنه سوف يشتري الأصل المتفق عليه بالسعر المحدد مسبقاً والذي هو طبعاً أقل من السعر السائد في تاريخ التنفيذ، أما في الحالة الثانية وإذا ما انخفضت الأسعار فإن صاحب الخيار سينفذه كبائع ويحقق أرباحاً كذلك، لأنه سيبيع الأصل بالسعر المتفق عليه والذي هو أكبر من السعر السائد في تاريخ التنفيذ.

فمشتري الخيار المزدوج يراهن على تغيرات الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً، بينما يراهن بائع الخيار على استقرارها.

ونميز نوعين من الخيار المزدوج:

• خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع أو الخيار المزدوج المتساوي (Straddle):

وهو خيار يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع، فيشتري المستثمر خيار شراء وخيار بيع على أسهم شركة معينة بنفس سعر وتاريخ التنفيذ، وفي حالة ارتفاع الأسعار ينفذ خيار الشراء، بينما ينفذ خيار البيع في حالة انخفاض الأسعار.

وينقسم هذا النوع من الخيارات بدوره إلى نوعين:

- خيار مرجح لارتفاع الأسعار (Strap):

ينطوي على ثلاثة خيارات، إثنين للشراء وواحد للبيع، وذلك إذا ما غلب على ظن المستثمر أن الأسعار سترتفع، ولكنه غير متأكد من ذلك، فيتخوف من أن تتغير الأسعار عكس ما يتوقعه (أي بالانخفاض).

- خيار مرجح لانخفاض الأسعار (Strip):

ينطوي هو الآخر على ثلاثة خيارات، لكن في هذه الحالة إثنين للبيع وواحد للشراء، ويلجأ المستثمر لهذا النوع لما يتوقع انخفاض الأسعار وغلب على ظنه ذلك، غير أنه غير متأكد من ذلك، أي يبقى احتمال انخفاض الأسعار أمراً مطروحاً.

• خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع (Strangle):

يشبه هذا النوع السابق من جميع الوجوه، إلا أنه يختلف عنه في شيء واحد وهو كون سعر الشراء يختلف عن سعر البيع، حيث يحدد سعر شراء أكبر وسعر بيع أصغر من سعر السوق في تاريخ إبرام العقد.

ج/ من حيث الأصل محل الخيار: تنقسم الخيارات سواء كانت خيار بيع أو شراء، أو مزدوج، تبعاً للأصل الذي يقع عليه الخيار إلى:

- خيار محله الأوراق المالية

- خيار محله السلع

- خيار محله العملات

- خيار محله مؤشرات الأسهم

- خيار محله أسعار الفائدة (Interest rate option)

- خيار محله عقد مستقبلي، ويسمى "عقد الخيار المستقبلي"، وهو من عقود مشتقات المشتقات.

د- من حيث ملكية الأصل محل العقد: نميز وفقاً لذلك بين الخيار المغطى والخيار غير المغطى:

د₁/ الخيار المغطى (Covered Option):

يوصف الخيار بأنه مغطى لما يكون لدى محرره رصيذا كافيا من الأصل محل التعاقد للوفاء بالتزاماته في حالة قيام مشتري الخيار بتنفيذ العقد، وهذا في حالة خيار الشراء، أما في حالة خيار البيع

فلوصف الخيار بأنه مغطى يجب امتلاك محرر الخيار السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته في حالة قيام مشتري الخيار بالتنفيذ، ولا بد من امتلاك محرر الخيار للإثنين في حالة الخيار المزدوج.

د/ الخيار غير المغطى (Naked Option):

وهو عكس النوع السابق، حيث لا يملك محرر الخيار إلا الأصل محل العقد في حالة خيار الشراء ولا السيولة في حالة خيار البيع، ولا يملك الإثنين في حالة الخيار المزدوج.

ه/ من حيث مضاعفة الكمية من عدمه: ونميز

ه₁/ عقد خيار بمضاعفة الكمية (Option to double):

يخول هذا الخيار لصاحبه (مشتريه) أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها في حالة تنفيذه للعقد، ونظراً لارتفاع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها محرر هذا الخيار، فإن قيمة المكافأة التي يجب أن يدفعها المشتري تكون مضاعفة مقارنة بمكافأة الخيار غير المضاعف، وينقسم عقد الخيار المضاعف إلى نوعين:

- حق شراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها (وذلك في حالة خيار الشراء).

- حق بيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها (وذلك في حالة خيار البيع).

ه₂/ عقد خيار دون مضاعفة الكمية: في هذا النوع من الخيارات ليس لصاحبه حق مضاعفة الكمية المشتراة ولا الكمية المباعة.

4- أغراض المتعاملين بعقود الخيار:

أ/ المضاربة (Speculation):

تعني المضاربة بيع أو شراء لا لحاجة راهنة، بل بغرض الاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن تنبؤ في تغيرات قيم الأصل محل المضاربة (كالأوراق المالية مثلاً).

فعقود خيار الشراء يتم شراؤها من طرف أولئك الذين يتوقعون ارتفاع سعر الأصل محل العقد (المضاربون على الصعود)، حيث لا يكون غرض مشتري الخيار تملك الأصل محل الخيار، وإنما غرضه

الإستفادة من تغيرات الأسعار في السوق، وتحقيق أرباح جراء ذلك، سواء بارتفاع قيمة الخيار في السوق، أو في حالة ما إذا تحققت توقعاته وارتفعت الأسعار إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ، فسينفذ الخيار بشرائه للأصل محل العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه والذي يكون منخفضا مقارنة بالسعر الحالي في السوق، وبيعها بالسعر المرتفع السائد في السوق، والفرق بين السعيرين يمثل ربحا.

أما عقود خيار البيع فيشترها أولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأصل محل العقد (المضاربون على الهبوط)، حيث لا يملك مشتري الخيار الأصل محل العقد، لكن هدفه هو الإستفادة من ارتفاع سعر الخيار، أو تحقيق ربح يتمثل في الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي، وذلك في حالة ما إذا تحققت توقعاته وانخفضت الأسعار في السوق إلى أقل من سعر التنفيذ المتفق عليه.

ب/ التحوط أوالتغطية (Hedging):

يقصد بالتحوط عملية تفادي أو تقليل الخسائر التي تؤدي إليها تحركات الأسعار في الإتجاه غير المتوقع للمستثمر.

تستخدم عقود خيار الشراء كأداة للتحوط ضد مخاطر تقلبات (ارتفاع) أسعار الأصل محل العقد، وتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق التي قد ترتفع مستقبلا.

فالمستثمر الذي يريد شراء ورقة مالية مستقبلا ويتخوف من ارتفاع قيمتها السوقية حينذاك، يقوم بشراء خيار شراء بغرض التحوط من مخاطر حصول تلك الإرتفاعات، أما في حالة عدم تحقق توقعاته وبقيت الأسعار منخفضة لم تتجاوز سعر التنفيذ المتفق عليه في العقد، فسوف يحتفظ بحقه في الإستفاد من ذلك الإنخفاض وذلك بعدم تنفيذه للعقد، وتفضيل الشراء من السوق بسعر أقل من سعر التنفيذ.

لنفرض أيضا أن متعاملا (مضاربا على الهبوط) باع على المكشوف 100 سهم (س) بسعر 120 دولار وبغية التحوط من مخاطر (خسائر) ارتفاع الأسعار، قام بشراء عقد خيار شراء مقابل مكافأة إجمالية قدرها 350 دولار، وهنا نميز حالتين:

- انخفاض السعر إلى 110 دولار، في هذه الحالة سوف لن ينفذ الخيار، وسيحقق ربحاً من عملية البيع على المكشوف بقيمة 1000 دولار، وحيث أنه دفع 350 دولار كمكافأة عن الخيار، فسيكون ربحه الصافي 650 دولار.

- ارتفاع السعر إلى 136، فسيعمد إلى تنفيذ عقد الخيار لتغطية خسائر البيع على المكشوف، ولن تتجاوز خسائره قيمة المكافأة المدفوعة.

أما عقود خيار البيع فتستخدم كأداة للتحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار الأصل محل العقد، وتجنب مخاطر البيع بأسعار السوق التي قد تنخفض مستقبلاً. كما تستخدم هذه العقود كبديل لعمليات البيع على المكشوف في السوق الآجل، إذ أن الذي يتوقع انخفاض الأسعار سيفضل شراء عقد خيار بيع بدلاً من قيامه بالبيع على مكشوف كأسلوب تقليدي.

5- تصفية وتسوية عقود الخيار:

مهما كان نوع الخيار، فإن أمام مشتري الخيار ومحرره بديلين (طريقتين) متاحين لتصفية مركزيهما، هما:

أ- تصفية العقد بإبرام عقد آخر معاكس للعقد الأول (إقفال المركز):

وذلك بقيام مشتري الخيار ببيع حق الخيار الذي يملكه، ويربح الفرق بين ثمن بيعه وثمان شرائه، وبذلك يكون قد أقفل مركزه، ولم يعد طرفاً في عقد الخيار هذا، إذ سيحل المشتري الجديد محله، وله حق تنفيذه من عدمه خلال فترة العقد.

كذلك الأمر بالنسبة لمحرر الخيار، إذ يمكنه شراء خيار مماثل للخيار الذي حرره من حيث سعر وتاريخ التنفيذ، وبذلك يكون قد أقفل مركزه هو الآخر، ولم يعد طرفاً في العقد، ليحل محله البائع الجديد، والذي يصبح ملزماً بتنفيذ العقد إذا ما رغب مشتري الخيار في ذلك.

ب- تنفيذ (تسوية) العقد:

وذلك إذا قرر مشتري الخيار ممارسة حقه في تنفيذ الخيار، وعندها يكون محرر الخيار ملزماً بتنفيذ التزامه بالبيع أو الشراء، وفي هذه الحالة يمكن تسوية العقد بين مشتريه ومحرره بأحد الأسلوبين:

ب1- تسليم وتسلم الأصل محل العقد:

وهذا الأسلوب نادر الحدوث.

إذ في حالة خيار الشراء يتسلم مشتري الخيار من محرره الأصل محل العقد (ولتكن أسهم) ويدفع له قيمة الصفقة، ليعيد بيع تلك الأسهم في السوق - إذا لم يكن يرغب في تملكها - ويربح الفرق بين سعر البيع (السعر الجاري في السوق) وسعر الشراء، قبل استبعاد قيمة العلاوة.

أما في حالة خيار البيع فسيسلم مشتري الخيار الأصل (أسهم مثلاً) للمحرر ويقبض منه قيمة الصفقة، حيث يقوم مشتري الخيار - في حالة ما إذا لم يكن يملك الأصل - بشراء الأصل من السوق بالسعر السائد - والذي يكون أقل من سعر التنفيذ - ويربح الفرق بين سعر التنفيذ وسعر الشراء (السعر الجاري) قبل أن تستبعد العلاوة.

ب2- تسوية العقد تسوية نقدية:

وذلك بأن يدفع محرر الخيار (سواء كان خيار شراء أو خيار بيع) للمشتري الفرق بين سعر الأصل في السوق وقت التنفيذ وسعر التنفيذ المتفق عليه في العقد.

المحور الخامس: عقود المشتقات (المستقبليات والعقود الآجلة)

بالرغم من التفرقة التي عادة ما تجرى بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية، إلا أنهما في الحقيقة شيء واحد، فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحاً عقود آجلة، غير أنه جرى التفريق بين النوعين تبعاً للسوق التي يتم فيها التعامل بتلك العقود، حيث يتم التعامل بالعقود الآجلة في السوق غير الرسمية (OTC)، بينما يتعامل بالعقود المستقبلية في السوق الرسمية (البورصة)، حيث يعتبر العقد المستقبلي امتداداً طبيعياً للعقود الآجلة التي تتداول في أسواق غير منظمة.

أولاً: العقود المستقبلية (Futures Contracts):

1- تعريف العقود المستقبلية:

العقود المستقبلية عبارة عن اتفاق بين طرفين هما البائع (ويسمى صاحب المركز القصير) والمشتري (ويسمى صاحب المركز الطويل)، يقضي بتسليم البائع أصلاً سواء سلعة أو أصل مالي (كورقة مالية، مؤشر بورصة، عملات...)، في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، مقابل ثمن (مبلغ) محدد يلتزم المشتري بتسليمه للبائع في نفس التاريخ، على أن يودع كل من طرفي العقد مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية (يسمى الهامش المبدئي)، لدى السمسار الذي يتعامل معه.

والعقود المستقبلية عقود نمطية من حيث الحجم وتاريخ التسليم ونوعية الأصل المتداول. كما يعرف العقد المستقبلي بأنه عقد نمطي^(*) إلزامي إما لشراء أو لبيع أصل معين بسعر محدد مسبقاً وفي تاريخ مستقبلي معين، حيث يتم الإتفاق على السعر والأصل والكمية عند تاريخ إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأصل ودفع الثمن مستقبلاً، ويلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد – إما مبلغ نقدي أو في صورة أوراق مالية – يسمى "الهامش المبدئي" لدى السمسار الذي يتم

* النمطية: يقصد بها أن العقود المستقبلية ذات مواصفات موحدة وثابتة (حجم العقد، تاريخ التسليم أو التنفيذ، نوعية ومواصفات الأصل محل العقد، متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية، طرق ووسائل تسليم العقد...)، بحيث يسهل تداولها في البورصة، والشئ الوحيد المتغير فيها هو السعر، إذ يخضع لتفاوض طرفي العقد.

التعامل من خلاله، وذلك حماية لهما من المشاكل التي قد تحدث لأحدهما نتيجة عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.

2- سمات وخصائص العقود المستقبلية:

« نمطية شروط ومواصفات العقود، فشروط التعاقد تحددها إدارة البورصة، وهي موحدة لا تختلف من عقد لآخر، ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الأجلة، ويتعلق الترميم بوحدة التعامل، شروط التسليم، حدود التقلبات السعرية، الحد الأقصى لعدد المراكز، نظام الهامش والتسوية اليومية، ساعات التداول، (ولمزيد من التفصيل راجع: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ج2، ص155-166): أي أن الترميم امتد إلى كافة شروط العقد، **باستثناء السعر وعدد العقود**، اللذان تركا للتفاوض عليهما بين طرفي العقد، ويشمل الترميم الأمور التالية:

* حجم العقد (وحدة التعامل)، أي مقدار الأصل محل العقد فيما يباع بالوزن أو الكيل أو نحوهما، فالعامل في سوق العقود المستقبلية يتم على أساس العقد الذي تختلف عدد وحداته من أصل لآخر، ففي بورصة شيكاغو للتجارة مثلا، يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح 5000 بوشل، وفي سوق النقد الدولي يتضمن عقد أذون الخزانة أذونات قيمتها الإسمية مليون دولار، وعلى سندات الخزانة 100 ألف دولار، فلا يسمح بالتعاقد على أقل من المقدار الذي تحدده إدارة السوق.

كما تحدد إدارة السوق أيضا حدا أقصى - يختلف من أصل لآخر- لعدد العقود التي يسمح للمتعامل الواحد أن يبرمها على أصل ما.

وتجدر الإشارة إلى أنه إذا كان التعامل بالكميات الكسرية (أقل من 100 وحدة) في السوق الحاضر أمرا ممكنا، فلا مجال للتعامل بعقود كسرية في سوق العقود المستقبلية، والسبب في ذلك هو كون التعامل في تلك الأسواق ينطوي على قدر عال من الرفع المالي بما لا يدع مبررا للشراء بكميات صغيرة.

* تاريخ التنفيذ: وذلك بتحديد الأشهر والأيام التي يتم فيها التسليم،

* تحديد الحد الأدنى والحد الأقصى (مجال) لتغيرات أسعار العقود زيادة ونقصانا.

* متطلبات التعامل، كإيداع كل من طرفي العقد هامشا مبدئيا لدى السمسار المتعامل معه.

* مواصفات الأصل محل العقد، وذلك من حيث النوع والجودة...

* طرق ووسائل التسليم.

« عقود قابلة للتداول، وذلك لكون التعامل بها يتم في الأسواق الرسمية (البورصات)، وهذا ما يحرر طرفي العقد من الإلتزام بالتسليم والتسلم، حيث بوسع المستثمر في السوق الرسمية ان يتجنب الإستلام الفعلي للأصل محل التعاقد وذلك ببيع العقد لطرف آخر.

« إلتزام كل من طرفي العقد بإيداع هامش مبدئي -لدى السمسار المتعامل معه- لا تتعدى نسبته 15% أو 20% من قيمة العقد، بخلاف العقود الأجلة التي لا يتطلب التعامل بها توفر مثل هذا الهامش.

« غالبا ما لا يكون غرض المتعاملين بالعقود المستقبلية هو الحصول على (تسلم) الأصل محل التعاقد بل نادرا ما يكون ذلك، إذ تستخدم هذه العقود لأغراض المضاربة أو نقل المخاطرة أو لمجرد المراهنة على اتجاهات الأسعار،

« العقود المستقبلية تخضع للتسوية اليومية (Daily Settlement)، فيتم تعديل ثمن التعاقد يوميا تبعا لتغيرات سعر الأصل محل التعاقد، ويقصد بالتسوية اليومية المقارنة بين سعر العقد وسعر التسوية للأصل محل العقد (أي السعر في السوق الحاضرة)، حيث يتم إضافة الفرق إلى رصيد الهامش المبدئي في حساب الطرف الذي حقق ربحا (أي الطرف الذي تغيرت الأسعار لصالحه)، و خصم نفس القيمة (الفرق) من رصيد الهامش في حساب الطرف الذي مني بالخسارة.

« يتم تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد في بداية عقد الصفقة.

3- العناصر الأساسية للعقد المستقبلي:

يتضمن العقد المستقبلي البنود التالية:

- السعر، والذي يدفع عند تسليم الأصل، ويسمى سعر العقد المستقبلي، وعادة ما يكون أكبر من السعر السائد في السوق الفورية.

- تاريخ التسوية، وهو اليوم الذي ينفذ العقد بحلولة.

- محل التعاقد، وهو الأصل الذي سيدفعه البائع للمشتري مقابل حصوله على قيمته النقدية المتفق عليها في العقد.

- مكان وطريقة التسليم، علما أن التسليم الفعلي نادرا ما يحصل، إذ وفقا للتقرير المالي للجنة المتاجرة بالعقود المستقبلية لعام 1979 فقد تم إبرام 267 مليون عقد، بينما تم التنفيذ الفعلي لـ 1.7 مليون عقد فقط، أي ما نسبته 1%.

4- الشروط الواجب توافرها في الأصل حتى يمكن إجراء عقد مستقبلي عليه:

- أن يكون الأصل قابلا للتنميط من حيث الكمية والجودة وغيرها، مما يحقق سيولة كافية للعقد.
 - أن يوجد طلب نشط على الأصل، مما يحقق سيولة لسوق العقد.
 - أن يكون الأصل من النوع القابل للتخزين، مما يسمح بتوفيره في تاريخ التنفيذ المحدد في العقد.
 - أن يكون الأصل ذا قيمة مقارنة بحجمه.
 - أن تكون القيمة السوقية للأصل عرضة للتقلب، وأن يوجد عدد كافي من المستثمرين، يواجهون احتمال الخسارة إذا ما تحرك السعر في اتجاه معين.
- وفي ظل هذه الشروط يصعب وجود سوق منظمة للعقود المستقبلية للكثير من السلع، كالسيارات، والسلع غير القابلة للتخزين كالطماطم والخس.

5- نشأة العقود المستقبلية:

بدأت العقود المستقبلية زراعية، أي على محاصيل زراعية عام 1840، ثم لحقت بها العقود على المعادن، ثم العقود على الأصول المالية، وفي نهاية القرن 20 ظهرت عقود مستقبلية على الخدمات، والتي من أهمها وأغربها، العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية لقضاء الإجازات والعطل.

ففي عام 1971، ولما سمحت دول أوروبا الغربية بتقلب أسعار صرف عملاتها، أصبحت الفرصة سانحة أمام أسواق العقود المستقبلية لتتخطى حدود العقود على الأصول الحقيقية (كالمسحوق الزراعي والمعادن...) إلى العقود على الأصول المالية.

وقد أنشئ أول سوق منظم للأصول المالية عام 1972، وهو سوق النقد الدولي التابع لبورصة شيكاغو التجارية، ليتداول فيه أول عقد مستقبلي على أصل مالي هو العملات الأجنبية، لحقها بعد ذلك العقود المستقبلية على أسعار الفائدة وذلك عام 1975، وفي عام 1976 بدأ تداول العقود المستقبلية على أذون الخزانة، تبعها العقود المستقبلية على سندات الخزانة عام 1977، لتأتي بعدها العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980.

وللإشارة فإن أسواق العقود المستقبلية نمت وتطورت بشكل لافت للإنتباه، حتى أصبح عدد الأسواق المنظمة للتعامل بتلك العقود يفوق عدد مثيلاتها من الأسواق الحاضرة، كما تعددت وتنوعت العقود المتداولة فيها.

6- أغراض المتعاملين بالعقود المستقبلية:

أ/ الإحتياط (التغطية)

يقصد بذلك إبرام عقود بيع أو شراء مستقبلة بأسعار محددة، للوقاية من الآثار السلبية التي قد تحدث نتيجة أي تغيرات في الأسعار مستقبلاً.

فالذي يرغب في الحصول على سلعة ما في تاريخ لاحق، بإمكانه الدخول إلى سوق العقود المستقبلية مشترياً، بدلاً من شراء السلعة الآن وتحمل تكاليف تخزينها إلى وقت الحاجة إليها، أو تأجيل الشراء إلى وقت الحاجة، والتعرض لمخاطر ارتفاع سعرها مستقبلاً.

أما من يملك سلعة أو يتوقع أن يملكها، ويريد بيعها في المستقبل، فلكي يحمي نفسه من خطر انخفاض السعر في المستقبل، ولكي يضمن وجود مشتر لسلعته فيمكنه تحقيق ذلك بالدخول إلى سوق العقود المستقبلية بائعاً.

مما سبق يتبين أن التغطية على نوعين:

- تغطية بالشراء (التحوط بمركز طويل): ويقصد بها أخذ المستثمر مركز مشتري على عقد مستقبلي بهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار

- تغطية بالبيع (التحوط بمركز قصير): ويقصد بها أخذ المستثمر مركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه.

ب/ المضاربة:

وتعني دخول المضارب في سوق العقود المستقبلية مشتريا لما يتوقع ارتفاع الأسعار، أو بائعا في حالة توقعه انخفاض الأسعار، وهو لا يرغب في تملك أو تملك الأصل محل التعاقد، بل هدفه هو الاستفادة من فروقات الأسعار عند تحقق توقعاته، حيث يقوم حينذاك بإقفال مركزه بإبرام عقد معاكس للعقد الذي سبق وأبرمه، مستفيدا أو متحملا ما ينتج عن ذلك من ربح أو خسارة.

وتتم المضاربة في العقود المستقبلية باستخدام مبلغ صغير يتمثل في الهامش المبدئي، والذي لا يمثل إلا نسبة ضئيلة من قيمة العقد الإجمالية.

والمضاربة أيضا في هذا المجال على نوعين:

- مضاربة بالشراء

- ومضاربة بالبيع.

ونشير إلى أن استراتيجية التحوط على العكس من استراتيجية المضارب، لأن التحوط بهدف لتجنب الخسائر، بينما غرض المضارب هو تحقيق الربح، وبعبارة أخرى، فالمتحوطون هم الذين يقومون بنقل المخاطرة إلى غيرهم، أما المضاربون هم الذين يقومون بقبول تحمل المخاطرة.

7- أنواع العقود المستقبلية:

تقسم العقود المستقبلية تبعا لنوع الأصل محل العقد إلى عدة أنواع هي:

أ/ العقود المستقبلية على السلع:

كما سبق وأشرنا، ليس كل السلع يمكن إبرام عقود مستقبلية عليها، بل يجب أن تتوفر في السلعة مجموعة من الشروط لكي تكون قابلة لذلك.

والعقد المستقبلي على السلع يمثل التزاما من البائع للمشتري بتسليمه كمية متفق عليها من سلعة ما (ذهب، نفط، محصول زراعي...) بمواصفات متفق عليها، في تاريخ محدد، مقابل سعر متفق عليه يلتزم المشتري بدفعه للبائع عند الإستلام.

ب/ العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

بدأ التعامل بهذه العقود في 16 فيفري 1982م، والتعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته، التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للآخر مبلغا نقديا، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه (تاريخ التسليم)، والمبلغ المتفق عليه (سعر الشراء أو التعاقد)، يدفعه البائع في حالة كون قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، أو يدفعه المشتري لما تكون قيمة المؤشر أقل من سعر الشراء. وما دامت المؤشرات تقاس بالنقاط، فإنه عادة ما يضرب ذلك الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء في قيمة ثابتة تسمى المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر، غير أنها بقدر في معظم المؤشرات بـ 500.

وكما هو واضح -من خلال ماهية المؤشرات- فإنه لا وجود لأصل حقيقي معقود عليه في العقود المستقبلية على المؤشرات، لذا فإن التسوية ستكون بالضرورة نقدية، أي لا مجال للتسليم والتسلم، وهذا ما يعد من أبرز سمات هذه العقود.

ج/ العقود المستقبلية على أسعار الفائدة (العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت):

وهي عقود مستقبلية تبرم على أوراق مالية ذات دخل ثابت، وسميت بذلك لأن أسعار تلك الأوراق تتأثر -وبصورة عكسية- بالاتجاه الحالي والمستقبلي لأسعار الفائدة، وتمثل هذه العقود إلتزاما

من البائع بتسليمه للمشتري أحد أدوات المديونية – في سوق النقد أو في سوق رأس المال- مقابل قيمة جارية تقل عن القيمة الإسمية التي صدرت بها تلك الأداة.

د/ العقود المستقبلية على أسعار الصرف (أو مستقبلات العملة):

هي عقود يكون محل التعاقد فيها عملات، وتمثل اتفاق بين طرفين يتم بموجبه شراء أو بيع معياري من عملة معينة مقابل عملة معينة أخرى على سعر صرف محدد، على أساس أن يتم التسليم والإستلام في تاريخ لاحق يحدد عند التعاقد.

وللإشارة فإن هذه العقود كغيرها من العقود المستقبلية الأخرى نادرا جدا ما تنتهي بتسليم وتسلم العملات المتعاقد عليها، بل يقوم المتعاقدون بتصفية مراكزهم والخروج من السوق، وذلك بإبرام عقود عكسية للعقود التي أبرموها سابقا، ويتولى بيت التسوية تسوية تلك العقود نيابة عنهم.

وهناك عدة أسواق رسمية منظمة يتعامل فيها بالعقود المستقبلية على أسعار الصرف، ويعتبر سوق النقد الدولي التابع لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات على المستقبلات على العملات.

8- تصفية العقود المستقبلية:

يقصد بتصفية العقد قيام المتعاقد بتصرف ما، ينهي به التزامه الناشئ عن العقد، إما بالوفاء به، أو بالتحلل منه، وتتم تصفية العقود المستقبلية بإحدى الطرق الآتية (بنفس التفصيل الذي قدمناه عند تناولنا لمختلف طرق تصفية الخيارات):

- تصفية العقد بإبرام عقد مستقبلي عكسي للعقد الأول (إقفال المركز)،

- التقابض، وذلك باستلام المشتري للأصل محل العقد، وتسلم البائع للثمن في تاريخ التنفيذ المتفق عليه، وهذا نادر الحدوث كما سبق وأشرنا،

- التسوية النقدية: وذلك بأن يدفع الطرف الذي تحركت الأسعار في غير صالحه للطرف الثاني الفرق بين سعر الأصل المحدد في العقد، وسعره في السوق يوم التنفيذ.

9- تسوية العقود المستقبلية:

يقصد بالتسوية (The Settlement) إجراء الترتيبات اللازمة لتسليم المبيع للمشتري، وتسليم الثمن للبائع.

وتتم التسوية في سوق العقود المستقبلية عن طريق بيت التسوية أو المقاصة، والذي يلعب دور الوسيط بين البائع والمشتري، حيث يلعب دور البائع بالنسبة للمشتري، ودور المشتري بالنسبة للبائع، إذ لا يحصل التقاء مباشر بين طرفي العقد، بل يقوم البائع بتسليم المبيع إلى بيت التسوية ليسلمه للمشتري، مقابل قيام المشتري بتسليم الثمن إلى بيت التسوية ليسلمه للبائع.

ويعتبر بيت التسوية ضامناً لوفاء كل من طرفي العقد بالتزامه تجاه الطرف الثاني، فإذا أخل أحدهما بالتزامه فإن بيت التسوية يقوم بتنفيذ تلك الإلتزامات.

كما يقوم بيت التسوية بتسهيل تداول العقود المستقبلية بيعاً وشراءً عن طريق تمكين المتعاملين من إقفال مراكزهم، وذلك بإبرام صفقات عكسية للعقود المستقبلية التي سبق وأبرموها، دون انتظار تاريخ التسليم المحدد، حيث وفي حالة رغبة المشتري إبرام عقد بيع مستقبل مماثل لعقد الشراء الذي سبق وأبرمه، يقوم بيت التسوية بدور المشتري، ويدفع له الثمن بالأسعار الجارية، ثم يقوم بدور البائع، وذلك بإبرام عقد بيع جديد مماثل للعقد الذي اشتراه، وبالأسعار الجارية، وبذلك لم يعد يمثل طرفاً في العقد. وفي تاريخ التسليم المحدد في العقد يتولى بيت التسوية القيام بكافة الترتيبات لتسوية العقد بين طرفي التعامل، وهما البائع الأول (الأصلي) والمشتري الجديد (الأخير).

إضافة إلى ذلك يقوم بيت التسوية بإجراء التسويات السعرية اليومية (Daily Settlement)، وإغلاق مركز المتعاقد الذي يخل بالتزامه في استيفاء متطلبات هامش الصيانة، وذلك بإبرام عقد مستقبلي عكسي لحساب ذلك العميل.

10- نظام الهامش والتسوية اليومية للعقود المستقبلية:

عندما يتصل المستثمر بالسمسار من أجل اتخاذ مركز ما على عقد مستقبلي، يتصل السمسار بدوره بسمسار العمولة في صالة البورصة، ليتوجه هذا الأخير إلى حلبة التعامل على العقد، ويخاطب السماسرة والتجار الراغبين في أخذ مركز عكسي (بيع أو شراء، حسب الأمر الذي صدر من العميل)، ليحصل اتفاق بشأن السعر وعدد العقود.

فالعقد خلال مرحلة التفاوض على السعر وعدد العقود يظل عقدا شخصيا، لكن بعد ذلك يتحول إلى عقد غير شخصي، حيث تنقطع العلاقة المباشرة بين طرفيه، ليبدأ بيت التسوية في ممارسة مهامه، وذلك بلعبه دور البائع بالنسبة للمشتري، ودور المشتري بالنسبة للبائع (وإن كان يبقى يمثل طرفا محايدا ينظم العلاقة بين أطراف التعاقد)، وعليه سيصبح بيت التسوية عرضة لتحمل خسائر في حالة فشل أحد الطرفين في الوفاء بالتزاماته، لذا كان لزاما على بيت التسوية وضع آليات -بمقتضاها- تنتقل المخاطرة مرة أخرى إلى طرفي العقد الحقيقيين. وتتمثل تلك الآليات في نظام الهامش والتسوية اليومية.

ويتكون نظام الهامش من: الهامش المبدئي وهامش الصيانة.

أ/ الهامش المبدئي (Initial Margin): حيث ونظرا لمسؤولية كل من بيت التسوية وبيت السمسرة-الذين يتعامل معهما المتعاملون في العقود المستقبلية- عن وفاء طرفي العقد بالتزامتهما، فإن أنظمة السوق تفرض على كل من البائع والمشتري فتح حساب لكل سلعة (أصل) يرم عليها عقد بيع أو شراء لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه (والذي يجب أن يكون من أعضاء سوق العقود المستقبلية)، وأن يودع في هذا الحساب مبلغا نقديا أو ما يعادله من أوراق مالية ذات سيولة عالية كأذونات الخزنة، وتتراوح قيمة ذلك المبلغ بين 5%- 15% من قيمة العقد الإجمالية، وذلك لاستخدامها في تغطية الخسائر التي قد يتعرض لها بيت التسوية إذا أبل أو فشل أحد الطرفين تنفيذ العقد.

كما يستخدم ذلك الهامش في التسوية اليومية، حيث تقوم التسوية اليومية على تقييم العقد وفقاً للأسعار الجارية في السوق، ليرتفع رصيد الهامش بمقدار المكاسب، أو ينخفض بمقدار الخسائر، فالطرف المشتري يحقق أرباحاً لما يرتفع سعر العقد في السوق، ويتعرض للخسائر لما ينخفض السعر، بينما يحقق الطرف البائع أرباحاً في حالة انخفاض سعر العقد في السوق، ويتحمل خسائر لما يرتفع السعر، وبناءً على تلك الأرباح والخسائر الناتجة عن التغيرات السعرية، يقوم بيت التسوية بإضافة قيمة الأرباح إلى حساب الهامش المبدئي للعميل الذي حقق أرباحاً، ويخصم قيمة الخسارة من حساب الطرف الذي مني بالخسارة، والغرض من تلك التسوية اليومية هو التعرف على وضعية كل طرف من طرفي العقد، في ظل الأسعار الجارية، حتى يمكن تدارك الأمر قبل أن يؤدي تغير الأسعار إلى تراكم الخسائر على أحد الطرفين، وبالتالي عجزه عن الوفاء بالتزاماته المترتبة عن البيع أو الشراء، وذلك بمطالبتة بإضافة مبالغ نقدية إضافية إلى حسابه (رصيد الهامش المبدئي)، أو تصفية مركزه من خلال إجراء عقد عكسي للعقد الأول الذي أبرمه.

هذا ويحق للطرف الربح أن يسحب -نقداً- ما تحقق له من أرباح، شريطة بقاء الحد الأدنى من الهامش.

ب/ هامش الصيانة (Maintenance Margin):

إن التسوية اليومية على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، تجعل قيمة الهامش المبدئي الفعلي تختلف عن قيمة الهامش المبدئي بمقدار المكاسب أو الخسائر، وحتى لا يتفاجأ بيت التسوية باستهلاك قيمة الهامش المبدئي كلية، فقد فرضت أنظمة السوق بأنه إذا ما ترتب عن الخسائر انخفاض في قيمة الرصيد الفعلي للهامش لأحد الأطراف عن نسبة معينة (عادة ما تكون في حدود 65% أو 70% من قيمة الهامش المبدئي) تسعى هامش الصيانة، وجب على السمسار الإتصال بعميله مطالباً إياه بزيادة قيمة الهامش ليصل إلى مستوى الهامش المبدئي، على أن تكون الزيادة نقدية وليست بأوراق مالية، وفي حالة فشل العميل في زيادة الهامش الفعلي، يقوم السمسار بإقفال مركزه.

11- أوجه الإختلاف بين عقود الخيار والعقود المستقبلية:

عقود الخيار	العقود المستقبلية
المعقود عليه هو الخيار نفسه	المعقود عليه هو السلع أو العملات...
تنفيذ عقد الخيار لازم في حق محرره، أما مشتري العقد فيملك الحق في التنفيذ وليس الإلزام.	تنفيذ العقد لازم في حق الطرفين، ولا خيار فيه لأحدهما
نظير التزام محرر الخيار لمشتريه، يدفع مشتري الخيار للمحرر مكافأة (علاوة، سعراً وثمن الخيار)	لا وجود لمثل تلك المكافأة
حماية لمشتري الخيار من مخاطر الإئتمان، يدفع محرر العقد هامشاً، أما المشتري فطالما أنه غير ملزم بالتنفيذ فهو ليس بحاجة لدفع أي هامش	نظراً لالتزام كل من طرفي العقد بالتنفيذ، فإن كل منهما يدفع هامشاً مبدئياً
تسمح لصاحبها (مشتري العقد) باستخدامها لتحقيق هدفين في آن واحد هما: التحوط من مخاطر تغير الأسعار في غير صالحه (وذلك بتنفيذها)، والإستفادة من تغير الأسعار في صالحه (وذلك بعدم تنفيذها)، ذلك كون المشتري غير ملزم بالتنفيذ بل له الإختيار في ذلك	ليس لأي من طرفيها الجمع بين التحوط من مخاطر تغير الأسعار في غير صالحه، والإستفادة من تغير الأسعار في صالحه، وذلك لكونها ملزمة بالتنفيذ لكلا الطرفين
أرباح مشتري الخيار غير محدودة، أما خسائره فمحدودة بقيمة المكافأة (وهي أقصى ما يمكن أن يخسره)، بينما أرباح محرر الخيار محددة بقيمة المكافأة (وهي أقصى ما يمكنه ربحه)، أما خسائره فليست محدودة	أرباح وخسائر طرفي العقد غير محدودة، نظراً لكون كل منهما ملزم بالتنفيذ.

ثانيا: العقود الآجلة (Forward Contracts)

1- تعريف العقد الآجل:

هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ لاحق مقابل سعر محدد يتفق عليه عند التعاقد.

أما صندوق النقد الدولي فعرف العقد الآجل بأنه عقد يتفق الطرفان بمقتضاه على تسليم الأصل محل التعاقد، سواء كان حقيقيا أم ماليا، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه.

وعادة ما يكون العقد الآجل بين مؤسستين ماليتين، أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداول هذه العقود في البورصات كأسواق منظمة.

2- خصائص العقد الآجل:

- تتميز العقود الآجلة بالمرونة، فهي بصفة عامة لا تكون معيارية (غير نمطية)، بل تتحدد شروطها من خلال التفاوض بين طرفيها (البائع والمشتري) ووفقا لرغباتهما واحتياجاتهما، فهما يمتلكان حرية التصرف ووضع أي شروط يرونها مناسبة.

- العقود الآجلة لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية، وهذا راجع للخاصية السابقة، فإذا ما رغب أحد الطرفين في الإنسحاب من العقد عن طريق التخلص منه بالبيع، فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا أخرج محلله ويقبل أن يتم بيع العقد له.

- تتضمن العقود الآجلة مخاطر محتملة تتمثل في مخاطر الائتمان الناتجة عن امتناع أو عجز أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته كاملة تجاه الطرف الآخر، وفي موعدها كما هو منصوص عليه في العقد.

- كغيره من عقود المشتقات، يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل من خلال الفرق بين سعر الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر وسعر التنفيذ المتفق عليه بين الطرفين.

- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد، ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، كما لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

3- أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

رغم التشابه الكبير بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية، إذ أن كل منهما يمثل اتفاقا (عقدا) ملزما بين طرفين على بيع أو شراء أصل مالي أو سلمي، بسعر معين يتحدد عند التعاقد، على أن يتم التسليم والتسوية في تاريخ لاحق قد يمتد لما بعد شهور أو سنوات، إلا أنه توجد فروق جوهرية بين هذين النوعين من عقود المشتقات، والجدول التالي يلخص أهم تلك الفروقات.

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	وجه المقارنة
السوق الرسمية (المنظمة)	السوق غير الرسمية (غير المنظمة)	سوق التعامل (وهذا هو الفرق الرئيسي بينهما، والفروق الأخرى ما هي إلا نتيجة لذلك)
نمطية (ليست شخصية) في بنودها وشروطها، ماعدا السعر والعدد فإنه يخضع للتفاوض بين الطرفين، وعليه تكون سيولتها مرتفعة، مما يسهل عملية التخلص منها، نظرا لوجود عدد كبير من المتعاملين على العقد	شخصية يتم وضع شروطها بالتفاوض بين طرفيها، وبذلك فهي ذات مستوى سيولة منخفض، مما يجعل عملية التخلص منها (من خلال إقفال المركز بأخذ مركز عكسي) قبل تاريخ التنفيذ أمرا ليس سهلا	نمطية العقد ودرجة سيولته
تخضع للتسويات اليومية وفقا لاتجاهات سعر الأصل محل العقد في السوق الحاضر، فيتم (إضافة/خصم) الفرق (إلى/من) رصيد الطرف الذي (حقق/ مني) (ربح/ بالخسارة)	لا تخضع للتسويات اليومية، فالمكاسب أو الخسائر لا تحسب يوميا بل تحسب فيما بين يوم التعاقد وتاريخ التسليم، أي يتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة صلاحية العقد	توقيت تسوية العقد (تاريخ وفاء كل من الطرفين بالتزامات العقد)

تسليم الأصل	عادة ما ينتهي العقد بتسليم الأصل موضوع التعاقد	عادة ما لا ينتهي العقد بتسليم الأصل محل العقد، وإنما ينتهي بالتسوية النقدية فقط
ضمانات وفاء طرفي العقد بالتزاماتهما	-تتوقف على نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها - عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها - لا يمكن تصفية العقد إلا لدى طرفيه وبموافقتهما	يعتبر بيت التسوية (غرفة المقاصة) هو الضامن في العقود المستقبلية، فهو البائع بالنسبة للمشتري وهو المشتري بالنسبة للبائع
المزايا	مرونة في التفاوض حول أي شروط في العقد. سهولة استخدامها	مخاطر التعامل فيها (وبخاصة مخاطر الائتمان) محدودة جدا، بل تكاد تكون خالية من المخاطر، وذلك بفضل بيت التسوية ونظام الهامش والتسوية اليومية
العيوب	- تنطوي على مخاطرة الائتمان - ذات درجة سيولة منخفضة	لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، وذلك لأنها عقود نمطية وشروطها تحددها إدارة البورصة

المحور السادس: عقود المشتقات (المبادلات)

المبادلات هي ترجمة للمصطلح الإنجليزي (Swaps)، وتسمى أيضا بالمقايضات، وهي أحد أنواع المشتقات المالية وأولها ظهورا، وإن كان بعض الباحثين يرون أنها لا تدخل في عقود المشتقات المالية، ذلك أن المشتقات المالية أدوات تعاقدية يعتمد أداؤها على أداء الأصول محل التعاقد وتشتق قيمتها منه، وليس الأمر كذلك بالنسبة للمبادلات، ويتم التعامل بعقود المبادلات في الأسواق غير المنظمة، لذا فهي لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال بالنسبة للعقود المتداولة في الأسواق المنظمة (الخيارات والمستقبليات).

1- تعريف عقود المبادلات (Swaps Contracts)

نظرا لتنوع عقود المبادلة، وتباين صورها، فإنه من الصعب وضع تعريف جامع مانع لها، ومن التعاريف التي وردت بشأن عقود المبادلات نذكر:

هي التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد.

أو هي اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الإلتزامات أو الحقوق (مدفوعات أو مقبوضات)، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك دون إخلال بالإلتزام الأصلي لأي منهما تجاه الطرف الثالث (غير المشمول وغير المعني بالعقد)، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، ودون إخلال بحق كل منهما في تلك الأصول.

2- نشأة عقود المبادلات

عقود المبادلات هي الجيل الرابع لعقود المشتقات، حيث نشأت متأخرة بعد العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات، وأول أنواع المبادلات ظهورا هي مبادلة العملات، حيث أبرم أول

عقد منها عام 1979 م في العاصمة البريطانية لندن، تلتها عقود مبادلة أسعار الفائدة عام 1981 م، وكان أولها عقد أبرم بين البنك الدولي وشركة (IBM) الأمريكية، ثم بعد ذلك أخذت تلك العقود في الإنتشار.

3- أنواع عقود المبادلات

توجد أنواع عديدة من عقود المبادلات، أهمها: مبادلة أسعار الفائدة، مبادلة العملات، مبادلة معدل عوائد الأسهم ومبادلة السلع، إلا أن مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملات يمثلان النوعين الرئيسيين منها، إلى درجة ان بعض الباحثين يقتصر على ذكر هذين النوعين فقط.

3-1- عقد مبادلة أسعار الفائدة (Interest Rate Swap)

على الرغم من ظهور عقود مبادلة أسعار الفائدة بعد عقود مبادلة العملات، إلا أنها تعد أكثر عقود المبادلة انتشارا وأكبرها من حيث حجم التعامل، وذلك لأهميتها بالنسبة لمنشآت الأعمال، إذ أن هذه المنشآت إما أن تكون مقرضة أو مقترضة، وهي في الحالتين تحتاج إلى إدارة مخاطر سعر الفائدة، وبالتحديد تحويل سعر الفائدة المتغير على القروض إلى سعر فائدة ثابت أو العكس، فتغيرات أسعار الفائدة في السوق ارتفاعا وانخفاضا ينطوي على تكلفة الفرصة البديلة (الضائعة)، وازداد الأمر أهمية بعد صدور قرار بنك الإتحاد الفيدرالي عام 1979 م بالسماح بتعويم أسعار الفائدة وتحركها دون قيود.

أ- تعريف عقد مبادلة أسعار الفائدة

هو اتفاق بين طرفين يتعهدان بموجبه بتبادل التزامات مدفوعات الفائدة بينهما، حيث يكون أحد الطرفين يواجه التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين تحمل معدل فائدة ثابت، بينما يواجه الطرف الثاني التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين (سند، قرض...) تحمل معدل فائدة متغير (مبادلة المدفوعات)، كما قد يكون الإتفاق على تبادل مقبوضات الفائدة الثابتة المستحقة لأحد الطرفين بمقبوضات الفائدة المتغيرة المستحقة للطرف الآخر (مبادلة المقبوضات)، وتكون هذه المدفوعات/ المقبوضات في تاريخ أو تواريخ لاحقة لمدة محددة، وفي الحالتين ليس بالضرورة أن يقترن ذلك بتبادل أداة الدين.

فهذان الطرفان إما أن يكونا مقترضين، أحدهما يدفع فائدة متغيرة، والآخر يدفع فائدة ثابتة، أو يكونا مقرضين، أحدهما يقبض فائدة متغيرة والآخر يقبض فائدة ثابتة، فيتفقان على أن يدفع المقترض الأول للمقترض الثاني، أو المقترض الأول للمقرض الثاني فائدة ثابتة عن مبلغ مماثل لمبلغ القرض، في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة (فائدة متغيرة) عن ذلك المبلغ في تاريخ لاحق أو تواريخ لاحقة، ولمدة محددة، وعقد المبادلة بهذه الصورة يسمح للطرف الذي تتغير أسعار الفائدة في اتجاه توقعاته - التي دفعته لإبرامه- للتخلص من مخاطر تلك التغيرات.

وعقد مبادلة أسعار فائدة ثابتة بأسعار فائدة متغيرة هو أشهر أنواع هذه العقود، لكن يمكن أن تكون الفائدتان المتبادلتان متغيرتين، إلا أن إحداهما تكون مرتبطة بسعر الليبور (-London Inter-Bank Offered Rate : LIBOR) والآخرى وفقا لسعر متغير متفق عليه.

وكما هو الحال مع الأنواع الأخرى من المشتقات المالية، فإن صفقات مبادلة أسعار الفائدة هي صفقات صورية، لا يجري التبادل الفعلي، بل يتم فقط تبادل الفروق بين الفائدتين.

ب- أغراض المتعاملين بعقود مبادلة أسعار الفائدة

- تخفيض تكلفة التمويل

تتمتع بعض الجهات (المؤسسات) بملاءة مالية تمكنها من الحصول على الأموال اللازمة بشروط أفضل من غيرها (أي بفائدة منخفضة)، ومع ذلك فقد يكون دخول هذه الجهة في عقد مبادلة مع جهة أخرى أقل ملاءة منها يحقق لها وفرا أكثر، كما ان ذلك العقد يمكن الجهة الأقل ملاءة من الحصول على المال اللازم بتكلفة أقل مما لو دخلت السوق لوحدها من أجل الإقراض.

- الإحتياط لتغير سعر الفائدة

يتوقف إبرام عقود مبادلة أسعار الفائدة (مدفوعات/ مقبوضات) على اختلاف توقعات المتعاقدين بشأن التغيرات المستقبلية لأسعار الفائدة، فالذي يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة يسعى لاستبدال الفائدة المتغيرة التي سيدفعها بفائدة ثابتة (مبادلة المدفوعات)، أو لاستبدال الفائدة الثابتة

التي سيحصل عليها بفائدة أخرى متغيرة (مبادلة المقبوضات)، أما الذي يتوقع انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فسيكون موقفه عكس ذلك، حيث سيسعى لاستبدال الفائدة الثابتة التي سيدفعها بفائدة متغيرة (مبادلة المدفوعات)، أو لاستبدال الفائدة المتغيرة التي سيحصل عليها بفائدة أخرى ثابتة (مبادلة المقبوضات).

- المضاربة:

أصحاب هذا الغرض من عقود مبادلة أسعار الفائدة ليسوا مقرضين سابقين ولا مقترضين يدفعهم إلى هذا العقد الرغبة في الإحتياط، بل إن غرضهم من إبرام هذه العقود هو الإستفادة من فروق الأسعار نتيجة تغير أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا، ويربحون الفرق - في حالة تحقق توقعاتهم طبعا- بين سعر الفائدة الثابت المتفق عليه في العقد وبين سعر الفائدة السائد في تاريخ التسوية.

3-2- عقد مبادلة العملات (Currency Swap)

أ/ تعريف عقد مبادلة العملات

يتضمن عقد مبادلة العملات في أبسط صوره مبادلة أصل قرض بعملة ما ومدفوعات فائدة ثابتة عليه، بأصل قرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى ومدفوعات ثابتة عليه.

أو هو اتفاق بين طرفين لشراء مبالغ محددة من العملات الأجنبية من بعضهما البعض حسب الأسعار الآنية (Spot)، وبيع نفس المبالغ لكل منهما بسعر الصرف الأجل (Forward) في تاريخ مستقبلي محدد.

فعقد مبادلة العملات يتضمن عمليتين:

« الأولى: شراء/ بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الفوري بسعر الصرف

الآني،

« والثانية: بيع/ شراء في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف يحدد مسبقا بين العملتين.

ويستخلص مما سبق أن السعر الآجل يختلف - في الغالب - عن السعر الآني، إلا أنه قد يكون السعر في العمليتين (العقدين) واحداً، وفي هذه الحالة الأخيرة يدفع كل طرف للأخر فائدة عن العملة التي قبضها.

إذن فعقود مبادلة العملات على نوعين:

- نوع يختلف فيه السعر الآني في العملية الأولى عن السعر الآجل في العملية الثانية،
- نوع يكون فيه سعر الصرف في العقدين (العمليتين) واحداً، وهو يشبه القرض من الجانبين.

ب/ أغراض المتعاملين بعقود مبادلة العملات

- تأمين احتياجات المتعاقدين من العملات الصعبة، مع تخفيض تكلفة التمويل، والإحتياط للتقلبات غير المرغوبة لسعر الصرف في المستقبل.
- الإستثمار، وذلك بإبرام عقد مبادلة لمدة سنة مثلاً، يمكنه من شراء عملة ذات معدل فائدة مرتفعة بعملة ذات معدل فائدة أقل، ليقوم بإيداع العملة المشتراة في أحد المصارف بفائدة تغطي تكلفة إعادة الشراء التي يتضمنها عقد المبادلة.
- المضاربة، ويكون ذلك بإبرام عقد مبادلة الغرض منه الإستفادة من تقلبات أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة عليها.

3-3- عقد مبادلة عوائد الأسهم (عقود مبادلة حقوق الملكية)

يمثل اتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل عائد سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل عائد سهم آخر أو أصل مالي آخر.

فالمبادلة لا تتم على نفس الأسهم، بل تتم بين معدل عائد سهم في تاريخ محدد ومعدل عائد سهم أو أسهم (محفظة) أخرى، أو بين معدل عائد سهم ما وسعر الفائدة السائد.

3-4- عقد مبادلة السلع (Commodity Swap)

هو اتفاق بين طرفين يتبادلان بموجبه تدفقات نقدية تتحدد قيمتها على أساس سعر السلعة (مثل زيت وقود الطائرات، ونوعيات أخرى من زيت الوقود والغاز الطبيعي- وإن كان أغلب عقود مبادلات

السلع تتعلق بزيت البترول)، فيلتزم أحد الطرفين بدفع سعر ثابت لكمية أساسية (وحدة) من السلعة، بينما يلتزم الطرف الآخر بدفع سعر متغير لنفس الكمية، والذي عادة ما يتم تحديده وفقا لمتوسط سعر السلعة في السوق الحاضر خلال فترة ما.

والتعامل في سوق عقود المبادلة يشبه التعامل في سوق العقود المستقبلية على السلع، حيث لا يوجد تبادلا فعليا للسلع محل التعاقد، إذ أن بيع وشراء السلعة (كشيئ ملموس) يتم في السوق الحاضر، أما سوق عقود المبادلة فلا يوفر سوى التسوية النقدية بين طرفي العقد.

المحور السابع: العمليات المبتكرة لتحسين الأداء

ساهمت الهندسة المالية في تحسين الأداء، وذلك من خلال زيادة سرعة تنفيذ العمليات وتخفيض تكلفتها، محققة منافع لجميع الأطراف المعنية، وبما يضمن الصمود والإستمرار لتلك العمليات المبتكرة، ولعل ما يميز الإبتكارات التي سيقترن عليها هذا الفصل هو عدم انطوائها على استخدام أنظمة إلكترونية، مثل التسجيل من الرف، الهندسة المالية لنشاط السمسرة، المتاجرة بالحزمة، الشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

1- التسجيل من الرف (Shelf Registration):

معلوم أن أي شركة ترغب في إصدار و طرح أوراق مالية للإكتتاب العام عليها أن تبدأ أولاً بتقديم طلب تسجيل لسلطات البورصة والتي تتولى التأكد من أن البيانات المقدمة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المراد طرحها للتداول، ولتحقيق هذا الهدف ألزم القانون الشركات بضرورة تقديم طلب تسجيل عند كل مرة ترغب فيها القيام بإصدار أوراق جديدة، ويتطلب التسجيل تزويد سلطات البورصة بكم هائل من البيانات والمعلومات حول المنشأة الراغبة في الإصدار وكذا عن الإتفاق المبرم بينها وبين الوسيط المرافق (بنك الإستثمار، أو بنك تجاري) الذي يتولى القيام بكافة إجراءات عملية الإصدار*.

وواضح أن توفير تلك البيانات والمعلومات في كل مرة ترغب فيها الشركة في إصدار المزيد من ورقة مالية ما يتطلب الكثير من الجهد والوقت والتكلفة، هذا فضلا عن فترة الإنتظار كي تحصل الشركة على تأشيرة القبول من سلطات البورصة، إضافة إلى ذلك فإن السعر الذي تباع به الورقة المالية عادة ما يتحدد قبيل آخر خطوة من إجراءات التسجيل، وذلك حتى يتم التسعير وفقا لأحدث البيانات والمعلومات المتاحة، فإذا ما كان تقدير السعر سليما والظروف الاقتصادية مواتية والمركز المالي

* حول تلك البيانات والمعلومات راجع: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر – الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات (الجزء 1: التوريق)، منشأة المعارف، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص ص 224، 225.

للشركة المعنية قوي والشركة معروفة ولها سجل تاريخي جيد، فمن المتوقع أن يتم تصريف الإصدار بسهولة وفي وقت قصير، أما في حالة عدم توفر شرط أو أكثر من تلك الشروط فإن عملية تصريف الإصدار قد تستغرق وقتاً أطول وربما يعجز الوسيط المرافق حتى عن تصريف الحد الأدنى من الإصدار (وهذا في حالة لعبه دور المتعهد بتغطية الإكتتاب)، مما قد يكبده خسائر ضخمة، كما أنه وخلال فترة الإكتتاب لو حدثت ظروف معينة من شأنها أن تصعب من عملية تصريف الإصدار أو على الأقل الحد الأدنى الذي تنص عليه قوانين البورصة، فإن ذلك سيعرض الشركة المصدرة والوسيط المرافق لها لمخاطر عالية.

إضافة إلى كل ما سبق فإن العلاقة بين حجم الإصدار وبين نصيب الورقة المالية الواحدة من تكلفة الإصدار (التكلفة الوحيدة) هي علاقة عكسية، وذلك لكون مصاريف تسجيل (طرح، قيد) الورقة المالية في البورصة -وهي تكاليف ثابتة- تمثل الجانب الأكبر من إجمالي تكلفة الإصدار، هذا يعني أن تعدد مرات التسجيل لإصدارات صغيرة سيصاحبه ارتفاع في تكلفة الورقة المالية الواحدة من تكلفة الإصدار الإجمالية.

فسلطات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية (ممثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC) واعترافاً منها بعبء التكاليف الثابتة للتسجيل سمحت في سنة 1982 للشركات التي تصدر أوراقاً مالية من حين لآخر (وهي في العادة شركات كبيرة) بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما على دفعات في المستقبل، فيقدم طلب التسجيل مصحوباً بالرسوم المقررة، وتلتزم الشركة بتحديث بيانات الطلب عند كل مرة تقرر فيها طرح إصدار جديد من الورقة المعنية، وهذا الإجراء يسمى بالتسجيل من الرف، حيث يبقى طلب التسجيل الرئيسي هذا ساري المفعول لمدة طويلة تمتد إلى سنتين.

فالتسجيل من الرف كإجراء جديد يمثل ابتكاراً مالياً بالنظر للمزايا التي يحققها لمختلف الأطراف ذات العلاقة:

فمن جهة الشركة الراغبة في الإصدار فإنه يساهم في تخفيض نصيب الورقة المالية الواحدة من إجمالي تكاليف الإصدار، ويسهم أيضا في تخفيض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ الشركة قرار الإصدار الجديد إلى غاية الطرح الفعلي للإصدار في السوق، كما يخلق منافسة أشد بين بنوك الإستثمار (أوالبنوك التجارية) الراغبة في تولي إجراءات الإصدار نظرا لضخامة حجمه، إضافة إلى كل هذه المزايا فإن التسجيل من الرف يتيح للشركة - في حالة عدم تمكنها من توزيع كامل الإصدار- الإنتظار ثم تحاول مرات أخرى لاحقا حتى تتمكن من تصريف الكمية المصدرة كلها، أو حتى تنقضي المدة المحددة في طلب التسجيل (والتي قد تصل إلى السنتين كما أشرنا)، ناهيك عن استطاعة الشركة تحديد تواريخ إصدار بما يتماشى وحاجاتها لموارد مالية إضافية دون انتظار وقت طويل لإنهاء إجراءات الطرح في كل مرة.

أما من جهة بنك الإستثمار فعلى الرغم من كونه قد يحصل على دخل صافي أقل مقارنة بالحالة التي تتم فيها الإصدارات (التسجيل) المتتالية بالطريقة التقليدية، إلا أنها ستستفيد هي الأخرى من مزايا هذا الإجراء الجديد كونها لا تحتاج في كل مرة يطرح فيها إصدار جديد من الورقة المعنية إلا لتحديث البيانات التي يتضمنها طلب التسجيل الرئيسي، ودون بذل أي مجهود أو تحمل وقت وتكاليف إضافية

2- سمسرة الخصم (Discount Brokers):

لعله من الأفضل أن نتناول أولا عرض تاريخي لعمولة السمسرة في بورصة نيويورك، ثم بعد ذلك نتناول نشاط سمسار الخصم، وذلك للوقوف على مدى أهمية ومزايا هذا الابتكار المالي.

فمنذ عام 1792 كان القانون ينص على أن يضاف لقيمة الصفقة التي تجرى بين متعاملين ليسوا من أعضاء البورصة، عمولة تحدد طبقا لجدول يضع حدا أدنى لها، حيث كانت معظم الصفقات في ذلك الوقت صفقات صغيرة تعقد لصالح مستثمرين أفراد؛ لكن مع ظهور مؤسسات متخصصة في الإستثمار زاد حجم الصفقات وبقي المبدأ المتبع في حساب العمولة دون تغيير، فإذا كانت صفقة تساوي ضعف صفقة ثانية فستدفع عنها عمولة مضاعفة وهكذا... أي دون الأخذ بعين الاعتبار

لاقتصاديات الحجم في تحديد مقدار العمولة؛ ولما أحس السماسرة بثقل عبء العمولة على تلك المؤسسات اتبعوا سياسة التخلي (Give-Ups) والتي تقضي بتخلي السماسر عن جزء من العمولة لمكتب الدراسات الذي تستعين به تلك المؤسسات في أنشطتها الاستثمارية، حيث يقدم لها النصح والمشورة بخصوص القرار الاستثماري، ولم تعد المؤسسات في حاجة إلى خدمة الإستشارة التي كان يقدمها السماسر.

وفي عام 1970 اقترحت سلطات بورصة نيويورك إلغاء العمولة الثابتة، بل تتحدد على أساس التفاوض بين السماسر والعميل، وعارض أعضاء البورصة (السماسرة) هذه الفكرة خوفا من أن يؤدي ذلك إلى تخفيض مقدار العمولة التي يحصلون عليها، وكحل عادل لهذا الإشكال أصدرت سلطات البورصة في عام 1971 قانونا يقضي بأن تقتصر العمولة الثابتة على الـ 500 ألف دولار الأولى من قيمة الصفقة، والباقي من قيمة الصفقة تتحدد عمولته على أساس التفاوض، وفي عام 1972 إقتصرت تطبيق العمولة الثابتة على الـ 300 ألف دولار الأولى فقط، وأخيرا وفي عام 1975 أصبحت العمولة كلها تخضع للتفاوض.

بعد كل هذه التغيرات التي طرأت بخصوص كيفية احتساب عمولة السماسرة، جاء المهندسون الماليون بابتكار مالي جديد يهدف إلى تخفيض تكلفة نشاط السماسرة، ويتمثل ذلك الإبتكار في سمسار الخصم، ويعني " بيت السماسرة الذي يقدم خدمات محدودة لعملائه، مستبعدا خدمات السماسرة الأكثر تكلفة ألا وهي تقديم المشورة للعملاء بخصوص قراراتهم الإستثمارية، فسمسار الخصم يقدم خدمات في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء، فهذا الإبتكار (سمسار الخصم) سيناسب أولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم الاستثمارية بأنفسهم ودون حاجة لسمسار يساعدهم في ذلك.

وتجدر الإشارة إلى مختلف الخدمات التي يمكن أن تقدمها بيوت السماسرة جملة واحدة وتتقاضى مقابلها عمولة كاملة ، وتمثل تلك الخدمات في:

- حفظ وحماية محفظة العميل؛

- توفير المعلومات؛

- تقديم خدمة الإتجار؛

- تقديم التسهيلات الائتمانية؛

- تقديم النصح والمشورة وغيرها من الخدمات الأخرى.

وحتى تقلل بيوت السمسرة الكبيرة خطورة المنافسة من سمسرة الخصم، فقد قامت باستحداث نوعا خاصا من خدمات السمسرة، تحصل بمقتضاه على عمولة مقابل الأعمال الكتابية لإجراءات التعامل -كتلك التي يقدمها سمسار الخصم- كما تتقاضى عمولة منفصلة مقابل كل خدمة إضافية تقدم للعميل بطلب منه وذلك بدلا من أن تباع (تقدم) الخدمة كحزمة واحدة.

كما استفادت البنوك التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية من هذا الابتكار المالي، حيث ونظرا لكون القانون هناك يمنعها من ممارسة نشاط السمسرة، فقد لجأت هذه البنوك للتعاقد مع سمسرة الخصم أو بيت سمسرة ليتولى فقط تنفيذ أوامر عملاء البنك، على أن يقدم البنك لعملائه باقي الخدمات الأخرى.

فهذا الإبداع المالي يحقق مزايا لعديد الأطراف ذات العلاقة من سمسرة الخصم أنفسهم ومؤسسات مالية متخصصة في الاستثمار وبنوك تجارية، ناهيك عما يحققه من زيادة وتحسين في سيولة السوق والرفع من مستوى كفاءته، وذلك نتيجة انخفاض تكلفة المعاملات والتي تمثل عمولة السمسرة الجزء الأكبر منها.

3- المتاجرة بالحزمة (Package Trading):

وتسمى أيضا بمتاجرة البرنامج (Program Trading)، فإلى عهد قريب كانت المتاجرة في أسواق الأوراق المالية تتم على أسهم فردية، أي أن أمر الشراء أو البيع يتضمن فقط أسهم شركة معينة دون غيرها، وفي عام 1975 ظهر ما يعرف بالمتاجرة بالحزمة كإبداع مالي، والتي تعني أن يتضمن أمر الشراء

أوالبيع تشكيلة من أسهم العديد من الشركات المتداولة في السوق، ويعد هذا الإبداع ملائماً للمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار- مثل صناديق الاستثمار-، إذ أن التعامل بالأسلوب التقليدي (أي على أسهم فردية) يعد في الكثير من الأحيان مكلفاً من حيث المال والوقت.

فهذا الأسلوب تلجأ إليه تلك المؤسسات المالية المتخصصة عند رغبتها في تغيير تشكيلة محفظتها الاستثمارية، أو عندما تتغير الإدارة القائمة على المحفظة ورغبة الإدارة الجديدة في تغيير كل أو جزء كبير من مكونات المحفظة الحالية، كما يلجأ إلى هذا الأسلوب في حالة توفر موارد مالية إضافية والعزم على شراء تشكيلة جديدة من الأوراق المالية، أو في حالة سحب جزء من الموارد المالية المتاحة وبالتالي التخلص من جزء من التشكيلة القائمة.

كما تستخدم المتاجرة بالحزمة كأداة مساعدة للتغطية ضد المخاطر، فعند توقع المؤسسة المستثمرة انخفاض الأسعار فقد تقوم بتخفيض نسبة الأسهم ضمن إجمالي مكونات المحفظة، في مقابل زيادة نسبة السندات، أي أن المتاجرة بالحزمة تساهم في سرعة تحول الاستثمارات من سوق الأسهم إلى سوق السندات أوالعكس.

فالمتاجرة بالحزمة تحقق مجموعة من المزايا لعدد الأطراف، حيث سهلت على المؤسسات المالية المتخصصة عملية بناء وتعديل تشكيلة محافظها الاستثمارية وفي وقت قصير، كما رفعت من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية وتحسين أدائه.

لكن وبالرغم من تلك المزايا وغيرها، تبقى المتاجرة بالحزمة -حسب بعض المحللين- تمثل أحد العوامل التي تساهم في إحداث وتعميق الأزمات في أسواق الأوراق المالية، فالتعامل بالحزمة يعني تنفيذ أوامر بيع لعدد كبير من الأوراق المالية في لحظة واحدة، وذلك أثناء الأزمات، مما يؤدي إلى اتساع دائرة انخفاض الأسعار (إنهيارها)، لتنتشر الأزمة في أوقات قصيرة، ونتيجة لكل هذا فقد قررت لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى منع المتاجرة بالحزمة في أوقات الأزمات.

4- الشراء بالهامش (Margin Purchase):

المعروف والسائد من قبل هو أنه إذا ما رغب أحد المستثمرين في شراء أوراق مالية ولا يتوفر لديه المبلغ الكامل لذلك فإنه يلجأ إلى الإقتراض من بنك تجاري، غير أن هذه العملية قد تستغرق وقتاً طويلاً نسبياً، وهذا ما قد يضيع على المستثمر فرصاً متاحة، كما أنه سيدفع فوائد عالية كخدمة للقرض، وأمام هذه العقبات وغيرها، جاءت الهندسة المالية بمنهج جديد كحل لهذه المشكلة ألا وهو "الشراء بالهامش"، ويقصد به قيام المستثمر بتمويل جزء من الصفقة نقداً من ماله الخاص، والباقي بقرض يحصله من السمسار، وهذا الأخير بدوره قد يقترض المبلغ من بنك تجاري لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة من قبل المستثمر كهامش، حيث يمثل المبلغ النقدي المدفوع من طرف المستثمر غطاءً لحماية المقرض (السمسار)، هذا وتسجل الأوراق المالية المشتراة باسم السمسار وليس باسم المستثمر.

فالشراء بالهامش على هذا النحو يمثل بديلاً جيداً للممارسات التقليدية أين كان المستثمر يحصل على قرض من البنك وبضمان تلك الأوراق المشتراة، فهذا الابتكار يتيح للمستثمر إمكانية اغتنام فرصة ملائمة سعر الورقة المالية، وذلك بشراء كمية منها تزيد عن أمواله الخاصة بفضل قرض، وذلك بدلاً من استخدام موارده الذاتية تلك في شراء كمية أقل من الأوراق المالية المعنية، ثم الحصول على قرض بضمانها في وقت لاحق، علماً أن عملية الإقتراض - حسب الأسلوب التقليدي- تستغرق وقتاً طويلاً نسبياً مما قد يضيع فرصة الشراء بالسعر المناسب، إضافة إلى أن سعر الفائدة على القرض قد تكون أكبر من سعر الفائدة في الشراء بالهامش وذلك بسبب القوة التفاوضية للسمسار، وبالتالي فهذا الأسلوب التمويلي الجديد حقق مزايا لجميع الأطراف ذات العلاقة من مستثمر، سمسار وبنك.

5- البيع على المكشوف (Short Selling):

الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد، غير أن الهندسة المالية خالفت ذلك من خلال أحد ابتكاراتها وهو "البيع على المكشوف" أين أصبحت الورقة المالية تباع أولاً

ثم تشتري فيما بعد حينما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي بيعت بها، ويتم كل هذا لما يتوقع المستثمر انخفاضاً في القيمة السوقية للورقة المالية محل الصفقة.

فمن أهم ما يميز البيع على المكشوف كإبداع مالي أنه يتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة، لذا فهو يقتربها من السمسار، سواء من مخزون الأوراق المالية المسجلة باسمه، أو يقوم السمسار هو الآخر باقتراضها من أحد تجار الأوراق المالية لحساب العميل على أن تودع حصيلة بيع تلك الأوراق المالية في حساب مقرضها كرهن (كضمان) مقابل الأوراق المقترضة.

وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف قابل للإستدعاء من أي من الطرفين، وفي أي لحظة يبدي فيها رغبته في ذلك، فإذا ما كانت الرغبة من المقرض فسيكون المستثمر ملزماً بضرورة رد الأوراق المقترضة إما بشرائها من السوق أو بإعادة اقتراضها من شخص آخر، وعادة ما يلعب السمسار دوراً في هذا الصدد، حيث يتولى البحث عن طرف آخر يقترض منه نفس الأوراق لحساب العميل.

وواضح أن البيع على المكشوف بهذه الصورة سيجعل جميع أطرافه سعداء من خلال ما يوفره

لهم من مزايا.

المحور الثامن: الهندسة المالية الإسلامية

1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية :

تناولنا في ما سبق مفهوم الهندسة المالية بالمعنى التقليدي، أما أسلمة هذا المفهوم فهي تحقيق ارتباطه بالإسلام، أي بالعبقيدة الإسلامية، وبالنسق المرجعي الإسلامي في الحياة الإسلامية نظريا وعملا أو فقها وتطبيقا، ويشمل ذلك إسلامية ما ينتج عن تطبيق المفهوم من آثار إسلامية محققة مادية ومعنوية، وهذه الأبعاد تؤخذ في الحسبان عند التحقق من عملية الأسلمة، كما أنها عملية اجتهادية بالمعنى الفقهي الإسلامي، مع الأخذ بعين الاعتبار أن غاية الفعل الإسلامي إنما هي ابتغاء رضوان الله سبحانه أولا ثم تحقيق مصالح العباد عاجلا وأجلا، كما أن مساره هو الإنضباط بالشريعة الإسلامية وبأدائه على الوجه الإسلامي المطلوب شرعا.

وعليه فإنه يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجهات الشرع الحنيف:

ويلاحظ أن هذا التعريف مطابق لمفهوم الهندسة المالية بمعناها التقليدي، غير أنه أضاف عنصرا جديدا وهو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون متوافقا مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ويشير هذا التعريف إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلاءم الظروف المحيطة بالمشروع.

- أن تكون تلك الابتكارات سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد قدر

الإمكان عن الاختلافات الفقهية (المصداقية الشرعية).

أو أن الهندسة المالية الإسلامية هي " المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مبتكرة

متوافقة مع الضوابط الشرعية"

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة الإسلامية من خلال حديث النبي صلى الله

عليه وسلم، حيث قال " مَنْ سَنَّ سُنَّةً حَسَنَةً، فَعَمِلَ بِهَا بَعْدَهُ، كَانَ لَهُ أَجْرُهَا وَأَجْرُ مَنْ عَمِلَ بِهَا، مِنْ غَيْرِ

أَنْ يُنْقِصَ مِنْ أَجْرِهِمْ شَيْئًا، وَمَنْ سَنَّ سُنَّةً سَيِّئَةً، فَعَمِلَ بِهَا بَعْدَهُ، كَانَ عَلَيْهِ وِزْرُهَا وَوِزْرُ مَنْ عَمِلَ بِهَا،

مِنْ غَيْرِ أَنْ يُنْقِصَ مِنْ أَجْرِهِمْ شَيْئًا"، ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول لمختلف

المشكلات المالية وغير المالية طالما كانت في صالح العباد:

2- أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية :

تعتبر معظم الأدوات المالية الإسلامية المستحدثة حاليا هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون

مضت، وهو ما يعني أنه تم تطويرها لتتماشى وحاجات تلك المجتمعات، ولما أصبحت الأسواق المالية

أكثر تعقيدا وأكثر تنافسية، ولاستغلال التغيرات السريعة التي تحدث في بيئة الأسواق، ولمواجهة

المنافسة المتصاعدة، أصبحت الهندسة المالية والابتكار من الضروريات بالنسبة للمؤسسات المالية

الإسلامية، وتبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب هي:

أ- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية: إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل وإن كانت

معدودة، لكنها منضبطة ومحددة، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلي احتياجات الناس بصورة كفاءة

اقتصاديا يظل مرهونًا بعدم منافاته لهذه القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرًا، لكنه بحاجة

إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية،

ويتطلب الجمع بين هذين الأمرين قدرًا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود،

فالمهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

ب- **تطور المعاملات المالية:** من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ ما يزيد عن أربعة عشر قرناً، و هي حرام إلى يوم القيامة، في كل زمان ومكان، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلاً جديداً ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى، والبيع حلال إلى يوم القيامة، و لكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، و من سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، واستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم، وما دام البيع يخلو من المحذور، فيمكن أن يأخذ عدة أشكال، وليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين.

لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكييف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك. فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، وهذا ما يزيد من الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لمواجهة تلك التطورات.

ج- **المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:** أي وجود ونمو المؤسسات المالية الرأسمالية إلى درجة فرضت قدراً كبيراً من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية، ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها.

د- **مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية:** لا شك ان التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية كثيرة ومتشعبة، ولعل غياب الهندسة المالية الإسلامية يعتبر من أهم

هذه التحديات، وهو ما خلصت إليه الدراسات التطبيقية التي تبين ضرورة وأهمية وجود هندسة مالية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية.

3- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية :

إن القصد من الهندسة المالية الإسلامية هو تلبية مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا هو ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار. ويقصد بلفظ "مبادئ" الذي ورد في تعريف الهندسة المالية الإسلامية مقررات التشريع الإسلامي وما يجب أن تنضبط به الهندسة المالية الإسلامية في تعاملها مع التمويل الإسلامي، وتوجد أربعة مبادئ للهندسة المالية الإسلامية، إثنين منها يتعلقان بالأهداف وهما: التوازن والتكامل، واثنين يتعلقان بالمنهجية وهما: الحل والمناسبة:

أ- مبدأ التوازن: المقصود منه هو التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، سواء ما يخص المصالح الشخصية وما يخص المصالح الاجتماعية، وما يتعلق بتحقيق الربح وما يتعلق بالأعمال الخيرية، وما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون، فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات ووضعت الكل في الإطار المناسب.

ب- مبدأ الحل: هذا المبدأ ينطلق من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصا أو قاعدة شرعية أو أدت إلى مقصد أو مآل يتعارض أو يخالف المقاصد الشرعية، وبناء على هذا فإن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي، لكن بشرط أن يلتزم هذا الابتكار في حدود دائرة الحلال التي لها حدود واسعة، وأن يبتعد عن دائرة المحظور أو الحرام المحصور في حدود ضيقة مقارنة مع دائرة الحلال الواسعة، لذا يعتبر هذا المبدأ أساسيا في فهم وتطوير المنتجات المالية الإسلامية.

وبناء على هذا المبدأ يقتضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول

المحرمات.

ج- مبدأ التكامل: ويقصد به التكامل بين المصالح والتفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، وبين تفضيلات الزمن والمخاطرة مع توليد الثروة الحقيقية، حيث يتحقق هدف الإعتبارات الموضوعية في أي نشاط اقتصادي إسلامي بتوليد ثروة حقيقية، وتتمثل التفضيلات الشخصية بالبعد عن أكبر قدر ممكن من المخاطرة مع تحقيق الإعتبار الموضوعي ضمن أقل زمن ممكن، مما يستلزم القول بضرورة عدم الفصل بين الزمن والمخاطرة مع الرغبة في توليد ثروة حقيقية في إطار منسجم مع طبيعة العلاقات الاقتصادية في المنظور الإسلامي، على خلاف المنظور التقليدي القائم على فصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة، حيث يتم فصل الزمن باللجوء إلى الربا، وعزل الخطر باللجوء إلى الغرر.

د- مبدأ المناسبة: يراد بهذا المبدأ تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني"، وهذا يقتضي ضرورة تناسب الشكل مع المضمون وتوافق الوسائل مع المقاصد، بحيث يتحقق الجواز الشرعي للغاية والوسيلة معاً، وبناء على هذين المبدأين فإن تقويم المنتج المالي يجب ان يتم من خلال مرحلتين:

* النظر في الهدف والغاية من المنتج، فإن كانت مقبولة ينظر في الإجراءات، وإلا يرفض المنتج من البداية.

* النظر في الإجراءات التعاقدية.

4- خصائص الهندسة المالية الإسلامية :

تهدف صناعة الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصداقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الإحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، وهاتين الخاصيتين ليستا منعزلتين عن بعضهما، بل في أغلب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصداقية.

ا- المصداقية الشرعية:

و تعني أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان (الخروج من الخلاف الفقهي)، وعليه ينبغي أن نفرق بين دائرة ما هو جائز شرعا، وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجا بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك، والسبب أن الشرع جاء للجميع في كل زمان، وظروف الأفراد والمجتمعات تتفاوت وتتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر، بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجا للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام.

ب- الكفاءة الاقتصادية:

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصداقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية، فينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالابتكارات المالية التقليدية وأن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية، ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة:

ج- الابتكار الحقيقي بدل التقليد :

يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر، الضمانات أو التسعير،

وهذا من منطلق أن المقصود من الهندسة المالية هو تلبية مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

د- التمويل بدل الاستثمار:

تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالهندسة المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار.

5- متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية:

يتطلب تحقيق الهندسة المالية الإسلامية توافر العناصر التالية:

أ- الوعي (وعي بالسوق وأحواله):

ونقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الهندسة المالية تهدف أساساً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

ب- الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها) :

ونقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها، وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً، أو التحايل على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشريعة الإسلامية أو ما اصطلح على تسميته المصدقية الشرعية للهندسة المالية، يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

ج- المقدرة والالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل):

ونقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، أما الالتزام فهو احترام مبادئ الشريعة الإسلامية، وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى، كما أنه ميزة لها.

6- مداخل الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية عدة مداخل، وهي تتعدد تبعا للطرق الممكنة استخدامها من طرف المؤسسات الإسلامية في إقامة هذه الصناعة، لكنها في الغالب لا تخرج عن إحدى المقاربتين التاليتين:

أ- المدخل الأول: المحاكاة

والذي يعني أن يتم سلفا تحديد النتيجة المطلوبة من منتج صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة لا تخرج عن نفس النتيجة التي يحققها منتج صناعة الهندسة المالية التقليدية، وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات، حيث تثير الكثير من الجدل، فإن الأسلوب المتبع في توليد الأوراق والأدوات المالية قائم على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية، وإذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات المتداولة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع، فإن سلبياتها كثيرة منها:

- أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتمها ولا قيمة اقتصادية من ورائها، وهذا ما يضعف قناعة العملاء بجدوى المنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة، بل وتصبح تلك الضوابط عبئا وعائقا أمام المؤسسات المالية، إذ أنها لا تحقق أي قيمة مضافة، بل هي مجرد تكلفة إضافية، ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمل المؤسسات المالية العميل عبء هذه

التكلفة، لتكون المنتجات المالية الإسلامية المقلدة أكثر كلفة من المنتجات التقليدية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

- أن المنتجات المالية الهادفة إلى تحقيق الفائدة الربوية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأمراضها، في حين أن محاكاة هذه المنتجات يستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا بدوره يفرض على المؤسسات المالية الإسلامية محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة المالية الإسلامية في النهاية، تعاني من نفس المشكلات والأزمات التي ترهق الصناعة المالية التقليدية.

- أن منتجات صناعة الهندسة المالية التقليدية هي جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات المالية القائمة على فلسفة ورؤية محددة، ومحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها يجر الصناعة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعل الصناعة الإسلامية مهددة بأن تفقد هويتها وتصبح تابعة بالجملة للصناعة التقليدية، وبذلك فإن كل المشاكل والأزمات التي تعاني منها الصناعة التقليدية ستنتقل بدورها إلى الصناعة المالية الإسلامية، فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها عالم الأعمال اليوم، يصبح للأسف مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات .

وهذا التصور لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الصناعة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، ولكن الهدف من هذا الطرح هو تنبيه المؤسسات المالية الإسلامية إلى ضرورة التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

ب- المدخل الثاني: الأصالة والابتكار

ويقصد به البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة

لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية، ولا شك أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية (التكلفة غالباً تكون مرتفعة في البداية ثم تنخفض تدريجياً) هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالإستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تلي متطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

المحور التاسع: الصكوك الإسلامية

1- تعريف الصكوك الإسلامية (Islamic Sukuk)

قبل التطرق لمعنى الصكوك في الإصطلاح الإقتصادي نود التنويه إلى المبدأ الذي تقوم عليه الصكوك الإسلامية والقاعدة التي ترتكز عليها، وهو مبدأ التوريق أو التصكيك (securitization)، والذي يقصد به عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية.

أوهو تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول مع مراعاة بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولا تدر دخلا يمثل عائد الصك.

كما ورد تعريف التصكيك في قرار مجمع الفقه الاسلامي الدولي بأنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان، أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه".

أما الصكوك الإسلامية فقد عرفت لها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".

وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة وتحويل ملكيتها إلى جهة أخرى (صندوق أو مؤسسة) تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول وبذلك تتيحها للتداول في أسواق الأوراق المالية، بعد أن يتم تصنيفها ائتمانيا، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية.

2- خصائص الصكوك الإسلامية:

تتفق صكوك الإستثمار الإسلامية مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار، إلا أنها تتميز عن غيرها في كونها أوراقا مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها.

ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك الإسلامية فيما يلي:

- الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكة لإثبات حق مالكة في الموجودات الصادرة بموجبها.

- تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة) في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للإستثمار، أعيانا أو منافعا أو خدمات أو خليط منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل دينا أو التزاما في ذمة مصدرها.

- تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح (إن وجدت) التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.

- تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.

- الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

- الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الإكتتاب فيها للإستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

3- أنواع الصكوك الإسلامية:

تنوع الصكوك الإستثمارية الإسلامية إلى أنواع عديدة تبعا لعدة اعتبارات:

فبحسب آجالها تنقسم إلى صكوك قصيرة الأجل لمدة ثلاثة أشهر أو ستة أو سنة (وتسمى أيضا بشهادات الإيداع أو الإستثمار)، وصكوك متوسطة وأخرى طويلة الأجل. وتنوع بحسب صيغتها إلى صكوك مضاربة، إجارة، مشاركة، سلم، إستصناع، متاجرة، أسهم، القرض الحسن. وبحسب صيغتها تنقسم إلى صكوك ذات أجل محدد، صكوك دائمة، صكوك متناقصة وصكوك متزايدة. وتنقسم بحسب التخصيص إلى صكوك خاصة تصدر لتمويل مشروع معين، وصكوك عامة توزع حصيلتها على جميع الإستثمارات التي يقوم بها المصرف (أو الجهة المصدرة). كما يمكن تقسيم الصكوك حسب الجهة المصدرة إلى صكوك حكومية ، صكوك الشركات، صكوك البنوك. وبالرغم من تعدد وتنوع الصكوك الإسلامية إلا أننا سوف نهتم بالصكوك الأكثر انتشارا واشتهارا، حيث يمكن تصنيفها إلى صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول.

أ/ الصكوك القابلة للتداول:

وهي صكوك تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع لذلك يمكن تداولها، وهي:

أ- صكوك المضاربة: عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأسمال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه".

وتنقسم صكوك المضاربة إلى:

« **صكوك المضاربة المطلقة:** وهي صكوك لا تكون حصيلتها مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب (المصدر) الحق في استثمارها في أي مشروع.

« **صكوك المضاربة المقيدة:** وهي صكوك تقيّد بمشروع معين (عقارات، مصانع...)

« **صكوك المضاربة المستمرة:** وهي التي لا يستحق رأسمالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأسماله.

« صكوك المضاربة المحدودة، أو مستردة بالتدرج: حيث تحدد الجهة المصدرة لها تواريخها يمكن عندها لأصحاب هذه الصكوك أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

بالإضافة إلى هذه الأنواع من صكوك المضاربة، توجد أنواع أخرى من الأوراق المالية التي تقوم

على أساس المضاربة، والتي نذكر منها:

« شهادات الإستثمار (أو شهادات ودائع الإستثمار): حيث تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، إذ يمثل أصحاب هذه الشهادات أو الودائع أرباب المال، والمصدر يمثل المضارب، ويقسم الربح بنسب يتفق عليها، وتصدر هذه الشهادات من طرف المصارف والمؤسسات المالية، وتتجاوز مدتها السنة، أو أضعاف السنة، وتميز منها نوعين هما: شهادات الإستثمار المخصص، وشهادات الإستثمار العام.

أ2- صكوك المشاركة: هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد الشركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم".

هذا ولا تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الإدارة لجنة للمشاركين يرجع إليهم لاتخاذ قرارات استثمارية، ويمكن أن تكون صكوك المشاركة قائمة على المشاركة بين المستثمرين (حملة الصكوك) أو بين المصدر للصكوك وحملة الصكوك.

وتنقسم صكوك المشاركة أيضا إلى عدة أنواع نذكر منها ما يلي:

« صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه إلى حد بعيد الأسهم الدائمة، مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي في صورة صكوك للإكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث معين، وتعتبر هذه الصكوك بديلا عن الأسهم، حيث يمكن للمصدر أن يوسع

نشاطه أو ينشئ مشروعاً موازياً، فيقوم-باعتباره شخصية معنوية- بالتكفل بجزء من رأس المال وي طرح الجزء الباقي للإكتتاب.

« صكوك المشاركة المحدودة: وتكون مؤقتة بفترة زمنية محددة عادة ما تكون فترة متوسطة تنتهي بانتهاء المشروع أو الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية...إلخ، وتكون نهايتها بإحدى الصورتين:

- صكوك المشاركة المستردة بالتدريج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك بصورة تدريجية وفقاً لأقساط دورية، ويحصل حاملها على جزء من الأرباح إن وجدت حسب ما بقي له من رصيد لم يدفع بعد.

- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر): فعند نهاية المشروع يقوم المصدر عادة بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي، ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، كأن يكون المشروع هو القيام بحفر منجم مثلاً، ففي نهاية المشروع (الحفر) يقوم المصدر بإعادة تقييم أصول المشروع (آلات، تجهيزات...) وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو تلك الأصول.

« صكوك الإجارة: هي " صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عدداً مماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، وقد يتم إصدار صكوك التأجير على صيغة إجارة أو مشاركة في الإنتاج، وقد تمثل حصة في أصول حكومية ".

وتتنوع صكوك الإجارة إلى عدة أنواع:

- صكوك ملكية الأعيان المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو عن طريق وسيط مالي بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

- **صكوك ملكية المنافع:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة أو موصوفة في الذمة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب، وتصبح منفعة العين ملكا لحملة الصكوك.

وعليه يمكن تقسيم صكوك ملكية المنافع إلى:

- صكوك ملكية منافع أعيان موجودة؛

- صكوك ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة.

- **صكوك ملكية الخدمات:** وتعرف هي الأخرى بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم خدمة من طرف معين (أو طرف موصوف في الذمة، كمنفعة التطبيب من مستشفى يتم تحديد مواصفاته دون تسميته)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

وبناء على هذا التعريف تنقسم صكوك ملكية الخدمات إلى:

- صكوك ملكية خدمات من طرف معين؛

- صكوك ملكية خدمات من طرف موصوف في الذمة.

4- **صكوك صناديق الإستثمار:** صندوق الإستثمار عبارة عن آلية تجميع للأموال عن طريق الإكتتاب في صكوكه بغرض استثمارها في مجال استثماري محدد في نشرة الإكتتاب، وتتعدد مجالات استخدامها، حيث يمكن أن تشمل كل فروع الإقتصاد بما فيها المجالات المالية، وتصدر هذه الصناديق لأجال وبأحجام معينة (الصناديق المغلقة)، أو لأجال وبأحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة)، وتكيف معظمها شرعيا على أساس صيغة المضاربة المقيدة، كما يمكن أن تكيف أحيانا على أساس عقد الوكالة.

ونود الإشارة هنا إلى أن صكوك الصناديق المغلقة هي التي تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق

المالية، أما صكوك الصناديق المفتوحة فهي غير قابلة للتداول.

بالإضافة إلى هذه الصكوك هناك صكوكا أخرى أقل انتشارا وهي خاصة بالبنوك الزراعية،

كصكوك المزارعة، صكوك المساقاة، صكوك المغارسة، وبتناولها باختصار فيما يلي:

أ5- **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس عقد المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

أ6- **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمار حسب الإتفاق.

أ7- **صكوك المغارسة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في غرس أشجار والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس بحسب ما يتفق عليه في العقد.

ب/ الصكوك غير القابلة للتداول:

وهي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الديون، وما كان هذا شأنه فلا يجوز تداوله، لأنه يفضي

إلى تأجيل البدلين، وتتمثل هذه الصكوك في:

ب1 **صكوك السلم:** عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم (17) صكوك السلم بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك".

فصكوك السلم هي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، لا تزال في ذمة البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أوالتداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أوالمشتري فهي من قبيل الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق.

ب2- **صكوك الإستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع ملكا لحملة الصكوك.

وصكوك الإستصناع في حقيقتها كصكوك السلم حيث تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمان معجل، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أوالبائع بالسلم، وعليه تكون هذه الصكوك غير قابلة للبيع أوالتداول سواء من طرف البائع أوالمشتري، فهي من قبيل الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

ب3- **صكوك المرابحة:** حسب المعيار الشرعي رقم(17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإن صكوك المرابحة هي: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

فصكوك المرابحة يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بعد تملك البائع وقبضه، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة.

4- أطراف عملية التصكيك:

تتمثل مختلف أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية في:

- **المصدر الأصلي** the originator:

وهي الجهة أوالشركة المنشئة لمحفظة التوريد، ويطلق عليها اصطلاح البادئ أوالمنشئ للتوريد، صاحب أوالبائع الأول للأصول أو محفظة حقوق مالية تباعها وتحصل على قيمتها نقدا. وقد يكون المصدر من القطاع الخاص كالبنوك والشركات المساهمة، أو من القطاع العام، أوالقطاع الخيري.

- الجهة المصدرة:

أو ما يعرف بمدير الصكوك، وهو من يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، وغالبا ما تكون هذه الشركة شركة ذات غرض خاص (S.P.V)* تتولى عملية الإصدار، وتتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بينها وبين حملة الصكوك قائمة على أساس الوكالة بأجر.

- المستثمرون (حملة الصكوك):

وهم الحائزون لوثائق الصكوك بمختلف أنواعها، والتي تمثل الموجودات سواء كانت هذه الموجودات أعيانا أو منافعا أو خدمات، أو خليطا من بعضها أو كلها.

- أمين الإستثمار:

وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الصكوك، كما يحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.

- وكالات التصنيف العالمية*:

وهي وكالات متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للإصدارات المالية التي ستطرح في سوق رأس المال، وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها.

5- آلية وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية:

تشكل عملية إصدار الصكوك الإسلامية النافذة التي يطل من خلالها المصدرون أو وكلاؤهم على المستثمرين، الأمر الذي يتطلب أن تكون تلك العملية على درجة من الإثقان والدقة وحسن الإخراج،

* Special purpose vehicle

* أهم تلك الوكالات: Standard and poor, Moody's, Fitch، كما وجدت حاليا وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية منها: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA) بالبحرين، الوكالة الماليزية للتصنيف (RAM)

وتمر عملية إصدار الصكوك الإسلامية بخطوات أولية مختلفة يطلق عليها تنظيم (ترتيب) الإصدار، وهذه الخطوات لا تحصل بنفس التسلسل، بل قد تتقدم خطوة على أخرى، كما قد تتم جميع الخطوات أو قد يقتصر على بعضها فقط، وأحيانا توجد عدة بدائل لاختيار أحدها، ولكن الوضع الطبيعي أن تقع كما يلي:

- الهيكلية:

وتعني إعداد التصوير والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الإستثمار بواسطة الصكوك ودراسة الجدوى ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية، وتضمن كل ذلك في نشرة الإكتتاب، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والإتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، ومن الأهمية أن يتم اختيار تلك الجهات بطريقة جيدة لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين، وتتم هذه الخطوة من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصندوق، وهي إما من طرف الممولين (كالبنوك مثلا) أو من طرف المستفيد من التمويل، وغالبا ما تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، كما تتم الإستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط الشرعية.

بناء على ما سبق يمكن أن نقسم هذه المرحلة (الخطوة) الرئيسية إلى خطوات فرعية هي:

* تحديد الهدف من الإصدار.

* تحديد نوع الأصول المراد تصكيكها.

* إعداد دراسات الجدوى الأولية: والتي تتضمن الدراسة الشرعية، الدراسة القانونية، الدراسة التسويقية، الدراسة الفنية والدراسة المالية.

- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين):

ويكون ذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص (S.P.V) تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون ذات شخصية مستقلة، بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين، وذلك لتمثيلهم في

إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة، ثم يقوم المصدر بإثبات نقل ملكية الأصول من دفاتره إلى دفاتر تلك الشركة ذات الغرض الخاص، على أساس البيع، بعد أن يجري تقويمها من جهة متخصصة مستقلة.

- طرح الصكوك للإكتتاب:

يهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

- تسويق الصكوك:

ويتم إما بالطرح مباشرة للجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك، ثم يقوم هو بتسويقها وبيعها إلى الجمهور.

- التعهد بتغطية الإكتتاب:

يتقدم متعهد تغطية الإصدار بتعهد يلتزم بموجبه بتنظيم الإكتتاب فيما تبقى من الصكوك، حيث يلتزم بشراء الصكوك التي لم يكتتب فيها وبيعها تدريجيا أو يحتفظ بها كليا أو جزئيا.

- مرحلة ما بعد الإصدار:

يتم في هذه المرحلة التصنيف الائتماني للصكوك من قبل جهة متخصصة تمهيدا لتحديد الجدارة الائتمانية لإدراجها في سوق التداول إن كانت مما يقبل تداوله. ففي هذه المرحلة تكون محاولة لتوفير سوق تداول (ثانوية) للصكوك المصدرة من خلال توفير آلية إعادة شرائها من المستثمرين بأسعار يعلن عنها أسبوعيا، مما يضيف صفة السيولة على تلك الصكوك، فيوفر لها جاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين.

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

- 1- جبار محفوظ، (2002): "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، ط1، دار هومة، الجزائر، الجزائر
- 2- صلاح الدين حسن السيبي، (2003): "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، مصر
- 3- صلاح الدين حسن السيبي، (2008): "الأسواق المالية- الأزمات المالية العالمية-"، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر.
- 4- صلاح السيد جودة، (2000): " بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا-"، ط1، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر
- 5- طلال بن سليمان بن إبراهيم الدوسري، (2010): " عقود التحوط من مخاطر تذبذب أسعار العملات"، دار كنوز أشبيليا، الرياض، السعودية.
- 6- عجيل جاسم النشي، (2009): " التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- 7- علاء الدين أحمد جبر، (2008): "بورصة الأوراق المالية"، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، مصر.
- 8- علي كنعان، (2006/2005): " الأسواق المالية"، مطبوعة جامعية، جامعة دمشق، سوريا.
- 9- فهد بن صالح بن محمد العريض، (2010): " أحكام تمويل الإستثمار في الأسهم"، ط1، دار كنوز اشبيليا، الرياض، السعودية.
- 10- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، (2005): "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، ط1، دار كنوز اشبيليا، الرياض، السعودي.
- 11- محسن أحمد الخضيرى، (1996): " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ط1، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، مصر.
- 12- محمد الصيرفي، (2008): "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
- 13- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، (2002): "بورصة الأوراق المالية- بين النظرية والتطبيق-"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- 14- محمد صبري هارون، (2009): "أحكام الأسواق المالية- الأسهم والسندات، ضوابط الإنتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي-"، ط2، دار النفائس، عمان، الأردن.
- 15- محمد عبد الحميد عطية، (2011): "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر.
- 16- محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، (2010): "الأزمات المالية"، ط1، مكتبة الجامعة وإثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 17- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، (2006): "الإستثمار في البورصة"، ط1، دار الحامد، عمان، الأردن.
- 18- محمد فتحي البديوي، (2007): " أسواق رأس المال -دراسة تحليلية-"، ط1، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر.

19- منير إبراهيم هندي، (2002): "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر

20- منير إبراهيم هندي، (2003): "أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.

ثانيا: الدوريات

1- نوال بن عمارة، (2011): "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية-تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين-"، مجلة الباحث، عدد 09.

2- هالة حلي السعيد، (1999): "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، الكويت، الكويت.

ثالثا: المؤتمرات العلمية

1- بن الضيف محمد عدنان وربيع المسعود، (2010): "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول حول (الإقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، يومي 23، 24 فيفري 2011، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية.

2- صالح إبراهيم السحيباني، (2007): "سوق الأسهم والنمو الاقتصادي -علاقات الإرتباط والسببية-"، بحث مقدم للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، أيام 2-4 جوان 2007، مركز الملك فهد الثقافي، الرياض (جامعة الملك سعود).

3- عبد العزيز محمد الدخيل، (2005): "سوق الأسهم السعودية -قراءة في التاريخ ورواية للمستقبل-"، بحث مقدم إلى المنتدى الأول لسوق الأوراق المالية، المركز الإستراتيجي للإستثمار والتمويل، الرياض.

4- عبد الكريم قندوز ومداني أحمد، (2009)، "الأزمة المالية الراهنة واستراتيجيات المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني (الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية -النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً- "المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، يومي 5، 6 ماي 2009.

رابعا: الرسائل الجامعية

1- جبار محفوظ، (1997): "البورصة، التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية -دراسة حالة دول العربي-"، رسالة دكتوراه غير منشورة، (ج1، ج2)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة، الجزائر، 1996/1997.

2- خورشيد أشرف إقبال الندوى، (2005): "سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، قسم الشريعة الإسلامية، كلية دار العلوم، جامعة القاهرة، مصر.

مراجع باللغة الأجنبية

1-Bernard Bellatente, " La bourse- mécanisme et financement des entreprise-", Université de Lyon, 2éme édition, 1985.

2-Josette Peyrard, "La bourse", Librairie Vuibert, Paris, 6éme édition, 1998.

3-Mansour Mansouri, " La bourse des valeurs mobilières d'Alger", Dar Houma, Alger, 2002.